

Frank Müller

# **Private Equity in der Unternehmenskrise**



RESEARCH

Frank Müller

## **Private Equity in der Unternehmenskrise**

## GABLER RESEARCH

Frank Müller

# **Private Equity in der Unternehmenskrise**

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Thomas Armbrüster  
und Prof. Dr. Andreas Dutzi



**RESEARCH**

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der  
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über  
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

Dissertation Universität Witten/Herdecke, 2009

1. Auflage 2010

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH 2010

Lektorat: Ute Wrasmann | Sabine Schöller

Gabler Verlag ist eine Marke von Springer Fachmedien.

Springer Fachmedien ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.  
[www.gabler.de](http://www.gabler.de)



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: KünkelLopka Medienentwicklung, Heidelberg  
Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier  
Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-2492-6

**Für Julia**  
**Für meine Eltern**

## **Geleitwort:**

Seit über 100 Jahren widmen sich Wissenschaft und Praxis den Ursachen, Phasen und Auswirkungen von Unternehmenskrisen. In Zeiten, in denen es verstärkt zu Unternehmenszusammenbrüchen kommt, rücken zumeist die internen Systeme der Überwachung, wie Früherkennung und Risikomanagement, in den Mittelpunkt der Diskussion. Arbeiten aus dem Bereich Finanzierung und Private Equity setzen sich hingegen mehrheitlich mit Fragen der Ermittlung einer optimalen Kapitalstruktur, der Bewertung von Investitionen bzw. Unternehmen oder erzielbaren Renditen und Wertsteigerungspotenzialen auseinander.

Die hier als Buch veröffentlichte Dissertation von Frank Müller kombiniert die Forschungsbereiche Unternehmenskrisen, Finanzierung und Führung. Mit dem Fokus auf Private Equity wird Corporate Finance mit dem Teilgebiet Organisation verknüpft. Entwickelt wird eine situative Theorie der Potenziale der Finanzierungsform Private Equity im Kontext der Unternehmenskrise. Dazu wird untersucht, ob sich aus den vorherrschenden Finanzierungstheorien spezifische Eigenschaften der Finanzierungsform Private Equity ableiten lassen. Besondere Berücksichtigung finden dabei die Finanzierung der Private Equity Gesellschaften selbst sowie der Mittelüberhang am Beteiligungskapitalmarkt.

Es wird ein spezielles Analyseraster entworfen, mit dessen Hilfe die Bewertung der Vorteilhaftigkeit der entsprechenden Finanzierungsformen vorgenommen werden kann. Die Beurteilungskriterien leiten sich aus den spezifischen Umweltbedingungen der Sondersituation der Unternehmenskrise ab und stellen Private Equity nicht nur als Finanzierungs-, sondern auch als Führungsform für Unternehmen in der Krise dar.

Herr Müller hat mit seiner Arbeit eine Schnittstelle identifiziert, die sowohl für die betriebswirtschaftliche Forschung als auch für die Unternehmenspraxis große Bedeutung hat. Die Arbeit liefert einen wichtigen Baustein in der Gestaltung der Finanzierungs- und Führungsstruktur für Unternehmen in der Restrukturierungs- bzw. Sanierungsphase.

Prof. Dr. Thomas Armbrüster

Prof. Dr. Andreas Dutzi

## **Vorwort:**

Das Finanzierungskonzept Private Equity erschließt immer weitere Investitionsfelder. Während bislang im Wesentlichen entweder in reife ertragsstarke Unternehmen oder in junge Wachstumsunternehmen investiert wurde, gewinnt in jüngster Zeit ein Bereich zunehmend an Bedeutung: Turnaround- oder Distressed-Investitionen. Ein direkter Zusammenhang zwischen der Turnaround-Situation und den etablierten Einsatzgebieten von Private Equity ist nicht direkt erkennbar. Dennoch ist eine gestiegene Aktivität in dem Segment zu beobachten, was auf eine gewisse situative Eignung schließen lässt. Unterstützt wird diese antizipierte Eignung durch die Herausbildung eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften und deren Engagement in dieser Situation.

Vor dem Hintergrund der Finanzierungstheorie und der aktuellen Corporate-Finance-Diskussion untersucht die vorliegende Arbeit die Einsatzmöglichkeiten und -potenziale des Finanzierungskonzepts Private Equity im situativen Kontext der Unternehmenskrise und vergleicht diese mit entsprechenden Finanzierungsalternativen. Darüber hinaus wird die vermehrt auftretende Eigenkapitalfinanzierung als zusätzliche Klassifizierungskomponente von Private Equity herangezogen und die damit einhergehende intensivere Form der Betreuungskomponente untersucht.

Während sich am Markt für Private Equity ein Mittelüberhang abzeichnet, der Rückschlüsse auf einen gewissen *Druck* zur Differenzierung – durch Spezialisierung auf Turnarounds – zulässt, betrachtet die vorliegende Untersuchung ebenfalls die *Chance* zur Differenzierung aufgrund besonderer mit Private Equity verbundener Potenziale.

Frank Müller



# **I. Inhaltsübersicht**

<b>I. Inhaltsübersicht .....</b>	<b>XI</b>
<b>II. Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>XIII</b>
<b>III. Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>XIX</b>
<b>IV. Tabellenverzeichnis .....</b>	<b>XXIII</b>
<b>V. Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>XXV</b>
<b>1. Einleitung.....</b>	<b>1</b>
<b>2. Unternehmenskrise, Früherkennung und Sanierung .....</b>	<b>7</b>
<b>3. Finanzierungstheorie: Optimale Kapitalstruktur und Finanzierungsinstrumente ...</b>	<b>38</b>
<b>4. Private Equity .....</b>	<b>60</b>
<b>5. Analytische Betrachtung von Private Equity und Implikationen für Private-Equity-Gesellschaften.....</b>	<b>99</b>
<b>6. Entwicklung eines Analyserasters zur Beurteilung der Finanzierungsformen vor dem situativen Kontext der Unternehmenskrise .....</b>	<b>157</b>
<b>7. Bewertung der Finanzierungsformen mithilfe des Analyserasters.....</b>	<b>174</b>
<b>8. Abschließende Beurteilung und finanzierungstheoretische Würdigung der Untersuchungsergebnisse .....</b>	<b>205</b>
<b>9. Zusammenfassende Beurteilung und Ausblick.....</b>	<b>216</b>
<b>VI. Literaturverzeichnis.....</b>	<b>223</b>

## **II. Inhaltsverzeichnis**

<b>I. Inhaltsübersicht .....</b>	<b>XI</b>
----------------------------------	-----------

<b>II. Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>XIII</b>
-------------------------------------	-------------

<b>III. Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>XIX</b>
---	------------

<b>IV. Tabellenverzeichnis .....</b>	<b>XXIII</b>
--------------------------------------	--------------

<b>V. Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>XXV</b>
---------------------------------------	------------

<b>1. Einleitung.....</b>	<b>1</b>
---------------------------	----------

1.1 Hintergrund.....	1
----------------------	---

1.2 Zielsetzung und Forschungsmethodik der Arbeit.....	3
--	---

1.3 Aufbau der Arbeit .....	5
-----------------------------	---

<b>2. Unternehmenskrise, Früherkennung und Sanierung .....</b>	<b>7</b>
--	----------

2.1 Unternehmenskrise – Charakterisierung und Einteilung.....	8
---	---

2.1.1 Kapitalausstattungs- und Kapitalerhaltungsgrundsätze .....	12
--	----

2.1.1.1 Eigenkapitalersetzende Leistungen .....	12
---	----

2.1.1.2 Unterbilanz .....	13
---------------------------	----

2.1.1.3 Überschuldung.....	14
----------------------------	----

2.1.1.4 Zahlungsunfähigkeit und drohende Zahlungsunfähigkeit .....	15
--	----

2.1.2 Folgen vor bzw. nach Eintritt der Insolvenz.....	16
--	----

2.2 Krisenvermeidung durch Früherkennungssysteme.....	19
---	----

2.2.1 Aufgaben der Früherkennungssysteme.....	22
---	----

2.2.2 Bestandteile der Früherkennungssysteme.....	24
---	----

2.3 Sanierung und Restrukturierung .....	26
--	----

2.3.1 Begriffsabgrenzung Sanierung und Restrukturierung .....	27
---	----

2.3.2 Erfolgsfaktoren der Sanierung und Restrukturierung.....	29
---	----

2.3.3 Entwicklung und Umsetzung von Sanierungs- und Restrukturierungskonzepten ....	31
---	----

2.3.4 Einflüsse der Situation auf die Sanierung und Restrukturierung.....	32
---	----

<b>3. Finanzierungstheorie: Optimale Kapitalstruktur und Finanzierungsinstrumente ...</b>	<b>38</b>
3.1 Einordnung der Finanzierungstheorie in das Zielsystem des Investitions- und Finanzierungsbereiches.....	39
3.2 Finanzierungstheorie.....	41
3.2.1 Trade-off-Theory .....	43
3.2.2 Pecking-Order-Theory .....	47
3.2.3 Aussagen der Finanzierungstheorien .....	49
3.3 Möglichkeiten der Finanzierung.....	54
<b>4. Private Equity .....</b>	<b>60</b>
4.1 Grundlagen .....	60
4.1.1 Definition von Private Equity .....	61
4.1.2 Special Situations: Anlässe und Motive für Private-Equity-Transaktionen.....	64
4.1.2.1 Restrukturierung .....	66
4.1.2.2 Nachfolge.....	66
4.1.2.3 Neue Produkte und Technologien .....	67
4.1.2.4 Working Capital.....	67
4.1.2.5 Stärkung der Bilanz .....	67
4.1.2.6 Weitere.....	67
4.1.3 Acquisitions und Buyouts: Erscheinungsformen von Private Equity.....	68
4.2 Parteien der Private-Equity-Transaktionen.....	70
4.2.1 Private-Equity-Gesellschaften .....	70
4.2.2 Investoren.....	72
4.2.3 Zielunternehmen .....	72
4.2.4 Management.....	73
4.2.5 Facilitators .....	73
4.2.6 Alt-Eigentümer .....	74
4.3 Verlauf einer Private-Equity-Transaktion .....	74
4.3.1 Pre-Deal-Phase.....	75
4.3.2 Transaktionsabschluss .....	77
4.3.3 Post-Deal-Phase .....	79
4.3.4 Exit .....	80
4.4 Finanzierung von Private-Equity-Transaktionen.....	82
4.5 Wertsteigerungspotenziale durch Private Equity.....	85
4.5.1 Werttransfer .....	86
4.5.2 Indirekte Wertschöpfungshebel .....	87
4.5.3 Direkte Wertschöpfungshebel.....	89

4.6 Der Private-Equity-Markt.....	92
4.6.1 Der europäische Private-Equity-Markt.....	92
4.6.2 Der deutsche Private-Equity-Markt.....	96
<b>5. Analytische Betrachtung von Private Equity und Implikationen für Private-Equity-Gesellschaften.....</b>	<b>99</b>
5.1 Finanzierungstheoretische Analyse von Private Equity .....	100
5.2 Das Phänomen des Overhang-of-Funds .....	108
5.2.1 Grundlagen des Overhang-of-Funds.....	109
5.2.2 Die Rolle der Unternehmensbewertungen.....	111
5.2.3 Auswirkungen des Overhang-of-Funds .....	112
5.3 Implikationen für Private Equity .....	116
5.4 Differenzierung und Ausgestaltung von Private-Equity-Gesellschaften.....	120
5.4.1 Fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften .....	122
5.4.1.1 Finanzierung der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften.....	123
5.4.1.2 Involvement der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften.....	128
5.4.1.3 Zielunternehmen der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften.....	134
5.4.2 Eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften .....	138
5.4.2.1 Finanzierung der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften .....	139
5.4.2.2 Involvement der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften .....	145
5.4.2.3 Zielunternehmen eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften.....	147
<b>6. Entwicklung eines Analyserasters zur Beurteilung der Finanzierungsformen vor dem situativen Kontext der Unternehmenskrise .....</b>	<b>157</b>
6.1 Finanzierungstheoretische Erwartungen an die Analyse der Finanzierungsformen.....	158
6.2 Erarbeitung der Beurteilungskriterien und des Bewertungsschemas .....	161
6.2.1 Kriterium 1: Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	165
6.2.2 Kriterium 2: Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität .....	167
6.2.3 Kriterium 3: Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten.....	169
6.2.4 Kriterium 4: Informationsanforderungen und Geschwindigkeit .....	170
6.2.5 Kriterium 5: Betreuungs- und Beratungskomponente .....	171

<b>7. Bewertung der Finanzierungsformen mithilfe des Analyserasters.....</b>	<b>174</b>
7.1 Handelskredite .....	175
7.1.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	175
7.1.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität .....	176
7.1.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten .....	176
7.1.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit .....	176
7.1.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	177
7.1.6 Zusammenfassung .....	177
7.2 Bankkredite.....	178
7.2.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	179
7.2.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität .....	179
7.2.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten .....	179
7.2.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit .....	180
7.2.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	180
7.2.6 Zusammenfassung .....	181
7.3 Darlehen.....	182
7.3.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	182
7.3.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität .....	183
7.3.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten .....	183
7.3.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit .....	184
7.3.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	184
7.3.6 Zusammenfassung .....	184
7.4 Anleihen.....	186
7.4.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	188
7.4.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität .....	188
7.4.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten .....	189
7.4.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit .....	189
7.4.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	189
7.4.6 Zusammenfassung .....	189
7.5 Factoring, Forfaitierung, Asset-backed-Securities, Leasing, Sale-and-lease-back .....	190
7.5.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	191
7.5.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität .....	191
7.5.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten .....	191
7.5.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit .....	192
7.5.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	192
7.5.6 Zusammenfassung .....	192

7.6 Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter.....	193
7.6.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	193
7.6.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität .....	194
7.6.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten .....	194
7.6.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit .....	194
7.6.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	195
7.6.6 Zusammenfassung .....	195
7.7 Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter.....	196
7.7.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	196
7.7.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität .....	196
7.7.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten .....	196
7.7.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit .....	197
7.7.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	197
7.7.6 Zusammenfassung .....	197
7.8 Fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften .....	198
7.8.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	198
7.8.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität .....	199
7.8.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten .....	199
7.8.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit .....	200
7.8.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	200
7.8.6 Zusammenfassung .....	201
7.9 Eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften.....	202
7.9.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	202
7.9.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität .....	202
7.9.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten .....	203
7.9.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit .....	203
7.9.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	203
7.9.6 Zusammenfassung .....	204
 <b>8. Abschließende Beurteilung und finanzierungstheoretische Würdigung     der Untersuchungsergebnisse.....</b>	 <b>205</b>
 <b>9. Zusammenfassung und Ausblick.....</b>	 <b>216</b>
 <b>VI. Literaturverzeichnis.....</b>	 <b>223</b>

### III. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Gemeinsame Schnittmenge von Unternehmenskrisen und Private Equity ....	2
Abbildung 2:	Forschungsziel und Methodik.....	4
Abbildung 3:	Darstellung der Vorgehensweise .....	5
Abbildung 4:	Charakterisierung der Krisen .....	10
Abbildung 5:	Fortbestehungsprognose .....	15
Abbildung 6:	Strategische Alternativen.....	34
Abbildung 7:	Ermittlung des Cashflows auf Basis des Jahresabschlusses .....	54
Abbildung 8:	Finanzierungsformen .....	56
Abbildung 9:	Der Begriff des Venture Capital .....	62
Abbildung 10:	Der Begriff des Private Equity .....	63
Abbildung 11:	Charakteristika der Finanzierungsstufen .....	65
Abbildung 12:	Parteien der Private-Equity-Transaktionen.....	70
Abbildung 13:	Struktur einer Private-Equity-Gesellschaft.....	71
Abbildung 14:	Private-Equity-Prozessverlauf .....	75
Abbildung 15:	Exit-Kanäle 2007 .....	81
Abbildung 16:	Originäre Kaufpreiskonstitution .....	83
Abbildung 17:	Struktur einer Private-Equity-Transaktion .....	83
Abbildung 18:	Entwicklung des europäischen Private Equity Marktes nach Transaktionsanzahl und -volumen .....	93

Abbildung 19:	Private-Equity-Investitionen nach Phasen in Europa von 2002 bis 2007.....	93
Abbildung 20:	Entwicklung der Ländervolumina von 2005 auf 2006 .....	94
Abbildung 21:	Entwicklung der Länder-Transaktionsanzahl von 2005 auf 2006 .....	94
Abbildung 22:	Entwicklung der Exits in Europa von 2002 bis 2007 .....	95
Abbildung 23:	Vergleich der Entwicklung der erzielten Fünf-Jahres-Renditen am Private-Equity-Markt in Europa, USA mit der Rendite des S&P 500 .....	95
Abbildung 24:	Entwicklung von Transaktionsvolumen und -anzahl in Deutschland von 2000 bis 2007.....	97
Abbildung 25:	Entwicklung der Investitionen nach Phasen in Deutschland von 1993 bis 2007.....	97
Abbildung 26:	Entwicklung der Exit-Kanäle in Deutschland von 2000 bis 2007.....	98
Abbildung 27:	Teilmärkte und -prozesse des Private Equity .....	109
Abbildung 28:	Engpässe innerhalb des Private-Equity-Marktes.....	109
Abbildung 29:	Investitionen und Abgänge in Deutschland von 1997 bis 2007 .....	110
Abbildung 30:	Investitionen und Abgänge in Europa von 1997 bis 2007.....	111
Abbildung 31:	Kausalitätenkette steigender Anteilsbewertungen.....	112
Abbildung 32:	Sich selbst verstärkender Kreislauf .....	114
Abbildung 33:	Folgen des Mittelüberhangs.....	115
Abbildung 34:	Zunahme der Expansion-Investments in Europa nach Volumen .....	118
Abbildung 35:	Unterscheidungskriterien zur weiteren Differenzierung von Private-Equity-Gesellschaften .....	122



Abbildung 36:	Struktur einer fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft nach US-amerikanischem und deutschem Recht .....	124
Abbildung 37:	Darstellung des Leverage-Effektes am Beispiel von Private-Equity-Gesellschaften .....	134
Abbildung 38:	Dividend-Recap .....	136
Abbildung 39:	Beteiligungs- und Eigenfinanzierung am Beispiel von Private-Equity-Gesellschaften .....	139
Abbildung 40:	Idealtypischer Aufbau einer eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft .....	141
Abbildung 41:	Anleiheformen .....	186
Abbildung 42:	Entwicklung des Verschuldungsgrads mit Fortschreiten der Krise.....	214

#### IV. Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Zusammenfassung der aus den Finanzierungstheorien ableitbaren Aussagen .53
Tabelle 2:	Finanzierungstheoretische Implikationen auf Private Equity ..... 104
Tabelle 3:	Betreuungsintensität der verschiedenen Typen von Private-Equity-Gesellschaften ..... 130
Tabelle 4:	Zustimmungspflichtige Geschäfte im Rahmen der Ausübung von Kontrollrechten der Private-Equity-Gesellschaften..... 131
Tabelle 5:	Art der Einflussnahme auf Beteiligungen..... 133
Tabelle 6:	Entwicklung der Rendite in Abhängigkeit vom Eigenkapitalbeitrag ..... 136
Tabelle 7:	Mit Eigenkapitalfinanzierungen verbundene Vor- und Nachteile..... 147
Tabelle 8:	Mit der Make-or-buy-Entscheidung verbundene Vor- und Nachteile..... 148
Tabelle 9:	Finanzierungstheoretische Betrachtung der Krisensituation ..... 160
Tabelle 10:	Zusammenfassende Herleitung der Beurteilungskriterien..... 165
Tabelle 11:	Definition der Beurteilung „Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität“... 167
Tabelle 12:	Definition der Beurteilung „Kosten und Liquidität“ ..... 169
Tabelle 13:	Definition der Beurteilung „Verfügbarkeit und Sicherheiten“ ..... 170
Tabelle 14:	Definition der Beurteilung „Information und Geschwindigkeit“ ..... 171
Tabelle 15:	Definition der Beurteilung „Betreuung und Beratung“ ..... 173
Tabelle 16:	Zusammenfassende Beurteilung des Handelskredites ..... 178
Tabelle 17:	Zusammenfassende Beurteilung der Bankkredite ..... 181
Tabelle 18:	Zusammenfassende Beurteilung der Darlehen ..... 185

Tabelle 19:	Zusammenfassende Beurteilung der Anleihen .....	190
Tabelle 20:	Zusammenfassende Beurteilung von Factoring, Forfaitierung, Asset-backed-Securities, Leasing, Sale-and-lease-back .....	193
Tabelle 21:	Zusammenfassende Beurteilung der Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter .....	195
Tabelle 22:	Zusammenfassende Beurteilung der Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter .....	198
Tabelle 23:	Zusammenfassende Beurteilung der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften .....	201
Tabelle 24:	Zusammenfassende Beurteilung der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften .....	204
Tabelle 25:	Abschließende Beurteilung der Finanzierungsformen .....	206
Tabelle 26:	Charakteristika eines Krisenunternehmens .....	210
Tabelle 27:	Zusammenfassung des Beitrags zur aktuellen Forschung .....	220

## V. Abkürzungsverzeichnis

AktG	Aktiengesetz
AktG-E	Aktiengesetz-Entwurf
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
DCF	Discounted Cashflow
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
GmbHG	GmbH-Gesetz
HGB-E	Handelsgesetzbuch-Entwurf
InsO	Insolvenzordnung
IPO	Initial Public Offering
IRB	Internal Ratings-based
IRR	Internal Rate of Return
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LBO	Leveraged Buyout
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MBO/MBI	Management Buyout/Buyin
M&A	Mergers & Acquisitions
WACC	Weighted Average Cost of Capital

# 1. Einleitung

Unternehmenskrisen sind bereits Gegenstand der betriebswirtschaftlichen Forschung seit Unternehmen existieren. Trotz Verfahren zu deren Identifikation und vermeintlicher Beherrschung führen Krisen alleine in Deutschland jährlich zehntausende Unternehmen in die Insolvenz. Die Vehemenz, mit der die einzelnen Unternehmenskrisen die gesamte Volkswirtschaft treffen, wird auch aktuell wieder durch die Folgen der Finanzkrise und die sich abzeichnende Abkühlung der Weltwirtschaft mit besonderem Nachdruck deutlich.

Private Equity hingegen gilt als ein junges Phänomen. Der Bekanntheitsgrad sowie die Verbreitung von Private Equity als Finanzierungsform nahmen insbesondere auch in Deutschland in den letzten Jahren enorm zu. Die zukünftige Entwicklung von Private Equity vor dem Hintergrund der aktuellen konjunkturellen, aber auch regulatorischen Veränderungen, ist noch nicht exakt abschätzbar. Die Prognosen reichen von der Bedeutungslosigkeit dieser Finanzierungsform bis hin zu einer starken Dominanz in der Zukunft aufgrund einer sich abzeichnenden Kreditknappheit.

Bei Betrachtung der Zuwachsraten von Private-Equity-Investitionen bis zum Jahr 2008 in der Situation der Unternehmenskrise, sogenannter Turnaround- bzw. Distressed-Investitionen, liegt jedenfalls die Schlussfolgerung nahe, dass der Einsatz von Private Equity in der Unternehmenskrise ein situativ geeignetes Finanzierungskonzept darstellt. Die Herausbildung und zunehmende Bedeutung eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften in diesem Segment bildet ein zusätzliches Indiz für diese antizipierte Vorteilhaftigkeit.

## 1.1 Hintergrund

Auf den ersten Blick sind Unternehmenskrisen und Private Equity zwei von einander relativ unabhängige Erscheinungen. Die Ursachen für Unternehmenskrisen sind vielfältig – exogene Gegebenheiten wie konjunkturelle Einflüsse, aber auch endogene Faktoren wie Managementfehler, führen dazu, dass trotz einer eingehenden Erforschung der Unternehmenskrise auch heute noch viele Unternehmen in diese Notlage gelangen. Finanzierungsengpässe wie sie im ersten Quartal 2009 als Folge einer restriktiven Kreditvergabe durch die Finanzkrise bereits auftraten oder regulatorische Veränderungen wie bspw. Basel II werden diesen Trend voraussichtlich weiter verschärfen. Mit jeder Unternehmensinsolvenz gehen Arbeitsplätze sowie Vielfalt und Potenzial an Produkten und Dienstleistungen verloren.

Private Equity auf der anderen Seite scheint nur auf den ersten Blick ein völlig neuartiges Thema zu sein. Denn die Vorläufer des heutigen Private Equity sind schon seit Jahrzehnten, vornehmlich in den USA, bekannt unter den Begriffen Beteiligungskapital und Venture Capital (Schefczyk 2006: 7-11, Leopold et al. 2003: 1-7 sowie Bader 1996: 4-15). Beide Phänomene waren bereits Gegenstand zahlreicher wissenschaftlicher Untersuchungen und Publikationen. Die folgende Abbildung verdeutlicht die bisherigen Forschungsinteressen.

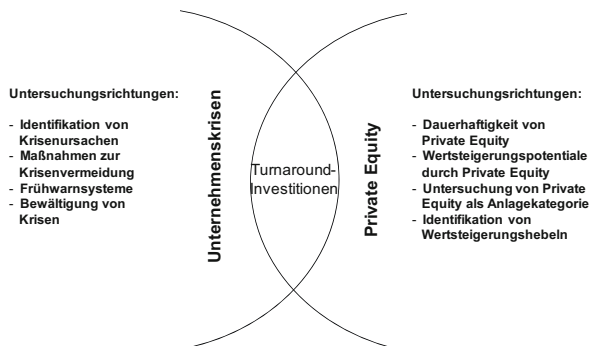


Abbildung 1: Gemeinsame Schnittmenge von Unternehmenskrisen und Private Equity (Quelle: Eigene Darstellung. Eine gute Übersicht zum aktuellen Stand der Forschung im Bereich der Unternehmenskrise bieten Schmidt und Uhlenbruck 2003. Das Thema Private Equity wird besonders umfassend von Gompers und Lerner 2000, Schefczyk 2006 sowie Leopold et al. 2003 aufgearbeitet).

Erwähnenswert im Bereich der Untersuchungen zu Private Equity ist die dabei relativ einheitliche Untersuchungsrichtung. Meist wird versucht, die mit Private Equity verbundenen Wertsteigerungspotenziale in den Beteiligungsunternehmen zu erforschen. Es existieren auch Untersuchungen, die die Wertsteigerungspotenziale auf Ebene der Private-Equity-Gesellschaft selbst, also in Form der Anlagekategorie Private Equity identifizieren und quantifizieren (bspw. Bader 1996: 1-9). An diese Untersuchungen schließen sich meist Analysen zu den Hebeln dieser Wertsteigerungspotenziale an. Derartige Analysen finden sich bspw. bei Easterwood et al. (1989), Gräper (1993), Kaplan (1989), Phan und Hill (1995), Bader (1996) sowie Wright et al. (1995). Trotz der Vielfalt der Untersuchungen existiert mittlerweile eine einheitliche Definition von Private Equity. Auch die Unterordnung des Begriffs Venture Capital, sozusagen als eine Subform von Private Equity, gilt inzwischen als etabliert (Abschnitt 4.1.1 im Kapitel zu Private Equity stellt einen Überblick über die entsprechenden Definitionen zur Verfügung).

In der heutigen Zeit sind beide Phänomene immer häufiger gemeinsam anzutreffen: Private Equity in der Unternehmenskrise bzw. Private-Equity-Turnaround-Investitionen. Auch zu diesem Segment finden sich bereits einige wissenschaftliche Abhandlungen, wie bspw. die Ausführungen von Junker (2005) oder Rahn (2006). Gerade die Betreuungskomponente, die

Private Equity leisten kann, wird dabei herausgestellt. Neben einer Einteilung von Private Equity in Phasen oder Stadien wie bspw. Early-Stage-Venture-Capital versus Growth Equity oder einer Klassifizierung nach Industrieschwerpunkten, fehlt aber der bisherigen Literatur eine wesentliche Klassifizierungs-Komponente: Die Einteilung nach der unterschiedlichen originären Finanzierung bzw. Kapitalkonstitution der Private-Equity-Gesellschaften. Denn vermehrt sind am Markt auch Private-Equity-Gesellschaften anzutreffen, die sich nicht durch große Fremdmittel-Fonds auszeichnen. Diese Private-Equity-Gesellschaften sind analog zu strategischen Investoren vollständig eigenfinanziert.

Darüber hinaus liegen Untersuchungen zum Private-Equity-Markt vor. Diese konstatieren bis ins Jahr 2008 einen stetig ansteigenden Überhang der verfügbaren Mittel im Vergleich zu Anlagemöglichkeiten in Form geeigneter Zielunternehmen (Overhang-of-Funds) und somit eine Sättigung des Private-Equity-Markts. Ein möglicher Ausweg für Private-Equity-Gesellschaften liegt in der Differenzierung durch Spezialisierung. Dieser Trend zur Differenzierung, sowohl nach Industrieschwerpunkten als auch nach Investitionsphasen, kann bereits in der Realität beobachtet werden.

## **1.2 Zielsetzung und Forschungsmethodik der Arbeit**

Aus der Beobachtung der zunehmenden Bedeutung von Turnaround-Investitionen sowie der bislang mangelnden Berücksichtigung der originären Finanzierung bzw. Kapitalkonstitution der Private-Equity-Gesellschaften, sowohl in der Literatur zur Unternehmenskrise als auch der zu Private Equity, leitet sich der Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit ab. Dabei wird die besondere Form der Betreuungsmöglichkeit, die Private-Equity-Gesellschaften bieten können, vor dem situativen Kontext der Unternehmenskrise untersucht. Zudem erfolgt die Berücksichtigung der marktinduzierten Notwendigkeit zur Differenzierung, die sich als Ergebnis des Overhang-of-Funds ergibt.

Vor dem Hintergrund der aktuellen Corporate-Finance-Diskussion und Finanzierungstheorie wird mithilfe einer situativen Theorie analysiert, ob Private Equity gerade in der Unternehmenskrise durch besondere Eigenschaften im Vergleich zu anderen Finanzierungsformen Wettbewerbsvorteile generieren kann. Einen zusätzlichen Schwerpunkt bildet dabei insbesondere das Herausbilden von eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften sowie die Implikationen der unterschiedlichen originären Finanzierungsstrukturen auf die Ausprägungsform und Intensität der Betreuung.

Überprüft wird das Ergebnis dieser situativen Theorie durch die Untersuchung der Finanzierungsformen mit Hilfe einer konzeptionellen Analyse besonderer situationspezifischer Charakteristika von Private-Equity-Gesellschaften in der Unternehmenskrise. Denn wenn Private Equity in der Situation der Unternehmenskrise besonders gut zur Finanzierung von Unternehmen geeignet ist, dann ist die entsprechende Investition keine marktinduzierte Notwendigkeit, sondern eine Chance, sowohl für Private-Equity-

Gesellschaften als auch für die Zielunternehmen. Dabei wäre die Herausbildung differenzierter Finanzierungsstrukturen unter Umständen eine Konsequenz der Wahrnehmung dieser Chance, denn es fällt auf, dass diese Form von Private-Equity-Gesellschaft nur in dieser Situation auftritt. Die Entstehung neuer Finanzierungsstrukturen bei Private-Equity-Gesellschaften in Form der Eigenmittel- bzw. Eigenkapitalfinanzierung sowie deren Konzentration auf Turnaround-Investitionen sprechen dafür, dass es sich bei der Investition in Krisenunternehmen um eine Opportunität handelt. Neben der Beobachtung einer Zunahme in diesem Investitionsbereich legt auch eine Analyse der finanzierungstheoretischen Eigenschaften von Private Equity die Schlussfolgerung nahe, dass diese Investitionen weniger aus einer Notwendigkeit heraus, sondern vielmehr im Sinne der Ergreifung einer Chance stattfinden. Die folgende Abbildung fasst die Aufgabenstellung grafisch zusammen.

<b>Theoretischer Bezugsrahmen: Finanzierungstheorie – Essenz der aktuellen Corporate-Finance-Diskussion</b>	
Forschungsziel:	Entwicklung einer situativen Theorie der Vorteilhaftigkeit von Private Equity im Kontext der Unternehmenskrise
Forschungsmethodik:	Konzeptionelle Analyse von Finanzierungsformen unter besonderer Berücksichtigung eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften
Fragestellungen:	<p>Lassen sich aus der Finanzierungstheorie besondere Eigenschaften von Private-Equity-Gesellschaften ableiten, die Turnaround-Investitionen nahelegen?</p> <p>Welche Rückschlüsse können aus dem Overhang-of-Funds auf der einen und der beobachtbaren Zunahme von Turnaround-Investitionen auf der anderen Seite gezogen werden?</p> <p>Welchen Einfluss hat die Finanzierung (eigenkapital- vs. fondsfinanziert) von Private-Equity-Gesellschaften?</p>

Abbildung 2: Forschungsziel und Methodik (Quelle: Eigene Darstellung).

Zur Erreichung des Forschungsziels bedient sich die vorliegende Arbeit einer konzeptionellen Analyse von Finanzierungsformen. Diese konzeptionelle Analyse beinhaltet die Beantwortung von Hilfsfragestellungen, in die sich das Forschungsziel zerlegen lässt. Diese Fragestellungen sind eingebettet in den theoretischen Bezugsrahmen der Finanzierungstheorie in Form einer Auswertung und Überprüfung der aktuellen Erkenntnisse aus der Corporate-Finance-Diskussion. Somit werden die klassischen Finanzierungstheoriekonzepte der Trade-off- und Pecking-Order-Theorie bspw. erweitert und ergänzt um Charakteristika der Informationsverteilung, der Transaktionskosten oder des Signalling-Effekts. Dadurch halten auch Elemente weiterer theoretischer Konstrukte Einzug in die Finanzierungstheorie, welche sich bei der Analyse der Private-Equity-Gesellschaften und ihrer bearbeiteten Märkte für Kapitalangebot und -nachfrage als zielführend erweisen. So wird untersucht, ob Private-Equity-Gesellschaften über Eigenschaften verfügen, welche sie in die Lage versetzen, den Problemen auf diesen Märkten adäquat zu begegnen. Weiterhin wird erforscht, ob Private-Equity-Gesellschaften durch die zielgerichtete Spezialisierung auf diese Eigenschaften einen komparativen



Wettbewerbsvorteil gegenüber den Gesellschaften generieren können, welche die herkömmlichen Finanzierungsformen anbieten.

Durch die analytische Beleuchtung der Sättigung des klassischen Private-Equity-Marktes und des resultierenden Overhang-of-Funds sowie der Implikationen aus der Unterscheidung zwischen Fonds- und Eigenkapitalfinanzierung von Private-Equity-Gesellschaften werden einerseits die Theorieaussagen überprüft und andererseits der Bezug zur Finanzierungspraxis hergestellt. Abschließend liefert eine Untersuchung ausgewählter Finanzierungsformen anhand eines speziell entwickelten Analyserasters weiteren Aufschluss über die antizipierte situative Eignung von Private Equity als Finanzierungsform in der Unternehmenskrise. Die resultierenden Ergebnisse werden erneut unter Rückbezug auf die finanzierungstheoretischen Aussagen ausgewertet und überprüft. Dies ermöglicht die Einordnung in die aktuelle Corporate-Finance-Diskussion und trägt darüber hinaus zur Erweiterung der wissenschaftlichen Literatur und Forschung bei.

### 1.3 Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Arbeit unterteilt sich in 9 Kapitel. Die folgende Abbildung gibt einen grafischen Überblick über die Vorgehensweise.

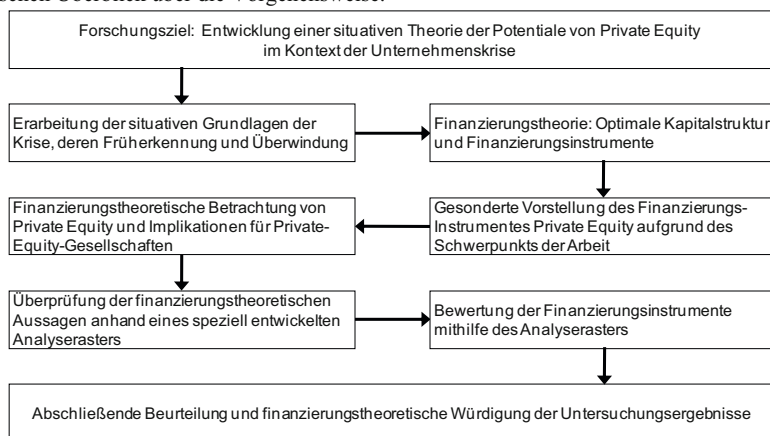


Abbildung 3: Darstellung der Vorgehensweise (Quelle: Eigene Darstellung).

Nachdem in diesem ersten Kapitel das Forschungsziel der Entwicklung einer situativen Theorie der Potenziale von Private Equity im Kontext der Unternehmenskrise definiert und die Formulierung der Hilfsfragestellungen vorgenommen wurde, erfolgt in Kapitel 2 die Erarbeitung der situativen Grundlagen der Unternehmenskrise, ihrer Früherkennung sowie Überwindung. Die Definition und Abgrenzung unterschiedlicher Krisenarten und -stadien wird im weiteren Verlauf der Arbeit wieder aufgegriffen, um entsprechende Aussagen und Erwartungshaltungen ableiten und festlegen zu können. Es wird deutlich, dass die

Wiedererlangung der eingeschränkten finanziellen Handlungsspielräume nicht nur der Schlüsselerfolgssfaktor zur Sanierung ist, sondern dass die finanziellen Spielräume andere eingeschränkte Handlungsmöglichkeiten kompensieren können.

Aus diesem Grund widmet sich das 3. Kapitel der Finanzierung, dem Instrument zur Wiedererlangung von Handlungsspielräumen. Bevor jedoch diskutiert wird, wie sich Unternehmen Kapital beschaffen können, erfolgt die Betrachtung des finanzierungstheoretischen Fundaments. Dazu werden Finanzierungstheorien diskutiert und entsprechende Aussagen vor dem Hintergrund der aktuellen Corporate-Finance-Diskussion abgeleitet. Aufgrund des Schwerpunktes der vorliegenden Arbeit wird die Vorstellung der Finanzierungsform Private Equity im folgenden 4. Kapitel vorgenommen. Dabei werden auch die Potentiale zur Generierung von Wettbewerbsvorteilen durch die Betreuungskomponente im Vergleich zu anderen Finanzierungsformen untersucht.

Eine erste kritische Reflexion und Wertung der gewonnenen Erkenntnisse findet bereits im 5. Kapitel im Rahmen der analytischen Betrachtung von Private Equity statt. Aus der finanzierungstheoretischen Betrachtung ergibt sich dabei, dass mit Private Equity besondere Eigenschaften verbunden sind, die sich komplementär zu den besonderen situativen Umfeldbedingungen der Unternehmenskrise verhalten. Dadurch werden die mit Private Equity verknüpften Möglichkeiten zunächst analytisch betrachtet. Die Erforschung des Herausbildens eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften sowie des Overhang-of-Funds und der Zusammenhänge zur zunehmenden Bedeutung von Turnaround-Investitionen schließen das Kapitel mit entsprechenden Implikationen für Private-Equity-Gesellschaften ab. Erkenntnisse, die sich an dieser Stelle ergeben, werden in den folgenden Kapiteln 6 und 7 erneut aufgegriffen und zusammengeführt.

Die Entwicklung des Analyserasters sowie die Durchführung der Bewertung mithilfe dieses Rasters bilden die entscheidende Möglichkeit zur Überprüfung der bislang erforschten Zusammenhänge. Basierend auf den im Verlauf der Arbeit gewonnenen Erkenntnissen wird dazu in Kapitel 6 ein Analyseraster entwickelt, welches es erlaubt, sämtliche in der Krise relevanten Finanzierungsformen gegenüberzustellen und zu untersuchen. Die entsprechende Untersuchung wird im folgenden 7. Kapitel vorgenommen. Das 8. Kapitel vereint abschließend sowohl die Erkenntnisse aus der finanzierungstheoretischen Betrachtung und Analyse als auch aus der Untersuchung der Finanzierungsformen. Darüber hinaus findet in diesem Kapitel schwerpunktmäßig eine Reflexion bezüglich der anfangs formulierten Erwartungshaltung hinsichtlich der antizipierten Eignung von Private Equity statt. Kapitel 9 schließt die Arbeit mit einer Zusammenfassung und einem Ausblick ab. Im Rahmen dieser Zusammenfassung wird ebenfalls ein Überblick zum Beitrag der vorliegenden Arbeit zur wissenschaftlichen Literatur und zum aktuellen Stand der Forschung gegeben. Dabei wird auf die Bereiche Finanzierungstheorie, Unternehmenskrise und insbesondere Private Equity eingegangen. Außerdem zeigt der Ausblick auf, welche Entwicklungen in Zukunft zu erwarten sind und welche Forschungsströmungen voraussichtlich vorherrschen werden.

## 2. Unternehmenskrise, Früherkennung und Sanierung

Kern der Untersuchung ist die Analyse der antizipierten Potentiale von Private Equity in der Situation der Unternehmenskrise. Um eine überprüfbare Aussage treffen zu können, muss letztlich auch der Vergleich mit weiteren Finanzierungsformen in dieser besonderen Situation erfolgen. Zunächst sollen daher in diesem 2. Kapitel die situativen Grundlagen der Unternehmenskrise betrachtet werden. Dieses Wissen bezüglich des situativen Kontextes ist in der Folge zur Beurteilung von Finanzierungsformen unerlässlich. Im weiteren Verlauf der Arbeit leiten sich daraus die Beurteilungskriterien ab, mit deren Hilfe die Untersuchung der Vorteilhaftigkeit durchgeführt wird. Aufgrund sachlich und zeitlich unterschiedlicher Anknüpfungspunkte der Finanzierungsformen ist auch der Krisenzyklus, die Früherkennung und die Überwindung der Krise zu betrachten, wodurch die rechtzeitige Identifikation sowie die Sanierung des entsprechenden Unternehmens integrale Bestandteile zur Vollständigkeit der Analyse bilden. Gerade vor dem aktuellen Hintergrund der Finanzkrise werden Unternehmenskrisen und ihre Auswirkungen häufig diskutiert. Alleine die im März 2009 drohenden Insolvenzen der drei US-amerikanischen Automobilkonzerne Ford, General Motors und Chrysler betreffen hunderttausende Arbeitsplätze. Dieser Arbeitsplatzverlust hätte weitreichende und dramatische makroökonomische Folgen, die heute noch nicht in letzter Konsequenz absehbar sind. In Abschnitt 2.1 wird herausgearbeitet, dass der Begriff „Unternehmenskrise“ durch seine rechtliche und wirtschaftliche Auslegung sehr vielschichtig ist. Dies ist im weiteren Verlauf der Arbeit besonders hilfreich, wenn der Einordnung der Krise zur situationsspezifischen Sanierung eine besondere Bedeutung zukommt. So basieren die Entwicklung des Analyserasters zur Untersuchung der Finanzierungsformen sowie die abschließende Beurteilung und finanzierungstheoretische Reflexion auf dem in diesem Kapitel diskutierten Krisen-Einteilungsschema. Auf der anderen Seite wird besonders deutlich, dass sich jede Krise, wird sie nicht eingedämmt, in der Einschränkung unternehmerischer Handlungsspielräume niederschlägt. Zur Vermeidung von Unternehmenskrisen sollten die Unternehmen über ein Instrumentarium verfügen, welches diese Situation präventiv verhindert. Abschnitt 2.2 geht aus diesem Grund auf geeignete Früherkennungssysteme ein. Gelingt die Krisenvermeidung trotz frühzeitiger Erkennung dennoch nicht, müssen Maßnahmen zur Sanierung des Unternehmens getroffen werden. Dabei besitzt die Wiedererlangung der verlorengegangenen und eingeschränkten Handlungsspielräume, wie sie in Abschnitt 2.3 im Rahmen der Erfolgsfaktoren der Sanierung bzw. Restrukturierung erläutert wird, oberste Priorität. Insbesondere den finanziellen Handlungsspielräumen kommt eine besondere Rolle zu, da sie die besondere Eigenschaft besitzen, eingeschränkte Spielräume in anderen Unternehmensbereichen zu kompensieren. Das 6. Kapitel zur Entwicklung des Analyserasters greift im Rahmen der Ableitung der Beurteilungskriterien auf die Ergebnisse dieses 2. Kapitels zurück.

## 2.1 Unternehmenskrise – Charakterisierung und Einteilung

Die Daten des Statistischen Bundesamts (2008) belegen, dass es in den letzten zehn Jahren in Deutschland jährlich zwischen dreißig- und vierzigtausend Unternehmensinsolvenzen gab. Nicht nur diese hohe Anzahl lässt erkennen, dass es für jedes Unternehmen unumgänglich ist, über ein System zu verfügen, welches zur Erkennung und Bewältigung von Unternehmenskrisen geeignet ist. Sowohl exogene Einflüsse wie bspw. die Wettbewerbssituation oder aktuell die Finanzkrise, als auch endogene Faktoren wie bspw. Fehler bei der Kapazitätsplanung, führen häufig dazu, dass Unternehmen in eine Krise geraten. Sind Großunternehmen in Unternehmenskrisen verwickelt wie bspw. General Motors und Infineon im Jahr 2005 oder die Siemens Handy Sparte BenQ im Jahr 2006, findet dies in der Öffentlichkeit durch eine erhöhte Publizität deutlich mehr Beachtung, als dies bei kleinen und mittelständischen Unternehmen der Fall ist. Bea und Kötzle (1983: 565) weisen in diesem Zusammenhang zu Recht darauf hin, dass mittelständische Unternehmen bei gesamtwirtschaftlicher Betrachtungsweise mindestens ebenso bedeutend sind wie Großunternehmen. Anhaltende Reformdiskussionen reflektieren zudem die Tatsache, dass die Zusammenbrüche nicht nur auf individuelles Fehlverhalten zurückgeführt werden können, sondern auch bestehende Institutionen bzw. Systeme der Unternehmensüberwachung versagt haben. Coenenberg et al. (1997: 989-997) weisen darauf hin, dass es aus eben jenen Gründen zu einer Vielzahl an Gesetzesneuerungen kam. Dazu zählen sowohl die nationalen Regelungen, wie die des KonTraG und TransPuG (Bundesministerium der Justiz 1997 und 2002) oder der in 2008 vorgelegte Regierungsentwurf zum BilMoG als Folge der Änderungen der zugrundeliegenden EU-Richtlinien, als auch die internationalen Regelungen der 4., 7. und 8. EU-Richtlinie (KPMG 2008 und 2009) und des Sarbanes-Oxley-Acts (KPMG 2006).

Es ist für Unternehmen essentiell, über Einrichtungen zu verfügen, die frühzeitig Schwachstellen aufdecken und schon in einem frühen Stadium eine Abwehr von Krisen sicherstellen. Daher muss sich jedes Unternehmen mit Krisen und deren Merkmalen sowie Indikatoren auseinandersetzen und ein entsprechendes Instrumentarium etablieren, welches sich zur Erkennung und Überwindung von Krisen eignet. Zunächst ist dafür die Einteilung nach Krisenarten und somit die Unterscheidung in betriebswirtschaftliche und rechtliche Krise notwendig.

Nach Harz et al. (1999: 28) ist die Krise „[...] das Endstadium des vom Unternehmen ungewollten Prozesses, in dessen Verlauf sich die Erfolgspotenziale, das Reinvermögen und/oder die Liquidität des Unternehmens so ungünstig entwickeln, dass dessen Existenz bedroht ist“. In der Literatur herrscht eine gewisse Unschärfe bei der Definition von Unternehmenskrisen, denn nicht selten werden bereits bewältigungsbedürftige Probleme als Krise bezeichnet, die lediglich als Indiz für eine Krise dienen dürfen. Entscheidend bei der Beurteilung zum Vorliegen einer Krise ist jedoch die wirtschaftliche Gesamtsituation in der sich das entsprechende Unternehmen befindet. Die betriebswirtschaftliche Krise löst nicht gleich die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens aus. Sie kann aber im Gegenzug direkt dazu

führen, dass bei einem Geschäftsführer gewisse Rechtspflichten ausgelöst werden, deren schuldhafte Verletzung als strafbare Handlung gilt oder gar zu Schadensersatzansprüchen führt (§ 43 GmbHG regelt diese Rechtspflichten bspw. für den Geschäftsführer einer GmbH). Eine betriebswirtschaftliche Krise genügt demnach, um eine Schwachstellenanalyse im Unternehmen anzustoßen, Sanierungsmaßnahmen prüfen zu lassen und bei Bedarf durchzuführen. Geschieht dieser Prozess rechtzeitig, ist eine interne oder externe Sanierung, bspw. unter Einbeziehung der Unternehmensgläubiger, möglich. Ist die Bonität der Gesellschaft bereits so beschädigt, dass die Erlangung eines Kredites oder eines Darlehens nicht oder zumindest nicht mehr zu Marktbedingungen möglich ist, kann unter Umständen nur noch durch einen Gesellschafter notwendige Liquidität geschaffen werden. Dieser Zustand charakterisiert die rechtliche Krise. Im Unterschied zu Fremdkapital, welches bspw. von Banken oder ähnlichen Finanzdienstleistern zur Verfügung gestellt wird, werden die von Gesellschaftern überlassenen finanziellen Mittel in einem Insolvenzverfahren unter gewissen Voraussetzungen mit Stammkapital gleichgesetzt (Das GmbHG regelt diesen Sachverhalt in den §§ 32a und 32b, über § 172a HGB erfolgt die Anwendung analog für die GmbH & Co. KG sowie für die KG und die BGH Rechtsprechung dehnt die Regelungen des GmbHG unter gewissen Voraussetzungen auch auf die AG sowie die KGaA aus). Eine zusätzliche Besonderheit des von Gesellschaftern zur Verfügung gestellten Vermögens ist, dass bei einem Fortschreiten der Unternehmenskrise ein Auszahlungsverbot beachtet werden muss, demzufolge das zur Erhaltung des Stammkapitals notwendige Vermögen der Gesellschaft nicht an die Gesellschafter ausgezahlt werden darf (Abschnitt 2.1.1 erläutert die Kapitalausstattungs- und Kapitalerhaltungsgrundsätze, im Rahmen derer die Auszahlungsverbote geregelt sind).

Von besonderer Bedeutung ist die erweiterte Abgrenzung, die Fiedler (2006: 1005-1014) vornimmt, indem er in die betriebswirtschaftliche und rechtliche Krise von der insolvenzrechtlichen Krise, die weitergehende besondere Handlungspflichten der Geschäftsführung auslöst, unterscheidet. Danach liegt eine Krise im insolvenzrechtlichen Sinn vor, wenn eine Zahlungsunfähigkeit und/oder Überschuldung des Unternehmens eingetreten ist. Somit muss ein Unternehmen, welches sich, beurteilt anhand betriebswirtschaftlicher Kriterien, in einer Unternehmenskrise befindet, nicht zwangsweise zahlungsunfähig oder überschuldet sein. Eine Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung ist in der Regel die Folge einer unbewältigten betriebswirtschaftlichen Krise. Um die insolvenzrechtliche Krise der betriebswirtschaftlichen und rechtlichen Krise in der Praxis per Definition näher zuzuordnen, wurde durch § 18 der Insolvenzordnung (InsO) der Insolvenzgrund der Zahlungsunfähigkeit eingeführt. Danach ist der Schuldner bereits bei drohender Zahlungsunfähigkeit berechtigt, einen Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens zu stellen. Eine entsprechende Pflicht zur Stellung des Insolvenzantrags besteht hingegen nicht, solange die Zahlungsunfähigkeit lediglich droht. Die drohende Zahlungsunfähigkeit löst aber dennoch bestimmte Handlungspflichten für das Management des Unternehmens aus, da bestimmte Verhaltensweisen ab dem Zeitpunkt

drohender Zahlungsunfähigkeit im Rahmen diverser Insolvenzdelikte strafrechtlich relevant werden. So hat der Geschäftsführer eines Unternehmens ohne schuldhaftes Zögern, spätestens jedoch drei Wochen nach Eintritt des Insolvenzgrundes, die Eröffnung des Insolvenzverfahrens zu beantragen (§ 64 GmbHG, § 92 AktG, § 130a HGB). Es ist offensichtlich, dass in der Kürze dieser Frist außergerichtliche Sanierungsanstrengungen kaum zu verwirklichen sind. Uhlenbruck (2003: 3) sowie Fiedler (2006: 2000) weisen darauf hin, dass das Insolvenzrecht aufgrund seiner Auslegung, die die Liquidation der Unternehmen und Befriedigung der Gläubiger präferiert, zur betriebswirtschaftlichen Sanierung des Unternehmens aufgrund des Zwangs zum Insolvenzantrag nicht geeignet sei. Auch nach der Neuerung des Insolvenzrechtes im Jahre 1994 hat die Befriedigung der Gläubiger klar Vorrang vor den Interessen des Schuldners. Uhlenbruck (1994a: 19) erkennt, dass die Liquidation lediglich als Mittel betrachtet wird, durch die Verwertung des Schuldnervermögens die Gläubiger des Unternehmens zu befriedigen. Eine Rettung des Unternehmens oder zumindest seine Verwertung als Ganzes, durch welche sich der Schuldner in der Regel klar besser stellen würde, sei somit abgelehnt worden. Die folgende Abbildung verdeutlicht den Zusammenhang zwischen Krisenart und -stadium, Erkennbarkeit sowie Chancen einer erfolgreichen Krisenbewältigung.

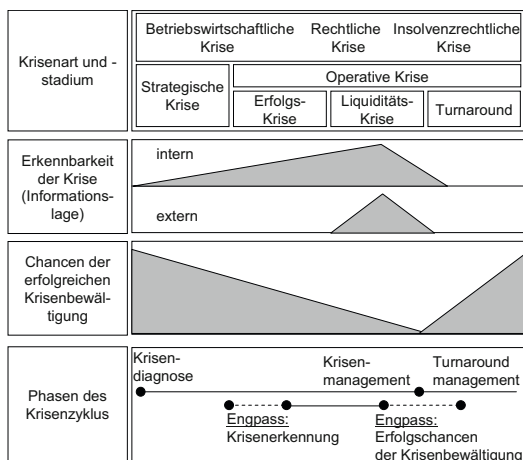


Abbildung 4: Charakterisierung der Krisen (Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Bickhoff und Eilenberger 2004: 9).

Die Einteilung in die betriebswirtschaftliche, die rechtliche und die insolvenzrechtliche Krise sowie die Vielfalt an weiteren Einteilungskriterien, Sub-Phasen und Erkennungsmöglichkeiten führen dazu, dass die Möglichkeiten zur Krisenabwehr und Überwindung ein sehr großes Spektrum aufweisen. Für ein Unternehmen sind zunächst die Phase und die Art der Krise von Bedeutung. Steuert ein Unternehmen auf eine Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung zu, so

wird der rechtlich zugelassene Handlungsspielraum des Unternehmens weiter eingeengt, wohingegen die Handlungspflichten des Geschäftsführers anwachsen. Es ist daher unumgänglich, die rechtlich bedeutsamen Merkmale und Phasen einer Krise zu charakterisieren, die für den Geschäftsführer und Gesellschafter mit entsprechenden Rechtspflichten einhergehen.

Erst nachdem geklärt ist, welche Art und insbesondere welches Stadium der Krise vorliegt, kann eruiert werden, welche Maßnahmen zur Krisenbewältigung erfolgversprechend sind. Die Definitionen der drei Krisenarten wurden bislang vor dem Hintergrund des Zeitverlaufes als Unterscheidungskriterium vorgenommen. Die nicht erfolgte Bewältigung der betriebswirtschaftlichen Krise führt zur rechtlichen Krise. Wird wiederum die rechtliche Krise nicht durch das Unternehmen bewältigt, schlägt sich dies in der insolvenzrechtlichen Krise nieder. Zur Untersuchung der Maßnahmen der Restrukturierung und Sanierung scheint es jedoch zweckmäßig, die Krisen nicht nur zeitlich, sondern, analog zur grafischen Übersicht, auch inhaltlich zu unterscheiden. Dabei hilft die Einteilung in strategische Krisen und operative Krisen, wie sie das Institut der Wirtschaftsprüfer IDW vornimmt (IDW 2002, Band II: 26-31). Danach zeichnen sich strategische Krisen dadurch aus, dass langfristige Erfolgspotenziale gestört und strategische Ziele verfehlt werden. Operative Krisen äußern sich in Form von Erfolgs- bzw. Ergebnis- oder Ertragskrisen sowie Liquiditätskrisen. Sowohl die strategische als auch die operative Krise führen zeitlich durch die betriebswirtschaftliche, die rechtliche und die insolvenzrechtliche Krise. So sind operative Krisen häufig die Folge von strategischen Krisen. Das Stadium der strategischen Krise ist geprägt durch eine Verschlechterung der eigenen Wettbewerbsposition im Markt. Haghani (2004: 49-52) führt jedoch aus, dass meist nur sehr schwache Signale erkennbar seien und das Erkennen der strategischen Krise somit ein erhöhtes Maß an Sensibilität bzw. ein adäquates Instrumentarium erfordert. Unternehmen in einer strategischen Krise erwirtschaften zumeist noch durchaus positive Ergebnisse, wodurch der Handlungsdruck nicht als zu hoch wahrgenommen wird. Wird die strategische Krise nicht bewältigt, führt dies das Unternehmen in die Erfolgskrise. In diesem Stadium wird das Unternehmen seine Gewinn- und Rentabilitätsziele bereits verfehlen. Die Erfolgskrise kann daraufhin kurz- bis mittelfristig zur Liquiditätskrise führen und bei ausbleibender Sanierung bzw. Restrukturierung in der Insolvenz des Unternehmens enden. Die zunehmende Existenzbedrohung im Ablauf der einzelnen Krisenstadien erhöht auf der einen Seite den Handlungsdruck auf das Unternehmen und schränkt auf der anderen Seite gleichzeitig den verbleibenden Handlungsspielraum zunehmend ein. Die folgenden Abschnitte 2.1.1 und 2.1.2 stellen diesen Trade-off aus Handlungsspielraum und Handlungsdruck dar und widmen sich dabei den Kapitalausstattungs- und Kapitalerhaltungsgrundsätzen sowie den Folgen der Unternehmenskrise.

### 2.1.1 Kapitalausstattungs- und Kapitalerhaltungsgrundsätze

Der Gesetzgeber hat, über die verschiedenen Krisenarten und -stadien hinweg, für die verschiedenen Gesellschaftsformen entsprechende Grundsätze im Zusammenhang mit der Insolvenzthematik vorgeschrieben. Dazu zählen:

- Eigenkapitalersetzende Leistungen,
- Unterbilanz,
- Überschuldung,
- Zahlungsunfähigkeit sowie drohende Zahlungsunfähigkeit.

Im Folgenden wird auf diese sogenannten Kapitalausstattungs- und Kapitalerhaltungsgrundsätze näher eingegangen.

#### 2.1.1.1 Eigenkapitalersetzende Leistungen

Grundsätzlich hat ein Gesellschafter die Freiheit, sich in Art und Umfang einer Finanzierung der Gesellschaft selbst festzulegen. Darunter fällt auch die Entscheidung, in welchem Maße Eigen- und Fremdkapital eingesetzt wird. Ist das gesetzlich vorgeschriebene Haftungskapital aufgebracht, wurde der Pflicht zur Kapitalausstattung der Gesellschaft nachgekommen. Betrachtet man jedoch aus Sicht eines Gläubigers die Gesellschaft und stellt fest, dass eine eindeutig unzureichende Kapitalausstattung vorliegt, so wird zu Recht teilweise in der Literatur darauf verwiesen, dass die materielle Unterkapitalisierung einer Gesellschaft auch zu einer unmittelbaren Außenhaftung der Gesellschafter führen sollte (Einen entsprechenden Überblick dazu gibt Abschnitt 2.1.2). Diese Forderung bezieht sich jedoch nur auf beschränkt haftende Gesellschaften, an denen keine natürliche Person als persönlich haftender Gesellschafter beteiligt ist, denn dabei wäre bereits nach den §§ 128 und 161 II HGB eine unbeschränkte Gesellschafterhaftung gegeben. Gerade im Bereich des deutschen Mittelstands, bei dem die durchschnittliche Eigenkapitalquote (gemäß Sparkassen-Finanzgruppe 2006) unter 10% beträgt, wird deutlich, dass sich viele Unternehmen im Bereich der Unterkapitalisierung befinden und so latent Gefahr laufen, in die Haftung gezogen zu werden. Ein rechtlicher Tatbestand dieser beschriebenen qualitativen Unterkapitalisierung liegt jedoch nicht vor.

Im Gegensatz dazu existieren exakt definierte Kriterien für eine nominelle Unterkapitalisierung. Dieser Tatbestand liegt dann vor, wenn der zusätzliche Kapitalbedarf eines Unternehmens nicht durch Eigenkapital, sondern nur durch die Aufnahme von Fremdkapital, insbesondere durch Gesellschafterdarlehen rechnerisch abgedeckt wird. Ein Gesellschafter kann nach § 32a GmbHG die Rückgewähr eines Darlehens nur als nachrangiger Insolvenzgläubiger fordern, wenn das Darlehen als Ausgleich einer Unterkapitalisierung der Zuführung von Eigenkapital im Sinne von ordentlichen Kaufleuten erfolgte. Entsprechendes gilt auch für Bürgschaften und Garantien, die zur Absicherung der Beschaffung von Darlehen im Sinne einer Sicherheit dienen (§ 32a III GmbHG). Grundsätzlich liegt ein eigenkapitalersetzendes Darlehen danach dann vor, wenn



- ein Gesellschafter das Darlehen gibt, d.h. einerseits eine Verbindung zwischen Darlehen und der Gesellschafterstellung besteht und
- dieses Gesellschafterdarlehen andererseits notwendiges Eigenkapital (in der Unternehmenskrise) ersetzt.

Eigenkapitalersetzende Darlehen können erst dann zurückgezahlt werden, wenn die übrigen Gläubiger des Unternehmens nicht mehr von der Krisensituation gefährdet sind. Diese Regelung entspricht quasi einer Auszahlungssperre. Nach Schulze-Osterloh (1996: 97-104) gleicht das eigenkapitalersetzende Darlehen somit während der Situation der Unternehmenskrise einem Darlehen, welches mit einem Rangrücktritt versehen ist. Der Unterschied liegt jedoch darin, dass nach Bewältigung der Krisensituation das eigenkapitalersetzende Darlehen diese ihm immanente Funktion verliert und somit wieder rückzahlungsfähig wird. Durch die Neuerung der Insolvenzordnung im Jahr 1999 werden Gesellschafter, die dem Unternehmen ein Darlehen gewährt haben, automatisch zu nachrangigen Gläubigern. Im Insolvenzplanverfahren gelten Forderungen nachrangiger Insolvenzgläubiger als erlassen. Handelt es sich bei der Gewährung eines Darlehens durch den Gesellschafter nicht um monetäre Größen, sondern um andere Aktiva wie bspw. Grundstücke und Gebäude, können diese auch eigenkapitalersetzend wirken. Dies ist dann der Fall, wenn die Konditionen der Nutzungsüberlassung für die Gesellschaft deutlich günstiger sind, als dies unter marktüblichen Bedingungen von einem Dritten zu erbringen wäre. Bei eigenkapitalersetzenden Sicherheiten gilt die Regelung zu eigenkapitalersetzenden Darlehen analog.

#### 2.1.1.2 Unterbilanz

Eine Unterbilanz liegt vor, wenn das Reinvermögen in der Bilanz der Gesellschaft das Grund- bzw. Stammkapital nicht mehr deckt (§ 63 GmbHG). Nach Fiedler (2006: 1239 i.V.m. 2023) sowie Hachenburg und Ulmer (1997: § 63 GmbHG: 19) ist dies dann der Fall, wenn die Aktiva verringert um die Rückstellungen und Verbindlichkeiten nicht mehr den Nominalbetrag des Grund- bzw. Stammkapitals ergeben. Die Wirksamkeit und somit der Zeitpunkt der Berücksichtigung in der Bilanz hängt entscheidend von der Eintragung im Handelsregister ab. Es gibt jedoch die Ausnahme der vereinfachten Kapitalherabsetzung oder -heraufsetzung. Dabei wirken derartige Sachverhalte auf vor ihrer Eintragung festgestellte Bilanzen zurück. Durch diese Rückbeziehung kann insbesondere die vereinfachte Kapitalherabsetzung als Buchsanierung dienen und somit zum Ausgleich von Bilanzverlusten führen. In Verbindung mit einer Kapitalerhöhung gegen Bareinlage dient sie sogar als Vorstufe zu einer Gesamtsanierung von Kapitalgesellschaften, die in eine Unternehmenskrise geraten und somit nach rechtlichen Gesichtspunkten notleidend sind. Diese vereinfachte Kapitalherabsetzung, die zur Sanierung des Unternehmens beiträgt, beseitigt durch die anschließende Kapitalerhöhung durch Bareinlage nicht nur die aufgelaufenen Verluste, die zur Unterbilanz bzw. Überschuldung geführt haben, sondern schafft auch neue Liquidität und Kreditwürdigkeit. Dadurch

entstehen in der Folge positive Effekte für eine mögliche Sanierung. Bei der vereinfachten Kapitalherabsetzung wird das Kapital im Nominalwert herabgesetzt. Hierdurch fließen keine Mittel zur Verteilung an die Gesellschafter zurück, wie es bei der ordentlichen Kapitalherabsetzung der Fall sein kann. Jedoch ist die vereinfachte Kapitalherabsetzung nur in Verbindung mit einer gleichzeitig beschlossenen Kapitalerhöhung möglich.

### 2.1.1.3 Überschuldung

Eine zunehmende Realisierung von Verlusten führt die Gesellschaft von der Unterbilanz zur Überschuldung. Nach § 19 ff. InsO tritt diese ein, wenn die Verluste 100% des Grund- bzw. Stammkapitals überschreiten. Dies bedeutet, dass das Vermögen der Gesellschaft nicht mehr ausreichend ist, um die bestehenden Verbindlichkeiten zu decken. Diese Definition gilt jedoch nur für diejenigen Unternehmen, die in der Rechtsform einer juristischen Person betrieben werden oder an denen keine natürliche Person als unbeschränkt haftender Gesellschafter beteiligt ist (§ 19 I und III InsO). Die Überschuldung bildet somit neben der Zahlungsunfähigkeit einen zusätzlichen Grund zur Eröffnung des Insolvenzverfahrens, weil die Haftungsbeschränkung auf das Gesellschaftsvermögen die Rückzahlung der Forderungen Dritter an die Gesellschaft gefährdet. Fiedler (2006) sowie Harz et al. (1999) weisen jedoch darauf hin, dass in Literatur und Rechtsprechung von einem zweistufigen Überschuldungsbegriff gesprochen wird. Die rechnerische Überschuldung gilt dann als eingetreten, wenn das Vermögen bei Ansatz zu Liquidationswerten unter Einbeziehung stiller Reserven die bestehenden Verbindlichkeiten des Unternehmens nicht mehr deckt. Der zweite Überschuldungsbegriff bezieht die Fortführungsprognose mit ein. Die Fortführungsprognose ist negativ bzw. gilt als nicht erfüllt, wenn die Finanzkraft des Unternehmens nach überwiegender Wahrscheinlichkeit mittelfristig nicht zur Fortführung der Unternehmung ausreicht (Fiedler 2006: 2023-2024 sowie Harz et al. 1999: 51). Den eigentlichen Auslöser des Tatbestandes der Insolvenz stellt jedoch erst die rechtliche Überschuldung dar. Praktische Schwierigkeiten bestehen insbesondere bei der Einschätzung der Fortführungsprognose. Kuhn und Uhlenbruck (1998: § 102: 5) erkannten bereits vor dessen endgültigem Erscheinen, dass auch das neue Insolvenzrecht von 1999 die praktischen Probleme zur Beurteilung einer Fortführung der Unternehmung nicht zu lösen vermag, denn die erforderliche Einzelfallprüfung zur Feststellung der Überschuldung kann durch ein Gesetz nicht erfolgen. Eine positive Fortführungsprognose liegt vor, wenn die Gesellschaft gegenwärtig und zukünftig in der Lage ist bzw. sein wird, ihre Verbindlichkeiten zu den entsprechenden Fälligkeiten bedienen zu können (Bei Kuhn und Uhlenbruck 1998 finden sich entsprechende Ausführungen, die die zugrundeliegenden Verfahren näher erläutern).

Die Überschuldungsprüfung nach der InsO geht davon aus, dass eine positive Fortführungsprognose trotz des Tatbestandes der Überschuldung vorliegen kann. Der Vorteil der positiven Fortführungsprognose ist die Bewertung des Vermögens zu Fortführungswerten

statt zu Liquidationswerten. § 19 II S. 2 der InsO sieht vor, dass das Vermögen der Gesellschaft dann zu Fortführungswerten zu bewerten ist, wenn die Fortführung den Umständen nach überwiegend wahrscheinlich ist. Erst wenn auch die Überschuldungsbilanz bei Ansatz der Aktiva nicht nur mehr nach Liquidationswerten, sondern auch nach Going-concern- bzw. Fortführungswerten zu einer rechnerischen Überschuldung führt, ist der Insolvenzgrund trotz positiver Fortführungsprognose gegeben. Die folgende Abbildung verdeutlicht den Zusammenhang zwischen Fortbestehungsprognose, Überschuldungsstatus und Insolvenzantragspflicht.

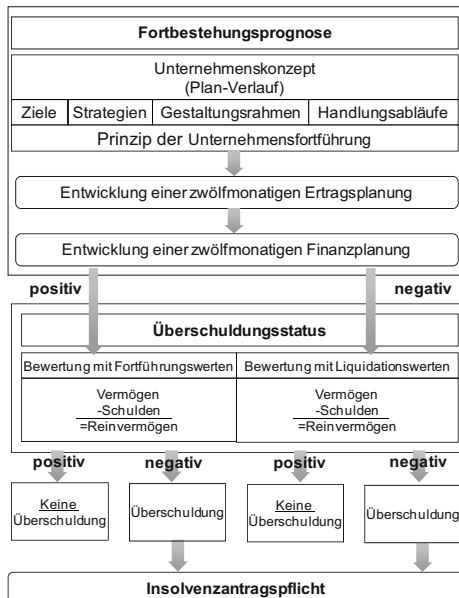


Abbildung 5: Fortbestehungsprognose (Quelle: Harz et al. 1999: 50).

Zur Feststellung der rechnerischen Überschuldung ist die Aufstellung einer Überschuldungsbilanz notwendig. Gesetzliche Auflagen, wie die Erstellung dieser Sonderbilanz nach handels- oder steuerrechtlichen Vorgaben, existieren nicht. In die Bilanz sind die Vermögenswerte und Schulden dergestalt aufzunehmen, wie sie an dem Tag der Erstellung tatsächlich bzw. vertraglich zu bewerten sind. Grundsätzlich ist dabei von Liquidationswerten auszugehen, da gerade durch die Überschuldungsbilanz festgestellt werden soll, ob das vorhandene Vermögen der Gesellschaft ausreicht, um die Gläubiger des Unternehmens zu befriedigen.

#### 2.1.1.4 Zahlungsunfähigkeit und drohende Zahlungsunfähigkeit

Ergänzend zu § 17 I und II InsO, der den Tatbestand der Zahlungsunfähigkeit regelt, wurde der Begriff der drohenden Zahlungsunfähigkeit in § 18 InsO eingeführt. Dadurch ist ein weiterer

Grund zur Eröffnung des Insolvenzverfahrens geschaffen worden. Nach § 17 II S. 1 InsO wird ein Schuldner als zahlungsunfähig definiert, wenn er nicht mehr in der Lage ist, seine fälligen Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen. Die Neuerung des § 18 InsO zielt nun darauf ab, das Insolvenzverfahren rechtzeitig auszulösen. Jedoch führt die drohende Zahlungsunfähigkeit nur dann zu einer Eröffnung des Insolvenzverfahrens, wenn der Antrag, im Gegensatz zum bestehenden § 17 InsO, vom Schuldner selbst gestellt wird. Dies eröffnet dem Schuldner die Möglichkeit, der Einzelzwangsvollstreckung seiner Vermögenswerte durch die Gläubiger zu entgehen, wenn er sich rechtzeitig um eine Sanierung bzw. ein Sanierungskonzept kümmert. Gläubiger haben keinen gesetzlichen Anspruch auf die Beantragung der drohenden Zahlungsunfähigkeit, um diese nicht mit einem Druckmittel auszustatten, welches sie in die Lage versetzen würde, außergerichtliche Sanierungsbemühungen beeinträchtigen zu können. Der Schuldner hingegen erlangt durch die drohende Zahlungsunfähigkeit die Möglichkeit, durch das einzuleitende Insolvenzverfahren die Sanierung des Unternehmens voranzutreiben.

Gemäß § 18 InsO droht eine Gesellschaft bzw. ein Schuldner zahlungsunfähig zu werden, wenn er voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungsverpflichtungen im Zeitpunkt ihrer Fälligkeit zu erfüllen. Dabei richtet sich der Zeitraum, für den diese Prognose getroffen werden muss, nach der Laufzeit bzw. Fälligkeit aller bestehenden Verbindlichkeiten. Die Einnahmen-Ausgaben-Rechnung bzw. die Gegenüberstellung von Liquiditätszu- und -abflüssen muss für diesen Prognosezeitraum dazu führen, dass das Unternehmen den bereits fälligen bzw. fällig werdenden Verpflichtungen nachkommen kann.

Um die drohende Zahlungsunfähigkeit festzustellen bedarf es eines Finanzplans der es erlaubt, alle bestehenden Schulden unabhängig von ihrer Fälligkeit mit einzubeziehen. Dieser Finanzplan hat dabei auch eine detaillierte Liquiditätsübersicht zu enthalten (Böcking und Dutzi 2007:441 weisen darauf hin, dass durch die Verpflichtung zur Prüfung der drohenden Zahlungsunfähigkeit der heute vielfach diskutierte und geforderte Solvenztest bereits implizit durchgeführt wird). Den voraussichtlichen Einnahmen müssen daraufhin auch die zukünftigen, sicher zu erwartenden Ausgaben und Zahlungsverpflichtungen gegenübergestellt werden. Sobald der Eintritt der Zahlungsunfähigkeit wahrscheinlicher ist als deren Vermeidung, ist nach Uhlenbruck (1994b: 169) die Befriedigung der Gläubiger nach der Definition des § 18 InsO so stark gefährdet, dass die Eröffnung des Insolvenzverfahrens zu erfolgen hat.

### 2.1.2 Folgen vor bzw. nach Eintritt der Insolvenz

Sind die Risikomanagement- und Krisenfrüherkennungssysteme nicht in der Lage, den Fall der Krise zu vermeiden, treten gewisse rechtliche Folgen ein und lösen darüber hinaus weitere Handlungspflichten aus. Dafür muss die Insolvenz noch nicht notwendigerweise vorliegen. Im weiteren Verlauf dieses Abschnitts wird daher auf die Folgen und Handlungspflichten der beteiligten Interessensgruppen, unterschieden in die beiden Phasen vor bzw. nach Eintritt der Insolvenz, näher eingegangen.

Die Handlungspflichten der beteiligten Interessensgruppen vor Eintritt der Insolvenz lassen sich in gesellschaftsinterne und -externe Pflichten unterteilen. Neben den in den vorangegangenen Abschnitten beschriebenen Tatbeständen regelt der § 43 GmbHG weitere, gesellschaftsinterne Obliegenheiten eines Geschäftsführers der GmbH, die sich auf den Zeitraum vor Eintritt der Insolvenz anwenden lassen. So muss ein Geschäftsführer die Gesellschaft nach § 43 I GmbHG mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes führen. Nach § 43 II GmbHG haftet er bei nachweislicher Missachtung solidarisch für den entstandenen Schaden. § 93 I S.1 AktG regelt Entsprechendes für die Vorstandsmitglieder einer Aktiengesellschaft, indem den Vorständen die Obliegenheit aufgetragen wird, die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsführers anzuwenden. Ähnlich zur GmbH reguliert der § 93 II S.1 AktG, dass bei einer Pflichtverletzung die Vorstände gegenüber der Gesellschaft zum Ersatz des daraus entstandenen Schadens als Gesamtschuldner verpflichtet sind. Daraus ergibt sich, dass Geschäftsführer und Vorstandsmitglieder ihre entsprechende Gesellschaft grundsätzlich unter Berücksichtigung betriebswirtschaftlicher Erkenntnisse und unter Einhaltung jeglicher rechtlicher Beschränkungen zu leiten haben. Darüber hinaus sind sie verpflichtet, die wirtschaftliche Lage des Unternehmens ständig zu überwachen. Geschäftsführer und Vorstände haben sich laufend ein aktuelles Bild über die Lage, die Rentabilität, die Liquidität, die Umsätze, die Marktstellung sowie den allgemeinen Geschäftsverlauf zu machen. Nach den §§ 264 und 289 HGB sind die Geschäftsführer und Vorstandsmitglieder mittlerer sowie großer Kapitalgesellschaften zudem verpflichtet, im Rahmen der Aufstellung des Jahresabschlusses einen Lagebericht aufzustellen. Dieser muss dabei so verfasst sein, dass er ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft wiedergibt. Eine sich abzeichnende Krise muss demzufolge auch im Lagebericht Berücksichtigung finden.

Insbesondere in der Unternehmenskrise können jedoch besondere Sachverhalte vorliegen, die dazu führen, dass die Geschäftsführer bzw. Vorstände nicht mehr nur im Innenverhältnis, sondern auch im Außenverhältnis in die Verantwortung gezogen werden. Daraus lassen sich gesellschaftsexterne Pflichten ableiten. So kann bspw. der Geschäftsführer der GmbH unmittelbar gegenüber den Gläubigern haften, wenn er mit Dritten ein Auftrags- bzw. Vertragsverhältnis eingeht, während sich sein Unternehmen bereits in einer Krise befindet, ohne den Kontrahenten darüber im Vorfeld in Kenntnis zu setzen. Nach Schmidt (2003a: 682) besteht jedoch keine Aufklärungspflicht, allerdings sei in diesem Fall das Interesse des Gläubigers an der Erfüllung bzw. Rückzahlung seiner Forderung maßgeblich. Ein weiterer wichtiger Grund zur Aufklärung liegt vor, wenn eine Überschuldung erkennbar zu einem Insolvenzverfahren führen wird. Bei drohender und eingetretener Zahlungsunfähigkeit muss der Geschäftsführer den Vertragspartner darüber aufklären, da der Vertragszweck erkennbar gefährdet ist (Schmidt 2003a: 685). Eine Aufklärungspflicht gegenüber Dritten betrifft jedoch in erster Linie die Gesellschaft selbst. Zur Haftung wird demnach die Gesellschaft, also die Vertretene herangezogen. Lediglich wenn der Geschäftsführer ein erhebliches Interesse daran

hegt, zu einem Vertragsabschluss zu kommen und dabei die Information einer wirtschaftlichen Schieflage seiner Gesellschaft nicht offenlegt, kann er ebenfalls zur Haftung herangezogen werden.

Auch nach dem Eintritt eines Insolvenzgrundes ergeben sich, wie bereits zuvor, besondere Folgehandlungen für Geschäftsführer bzw. Vorstände. Zunächst erfolgt die Definition der Pflicht und der Frist zur Anmeldung der Insolvenz.

Sobald das wirtschaftliche Risiko der Unternehmung ausschließlich die Gesellschaftsgläubiger tragen, liegt kein Gleichlauf von Gesellschafts- und Gesellschaftsgläubigerinteressen mehr vor. Erreicht ist dieser Zustand, wie in den vorangegangenen Abschnitten bereits diskutiert, wenn eine Überschuldung bzw. Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft vorliegt. Nach Haas (2004: 105) liegt ab diesem Zustand in der Unternehmensfortführung grundsätzlich eine höhere Gefährdung der Gläubigerpositionen vor, als in der Durchführung des Gesamtvollstreckungsverfahrens. § 64 I GmbHG verpflichtet den Geschäftsführer unverzüglich, spätestens jedoch drei Wochen nach Eintritt der Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung, den Insolvenzantrag zu stellen (Für Vorstände von Aktiengesellschaften gilt dies über § 92 II AktG analog).

Mit Eintritt der Tatbestände zur Anmeldung der Insolvenz verbleiben den Geschäftsführern bzw. Vorständen nicht mehr viele Alternativen und vor allen Dingen nicht mehr viel Zeit. Konkret bedeutet dies, dass ihnen drei Wochen zur Erfüllung ihrer Sanierungspflicht verbleiben. Vor dieser Pflicht kann sich ein Geschäftsführer bzw. Vorstand auch durch eine Amtsniederlegung nicht retten (Lutter und Hommelhoff 1995: § 64 GmbHG weisen auf die Unwirksamkeit eines entsprechenden Amtsniederlegungsantrags hin).

Im Falle einer Insolvenzverschleppung, d.h. einer schuldhaften Verletzung der Insolvenzantragsfrist durch Geschäftsführer bzw. Vorstand, können zivil- und strafrechtliche Ansprüche an die Gesellschaft oder die Insolvenzmasse geltend gemacht werden. Die organschaftlichen Vertreter sind zum Ersatz der Zahlungen verpflichtet, die nach Eintritt des Insolvenzgrundes geleistet wurden. Dadurch soll das Vermögen der Gesellschaft für die Gläubiger erhalten und eine Reduktion der Masse der Gesellschaft nach Insolvenzreife vermieden werden (Zur Außenhaftung des Geschäftsführers wegen verspäteter Antragstellung kann § 823 II BGB i.V.m. § 64 I GmbHG herangezogen werden). Die dreiwöchige Frist zur Stellung des Insolvenzantrages dient dem Schutz der Interessen der Gläubiger. Der Gesetzgeber versucht einen Verteilungskonflikt der Vermögensmasse zu vermeiden bzw. zu minimieren. Diesem Ziel werden aber sowohl § 43 II GmbHG, der mehr das Gesellschaftsinteresse als das Gläubigerinteresse regelt, als auch § 64 II GmbHG, der nur solche Rechtshandlungen des Geschäftsführers regelt, die die Aktivseite der Bilanz und somit die Mittelverwendung betreffen, nicht vollumfänglich gerecht. Bei der Ermittlung der Vermögensmasse und somit der durch die Gläubiger erzielbaren Deckungsquote, steht neben der Aktiv- auch die Passivseite der Bilanz des Unternehmens im Vordergrund. Dies liegt darin begründet, dass Handlungen eines Geschäftsführers, wie bspw. ein eigenkapitalersetzendes Darlehen, auch hier ihren Niederschlag finden können. Haas (2004: 106-107) weist darauf hin,

dass die Deckungsquote auch durch Umstände beeinflusst werden kann, die außerhalb des Einflussbereiches des Geschäftsführers liegen. Daher können hier natürlich keine eindeutigen gesetzlichen Regelungen wie bspw. die des § 64 II GmbHG, herangezogen bzw. formuliert werden. Umso wichtiger erscheint vor diesem Hintergrund die rechtzeitige Auslösung des Insolvenzverfahrens zum Schutze der Gläubiger des Unternehmens (In diesem Zusammenhang ist auch auf das Thema Insolvenzverschleppung sowie damit verbundene Haftungsrisiken hinzuweisen. Entsprechende Ausführungen finden sich bei Haarmeyer et al. 2006).

## **2.2 Krisenvermeidung durch Früherkennungssysteme**

Das übergeordnete Ziel jedes unter marktwirtschaftlichen Bedingungen arbeitenden Unternehmens ist die langfristige Existenzsicherung. Dieses Ziel ist in der Regel allen anderen Zielen des Unternehmens, wie Gewinnmaximierung, Wachstum oder Marktführerschaft vorgeschaltet. In der Umwelt der Unternehmen auftretende Risiken führen jedoch dazu, dass sich ein Unternehmen mit Möglichkeiten auseinandersetzen muss, die die Erreichung dieses Ziels sicherstellen können. Dies macht eine ausreichende Risiko- bzw. Krisenvorsorge notwendig. Die Aufgabe eines Risiko- bzw. Krisenfrüherkennungssystems besteht darin, latente und potenzielle Risiken frühzeitig zu erkennen sowie Strategien und Maßnahmen zu etablieren, die der Handhabung dieser Risiken bzw. Krisen dienen.

Eine der wichtigsten Maßnahmen, um die Krisenanfälligkeit von Unternehmen gering zu halten, ist die ausreichende Ausstattung mit Kapital. Je größer die Kapitaldecke ist, desto größer ist der Aktions- und Reaktionskreis des Unternehmens bei einer Änderung wirtschaftlicher, rechtlicher, gesellschaftlicher oder politischer Rahmenbedingungen. Wellensiek (2003) weist darauf hin, dass zur Finanzierung der Maßnahmen der Krisenvermeidung das Eigenkapital von besonderer Bedeutung ist. Das Eigenkapital dient als Risikopuffer und seine Höhe ist derart zu bemessen, dass es ausreicht, um notwendige Anpassungen an die veränderbaren Rahmenbedingungen des Unternehmens zu finanzieren (Wellensiek 2003: 32-33). Es existieren gesetzliche Vorschriften, die die Gesellschafter verpflichten, ein bestimmtes Grund- bzw. Stammkapital (im Rahmen der bereits beschriebenen Kapitalausstattungsgrundsätze) aufzubringen. Dies kann entweder in Form von Geld oder Sachwerten erfolgen. Die Rückgewähr in der Krise ist (gemäß den Kapitalerhaltungsgrundsätzen) an konkrete Faktoren geknüpft, so dass das eingelegte Grund- bzw. Stammkapital in der Krise nicht einfach abgezogen werden kann und somit dem Gläubigerschutz dient. Für eine Aktiengesellschaft sind nach § 7 AktG 50.000 Euro und für eine GmbH nach § 5 I GmbHG 25.000 Euro als Grund- bzw. Stammkapital einzulegen. Durch die gesetzliche Festschreibung dieser Mindesteinlage, aber keinen weiteren Ausführungen wie diese je nach Geschäfts- und Tätigkeitsgebiet sowie Geschäftsvolumen variieren müsste, besteht die Gefahr, dass ein Unternehmen unterkapitalisiert ist. In der betriebswirtschaftlichen Literatur ist man meist der Ansicht, dass eine Eigenkapitalquote von ca. 50% erforderlich ist (Wellensiek 2003:

32-55, Gräfer 2005: S. 119 sowie Lachnit 2004: 280). Die Ursache für die bereits angesprochene niedrige Eigenkapitalquote gerade des deutschen Mittelstands liegt einerseits in der vergleichsweise einfachen Beschaffung von Fremdkapital, für das unabhängig von der Ertragslage nur der vereinbarte Zins zu leisten ist und dieser steuerlich auch noch geltend gemacht werden kann. Andererseits unterliegt Eigenkapital einer höheren steuerlichen Belastung, womit es im Vergleich zum Fremdkapital teurer erscheint. Ein weiterer Vorteil der niedrigen Eigenkapitalquote ist die, durch einen impliziten erhöhten Verschuldungsgrad ebenfalls erhöhte, Eigenkapitalrendite. Bei diesem Effekt spricht man von dem Leverage-Effekt. Er beschreibt die Tatsache, dass die Eigenkapitalrentabilität mit zunehmendem Verschuldungsgrad so lange steigt, wie eine positive Zinsdifferenz zwischen Fremdkapitalverzinsung und interner Verzinsung (Gesamtkapitalrentabilität) besteht (Auf den Leverage-Effekt wird in Abschnitt 5.4.1.3 noch näher eingegangen). Auf der anderen Seite erhöht ein steigender Verschuldungsgrad die unternehmerischen Risiken. Mit zunehmendem Verschuldungsgrad schränkt sich auch die unternehmerische Handlungsfähigkeit weiter ein. Steigender Wettbewerbsdruck, Expansionspläne und die Einführung neuer Produkte gehen mit Investitionen einher. Ein Unternehmen mit hohem Verschuldungsgrad hat unter Umständen Schwierigkeiten diesen Finanzierungsbedarf am Kapitalmarkt zu sichern. Die Möglichkeit des Zugangs zu finanziellen Mitteln am Kapitalmarkt, bei Banken oder ähnlichen Finanzdienstleistern ist umso besser, je höher der Eigenkapitalanteil des Unternehmens ist. Durch die Einschränkung des Zugangs zu finanziellen Mitteln für ein Unternehmen mit hohem Verschuldungsgrad ist es erforderlich, rechtzeitig eine ausreichende Liquiditätsvorsorge zu treffen. Bei ungünstigen bilanziellen Verhältnissen stellt ein Gläubiger höhere Ansprüche an die Ertragslage des Unternehmens und somit an Rücklagen jeglicher Art sowie an die Fähigkeit, nachhaltige Cashflows zu erwirtschaften. Diese Puffer ermöglichen es dem Unternehmen auf unvorhergesehene Ereignisse schnell, flexibel und adäquat reagieren zu können.

Besonders wichtig zur Vermeidung von Krisen und zur Reaktion auf Risiken sind weitere Bilanzrelationen. So sollte eine Fristenkongruenz bei Mittelherkunft und Mittelverwendung herrschen. Dabei muss die Dauer während das aufgenommene Fremdkapital zur Verfügung steht mit der Dauer, während das Kapital benötigt wird, übereinstimmen, um das Entstehen von Liquiditätsengpässen oder Liquiditätskrisen zu vermeiden. Das Anlagevermögen sollte, wenn schon nicht durch Eigenkapital, dann wenigstens durch langfristig zur Verfügung stehendes Fremdkapital finanziert sein (Wellensiek 2003: 43). Kurzfristig zur Verfügung stehendes Fremdkapital kann zur Finanzierung des Umlaufvermögens herangezogen werden, wobei das Verhältnis von kurzfristigem Fremdkapital zu Umlaufvermögen 1:2 sein sollte (Wellensiek 2003: 43). Fremdkapital hat im Gegensatz zu Eigenkapital zusätzlich nicht selten den Nachteil, dass es unter bestimmten Bedingungen durch den Gläubiger vorzeitig fällig gestellt werden kann. Dies ist bei Vorliegen eines wichtigen Grundes der Fall wie bspw. der Verschlechterung der Vermögenssituation. Zudem muss der Schuldner beachten, dass je nach



Kreditvertrag die finanziellen Mittel nur für eine bestimmte Mittelverwendung vorgesehen sind. Bei Nichteinhaltung greift dann häufig ein außerordentliches Kündigungsrecht durch den Gläubiger.

Die logische Konsequenz der hohen Bedeutung des Eigenkapitals ist die Untersuchung der Höhe des Eigenkapitals im Sinne seiner Funktion als Krisenindikator. Eine Reduzierung des Eigenkapitals kann bereits mehr als ein Indiz für eine Unternehmenskrise sein. Sollte die Reduzierung so weit fortgeschritten sein, dass das Grund- bzw. Stammkapital aufgezehrt wird, befindet sich das Unternehmen nach den Ausführungen des Insolvenzverwalters Wellensiek (2003: 43-55) bereits auf dem Weg von der Unternehmenskrise in die Überschuldung und somit in die Insolvenz. Der Gesetzgeber hat mit dem § 49 III GmbHG eine Regelung getroffen, die den Geschäftsführer der GmbH dazu verpflichtet, unverzüglich eine Gesellschafterversammlung einzuberufen, wenn sich aus der Jahresbilanz oder einer im Laufe des Jahres aufgestellten Bilanz ergibt, dass 50% des Stammkapitals verloren sind. Dadurch hat bereits der Gesetzgeber mit Einführung des § 49 GmbHG einen Frühwarnindikator vorgestellt. Leider lässt dieser Indikator die Erkennung einer Krise erst relativ spät zu, wodurch die Unternehmenskrise durch eine Sanierung nur schwer abgewendet werden kann. Dabei ist § 49 III GmbHG so zu verstehen, dass die Verpflichtung zur Einberufung der Gesellschafterversammlung nicht erst eintritt, wenn die entsprechende Bilanz vorliegt, sondern vielmehr bereits dann, wenn es kritische Anzeichen dafür gibt, dass sich eine solche Entwicklung anbahnt. § 92 I AktG schreibt entsprechend § 49 III GmbHG für die AG vor, dass der Vorstand die Hauptversammlung einzuberufen und diese zu informieren hat, wenn sich bei Aufstellung der Jahresbilanz oder einer Zwischenbilanz ergibt, dass ein Verlust in Höhe der Hälfte des Grundkapitals besteht. Ein weiterer nachgelagerter Krisenindikator der Bilanz liegt vor, wenn das Eigenkapital nicht nur aufgebraucht ist, sondern durch einen Jahresfehlbetrag ein Überschuss der Passivseite gegenüber der Aktivseite der Bilanz entstanden ist. Dieser Unterschiedsbetrag ist gemäß § 268 III HGB als nicht durch Eigenkapital gedeckter Jahresfehlbetrag auszuweisen. Diese buchmäßige Überschuldung unterscheidet sich jedoch von der in Abschnitt 2.1.1.3 erläuterten insolvenzrechtlichen Überschuldung. Die insolvenzrechtliche Überschuldung ist, wie beschrieben, auf der Grundlage von Zeitwerten zu ermitteln, wobei insbesondere stille Reserven in die Ermittlung der Überschuldung mit einbezogen werden. Die buchmäßige Überschuldung kann demnach quasi durch stille Reserven geheilt werden und führt somit nicht automatisch zu einer insolvenzrechtlichen Überschuldung. Daher kann man dem Ausweis eines nicht durch Eigenkapital gedeckten Jahresfehlbetrags durchaus die Funktion eines Frühwarnindikators zusprechen, wenngleich er die Möglichkeiten einer Sanierung vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens kaum mehr zulässt.

Es ist erkennbar, dass die wenigen vom Gesetzgeber vorgesehenen, rechtlich verankerten Frühwarnindikatoren zwar wirkungsvoll auf eine Krise hindeuten vermögen, aber sie kaum alleine dazu in der Lage sind, ein Unternehmen, welches sich den Marktbedingungen des heutigen nationalen und internationalen Wettbewerbs stellt, rechtzeitig über das Eintreten einer

Krise zu informieren. In der wissenschaftlichen Literatur werden daher zahlreiche Ansätze dargestellt, wie sich Unternehmen rechtzeitig ein Bild über ihre Risikolage verschaffen und somit Krisen frühzeitig erkennen können. Im Folgenden wird ein Überblick über derartige Risiko- und Krisenfrüherkennungssysteme gegeben.

### 2.2.1 Aufgaben der Früherkennungssysteme

Nach Krystek (2000: 276-277) besteht das Ziel eines Risiko- bzw. Krisenfrüherkennungssystems darin, latente und potenzielle Risiken frühzeitig zu erkennen und Strategien sowie Maßnahmen zu planen, zu steuern und zu kontrollieren, die der Handhabung dieser Risiken dienen. Die Aufgaben, die dieses System im Unternehmen zu erfüllen hat, können anhand eines Risikomanagementprozesses, im Rahmen dessen die Krisenfrüherkennung verankert ist, verdeutlicht werden. Die Kernbereiche sind dabei nach Wall (2001: 212) die Identifikation und Analyse von Risiken, deren Bewertung und Messung sowie die Steuerung und Überwachung.

Die Risikoidentifikation und -analyse dient im ersten Schritt dazu, Störfaktoren und deren Auswirkungen im Gesamtzusammenhang des Unternehmensgeschehens zu erkennen (Kless 1998: 95). Nach Kless (1998) muss diese effektive Risikoerkennung jedem Risikomanagementsystem vorausgehen. Diese frühzeitige Ermittlung drohender Risiken hat auch zum Ziel, potenzielle und latente Risiken aufzudecken, mit denen das Unternehmen konfrontiert werden könnte. Zum Aufbau solcher Früherkennungssysteme liefert die betriebswirtschaftliche Literatur zahlreiche Vorschläge, auf deren Erläuterung im Folgenden aber verzichtet wird (Entsprechende Ausführungen finden sich bspw. bei Lück 1998a: 1925-1928, Brühwiler 2001: 67-68 oder Fasse 1995: 79-80).

Ziel der zweiten Phase, der Bewertung und Messung der identifizierten Risiken, ist es, Transparenz bezüglich der ursächlichen Strukturen und Interdependenzen der Gefahrenpotenziale zu schaffen und deren Wirkungen quantitativ darzustellen (Fasse 1995: 80-81). Um Risiken quantifizierbar zu machen, erfolgt eine Messung über das sogenannte Risk-Exposure. Das Risk-Exposure beschreibt nach Scharpf und Luz (2000: 124-125) das individuelle Ausmaß eines jeden Risikos. Nach deren Definition setzt es sich aus den drei Komponenten Vorhersehbarkeit, Schadenhöhe und Häufigkeit zusammen. Somit soll sichergestellt werden, dass auch schwierig quantifizierbaren Risiken, die bspw. strategischer Natur sind, Werte beigemessen werden können.

Im dritten und letzten Schritt des Prozesses findet die Risikosteuerung und -überwachung sowie deren angestrebte Bewältigung statt. Die Steuerungsmechanismen zielen dabei auf eine Verringerung der Eintrittswahrscheinlichkeit der individuellen Risiken und/oder der Minimierung des maximalen Schadens ab (Lück 1998a: 1927-1928 sowie Bitz 2000: 48). Die Überwachung erfolgt durch einen ständigen Soll-Ist-Abgleich der Risikopositionen. Dadurch wird gewährleistet, dass die tatsächliche Risikosituation des Unternehmens mit dem Ziel-

Risikoprofil übereinstimmt. Nach Lück (1998a: 1928) umfasst die Überwachung aber auch die prozessunabhängige Überprüfung der Wirksamkeit der eingesetzten Maßnahmen. Darunter fällt seiner Ansicht nach auch die Prüfung der Richtigkeit der Risikoanalyse und der Risikobewertung. Damit soll sichergestellt werden dass die Fragen:

- „Sind die Risiken bezüglich ihrer Ursachen richtig analysiert?“ und
- „Sind die Risiken bezüglich ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit und Schadenshöhe richtig ermittelt worden?“

hinreichend beantwortet werden können.

Der Risikomanagementprozess darf dabei nicht als einmalige Aktion angesehen werden, sondern als ständiger Begleitprozess während des regulären Betriebsablaufs im Zusammenspiel zwischen den operativen Einheiten, der Unternehmensleitung sowie gegebenenfalls einer koordinierenden Risikomanagement-Institution. Risikomanagement ist somit in die einzelnen Geschäftsprozesse integriert und nicht von allen übrigen Funktionen zu trennen, aber zu unterscheiden.

Zwischen den drei Teilschritten des Risiko- bzw. Krisenfrüherkennungsprozesses steht jeweils die Kommunikation über die Risiken, da Kommunikationsbereitschaft und Kommunikationsfähigkeit wesentliche Voraussetzungen für einen wirkungsvollen Risikomanagementprozess sind. Harzer (2004: 267-285) weist darauf hin, dass die Kommunikation über den gesamten Sanierungs- bzw. Restrukturierungsprozess von immanenter Bedeutung ist. Im folgenden Abschnitt zur Sanierung und Restrukturierung wird dies im Rahmen der Darstellung der Erfolgsfaktoren ebenfalls deutlich. Nur wenn sämtliche Unternehmensbereiche ihre nicht bewältigten Risiken frühzeitig weitermelden, wird die Geschäftsführung über alle entsprechenden Risiken informiert sein und nur dann kann sie Gegenmaßnahmen einleiten. Scharpf und Luz (2000) sowie Imboden (1983) weisen zudem auf die Notwendigkeit hin, dass dem Risikomanagementprozess eine Risikopolitik vorgeschaltet sein muss (Scharpf und Luz 2000: 122-123 sowie Imboden 1983: 22-23, aber auch bei weiteren Autoren findet die Risikopolitik im Rahmen des Risikomanagements besondere Beachtung, wie bspw. bei Kühlmann 1996: 9 und Lück 1998a: 1928-1929). Die Risikopolitik gibt Vorgaben zum Umgang mit Risiken für die jeweiligen Risikobereiche. Ausgangsbasis ist die generelle Unternehmensstrategie, aus der die Vorgaben abgeleitet und anschließend in die Risikostrategie integriert werden (Scharpf und Luz 2000: 122-123). Durch die Risikopolitik wird für das gesamte Unternehmen festgelegt, welche Risiken eingegangen werden dürfen, welches Verhältnis zwischen Chancen und Risiken bestehen soll und ab welcher Schadenshöhe Maßnahmen zur Risikobewältigung zu ergreifen sind. Lück (1998a: 1926) schlägt daher vor die Risikopolitik für das Gesamtunternehmen zu erarbeiten und sie dann in einem Top-down-Verfahren, begleitet durch einen ständigen Rückkopplungseffekt mit Hilfe der Kommunikationsfunktion, in die einzelnen Bereiche des Unternehmens zu transportieren.

### 2.2.2 Bestandteile der Früherkennungssysteme

Es wurde bereits dargelegt, dass die einzelnen Bestandteile eines Früherkennungssystems vom Gesetzgeber nicht explizit vorgegeben werden. Auch die betriebswirtschaftliche Literatur kann sich bis heute noch auf kein übereinstimmendes Konzept einigen. Ein am Gesetzgeber orientiertes Risikomanagementsystem setzt sich nach Fiedler (2006: 1100-1155) zusammen aus den Komponenten Frühwarnsystem, Controlling und Internes Überwachungssystem. Im Folgenden werden diese drei Bestandteile näher betrachtet.

Frühwarnsysteme dienen der frühzeitigen Erfassung und Bewältigung von Risiken. Generell werden sie als eine spezielle Art von Informationssystem bezeichnet, die ihren Benutzern mögliche Gefährdungen und Risiken mit zeitlichem Vorlauf signalisieren. Damit versetzen sie die Unternehmen in die Lage, noch rechtzeitig geeignete Gegenmaßnahmen zur Abwehr oder Minderung der signalisierten Gefährdungen ergreifen und somit Risiken und resultierende Krisen rechtzeitig erkennen zu können (Lück 1998b: 11-12, Hahn 1996: 244 sowie Bitz 2000: 233). Da das Risikomanagement in erster Linie auf die Erkennung krisenhafter Entwicklungen abzielt, umfasst ein Frühwarnsystem auch die Einleitung geeigneter Risikostrategien, damit es für die Abwehr von Krisen nicht bereits zu spät ist (Wall 2001: 220-222).

Aktuelle Frühwarnsysteme erfüllen bereits wesentliche Anforderungen an ein Risikomanagementsystem erfüllt sind. Neben der Risikoerkennung und -identifikation findet die Risikobewertung sowie gegebenenfalls durch das Treffen geeigneter Gegenmaßnahmen auch die Risikosteuerung und -überwachung statt. Nach dem Modell der neuen Corporate Governance gemäß der Richtlinien der Europäischen Union muss durch das Risikomanagement nicht nur sichergestellt werden, dass bestandsgefährdende oder rechnungslegungsbezogene Risiken erkannt werden (wie dies gemäß KonTraG noch genügt), sondern auch, dass die Überwachung aller wesentlichen strategischen und operationellen Risiken erfolgt (Diese Regelungen finden sich in der 4., 7. und 8. EU-Richtlinie wieder). Zur Gefahr für Unternehmen kann ein Frühwarnsystem nur dann werden, wenn es lediglich dazu implementiert wird, um der Prüfung durch den Wirtschaftsprüfer standzuhalten (Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) orientiert sich fast ausschließlich an prüfungsfähigen Aspekten wie der Berichtspflicht, der Zuordnung von Verantwortlichkeiten und der regelkonformen Dokumentation. IDW (2006), Wirtschaftsprüfer-Handbuch, Band I, P42-P45 sowie F883). Es wird dann nämlich kein Frühwarnsystem im eigentlichen Sinn etabliert, sondern lediglich Risikovermeidung betrieben, was dazu führt, dass betriebswirtschaftliche Chancen aufgrund der verbundenen Risiken nicht wahrgenommen werden und das Unternehmen angesichts einer unzureichenden Weiterentwicklung der Erfolgspotenziale im Ernstfall in eine strategische Krise geraten kann (Krystek und Müller 1999: 182-183).

Das Controlling, als zweiter Bestandteil des Risiko- bzw. Krisenfrüherkennungssystems, umfasst die ergebnisorientierte Planung, Steuerung und Kontrolle des gesamten Unternehmensgeschehens. Nach Horváth (2002: 167) sowie Fiedler (2006: 1155) dient es generell dazu, die unternehmerischen Ziele zu erreichen. Die Koordinationsfunktion, d.h. die

Abstimmung von arbeitsteilig separaten Subsystemen der Unternehmensführung auf ein gemeinschaftliches Ziel hin, steht dabei im Mittelpunkt. Während in Bezug auf die generellen Aufgaben des Controllings in der Literatur Einheitlichkeit besteht (Horváth 2002 beschreibt diese Aufgaben ausführlich), gilt dies im Besonderen für die Aufgaben des Risiko-Controllings nicht uneingeschränkt. Einerseits wird das Risiko-Controlling als ein Bestandteil des Risikomanagements betrachtet, bei dem das Controlling zum Teil Aufgaben des Risikomanagements wahrnimmt (Hornung et al. 2000: 153-161), andererseits wird das Risikomanagement als ein Teilbereich des Controllings aufgefasst und somit von einer Unterordnung der Management-Funktion unter die Controlling-Funktion ausgegangen (Hummel 1995: 94). Trotz der herrschenden Uneinigkeit über eine exakte Definition des Controllings kann in Anlehnung an Lück (1998a: 1929) die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die Aufgabe des Risiko-Controllings allgemein darin besteht, die Unternehmensleitung zu unterstützen und sie mit den für ihre Entscheidungen relevanten Informationen über bestehende oder drohende Risiken zu versorgen.

Mit der Verabschiedung des BilMoG haben sich die Corporate-Governance-Anforderungen bei kapitalmarktorientierten Unternehmen konkretisiert. Dies betrifft insbesondere die Überwachung und Darstellung des internen Kontrollsystems (IKS), des internen Risikomanagementsystems sowie des internen Revisionssystems. Gemäß dem § 289 V HGB bzw. § 315 II Nr. 5 HGB haben Kapitalgesellschaften im (Konzern-)Lagebericht zukünftig die wesentlichen Merkmale des internen Kontroll- und Risikomanagementsystems im Hinblick auf den Rechnungslegungsprozess zu beschreiben. Nach § 107 III S. 2 AktG überwacht der Aufsichtsrat bzw. Prüfungsausschuss die Wirksamkeit des unternehmensweiten internen Kontrollsystems. Zur ökonomischen Rolle und Funktion des Aufsichtsrates hält insbesondere Dutzi (2005: 135-188) verschiedene Erklärungsansätze bereit. Er weist jedoch insbesondere auch darauf hin, dass „[...] die Fokussierung der Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrat stets zunächst eine Konkretisierung des Unternehmensinteresses bedarf“ (Dutzi 2005: 198-199). Ansonsten sind keine objektivierbaren Maßstäbe ableitbar, anhand derer der Aufsichtsrat das interne Kontrollsystem überwachen kann. Nach der umfassenden Definition des IKS nach dem BilMoG soll nicht nur die Verlässlichkeit der Finanzberichterstattung, sondern auch die Effizienz- und Effektivität der operativen Prozesse und die Konformität (Compliance) mit Gesetzen und Vorschriften sichergestellt werden. Die grundsätzliche Verantwortung für die Wirksamkeit der Geschäftsprozesse und Kontrollen obliegt den Linien- und Funktionsverantwortlichkeiten entsprechend der Organisationsstruktur des Unternehmens. Zur fortlaufenden Überwachung des internen Kontrollsystems gilt es, eine regelmäßige Berichterstattung einzurichten. Der Vorstand hat dabei den Aufsichtsrat in die Lage zu versetzen, sich ein Bild von der Funktionsfähigkeit zu verschaffen. Die Wirksamkeit ließe sich bspw. über einen Selbstbeurteilungsprozess ausgewählter Funktionen und Prozesse, ein sogenanntes Self-Assessment, ermitteln. Auch der internen Revision kann hier eine tragende Rolle zukommen. Oft ist bereits in ihrem Geschäftsauftrag die Prüfung des IKS verankert.

Dem Institut für Interne Revision zufolge ist die Interne Revision ein Instrument zur Überwachung und Risikominimierung. Zum einen sollen potenzielle Risiken vermieden oder verhindert werden. Diese Präventivfunktion wird durch organisatorische Sicherungsmaßnahmen, prozessintegrierte Kontrollen oder Prüfungen der Internen Revision erfüllt. Zum anderen hat das Interne Überwachungssystem unmittelbar die Funktionsfähigkeit des Risikomanagements zu beurteilen und durch die Korrekturfunktion Verbesserungen zu initiieren (Deutsches Institut für Interne Revision 2007: IIR Revisionsstandard Nr. 1, Nr. 2, Nr. 3).

Organisatorische Sicherungsmaßnahmen, die sowohl in die Aufbau- als auch Ablauforganisation implementiert sein können, zielen auf die Vermeidung von Fehlern und Täuschungen ab. Dadurch gewährleisten sie eine vorgegebene Sicherheit. Elementar ist dabei der Grundsatz der Funktionstrennung.

Im Gegensatz zur prozessabhängigen Überwachung findet die prozessunabhängige Überwachung durch die Interne Revision außerhalb der regulären Geschäftsprozesse statt. Ein besonderes Merkmal der Internen Revision ist die Durchführung der Überwachungsfunktion durch Personen, die weder in Arbeitsabläufe eingebunden sind, noch für die Ergebnisse der zu überwachenden Prozesse verantwortlich sind (Diesen Sachverhalt regelt das Institut für Interne Revision in den Revisionsstandards Nr. 1-3). Nach Janke (1997: 319) ist die Interne Revision organisatorisch häufig direkt der Geschäftsleitung zugeordnet und prüft in deren Auftrag sämtliche Strukturen und Abläufe im Unternehmen, wie bspw. Prüfungen des Finanz- und Rechnungswesens (Financial Audits), des Managements (Management Audits) oder grundsätzlicher Prozessabläufe (Operational Audits). Die Financial Audits zielen dabei auf die Ordnungsmäßigkeit des Rechnungswesens, den Schutz der Vermögensgegenstände sowie auf die Zweckmäßigkeit und Zuverlässigkeit der eingebauten Kontrollen ab. Rechnungslegungsinformationen alleine können jedoch keinen ausreichenden Schutz vor opportunistischem Verhalten des Vorstands bzw. der Geschäftsführung bieten (Böcking und Dutzi 2006: 15). Management Audits prüfen zusätzlich die Zweckmäßigkeit der Entscheidungen der Führungskräfte. Sie umfassen sowohl die vergangenheitsbezogene Ursachenforschung wie bspw. Abweichungsanalysen, als auch die zukunftsbezogene Schwachstellenforschung bezüglich der Unternehmensüberwachung, Zukunftschancen, Risikofaktoren sowie Frühwarnsysteme. Im Rahmen der Operational Audits prüft und überwacht die Interne Revision die operativen Prozesse zur Umsetzung der Unternehmensziele und lotet ihre Optimierungspotenziale aus.

### **2.3 Sanierung und Restrukturierung**

Trotz Vorhandensein eines Früherkennungssystems und der Beachtung gesetzlicher gesellschaftsinterner und -externer Pflichten ist der Fall der Unternehmenskrise nicht auszuschließen. Die Finanzkrise macht dies gegenwärtig besonders deutlich. Selbst renommierte Banken, allen voran bspw. Lehman Brothers, sind vor Unternehmenskrisen und

anschließender Insolvenz nicht sicher. Auch die hohe absolute Zahl der Unternehmensinsolvenzen gerade in Deutschland bestätigt dies. Ziel dieses Abschnitts ist es, Reaktionsmöglichkeiten auf die unterschiedlichen Arten von Krisen, wie sie anfangs in diesem Kapitel dargestellt wurden, zu erarbeiten und zu diskutieren.

Dazu wird in Abschnitt 2.3.1 zunächst der Begriff „Sanierung“ bzw. „Restrukturierung“ untersucht und für das weitere Vorgehen festgelegt. Abschnitt 2.3.2 schildert daraufhin vornehmlich aus Sicht der betriebswirtschaftlichen Beratungspraxis Erfolgsfaktoren, die notwendig sind, um eine Restrukturierung und Sanierung erfolgreich zum Abschluss zu bringen. In Abschnitt 2.3.3 wird erläutert, wie ein derartiges Konzept zur Wiedererlangung gerade finanzieller Handlungsspielräume erarbeitet und umgesetzt werden kann. Die Untersuchung der Auswirkungen situationsspezifischer Charakteristika auf die Sanierung bzw. Restrukturierung schließt mit Abschnitt 2.3.4 dieses Kapitel ab.

### 2.3.1 Begriffsabgrenzung Sanierung und Restrukturierung

Im Rahmen des Abschnitts 2.1 wurde erläutert, welche Arten von Krisen durch Gesetzgeber, Literatur und gegenwärtige Lehre unterschieden werden. Die betriebswirtschaftliche Krise, die rechtliche Krise, und bei erfolgloser Bewältigung, die insolvenzrechtliche Krise. Um eine Krise erfolgreich bewältigen zu können muss ein Unternehmen den Turnaround schaffen. Dies kann nur durch die erfolgreiche Sanierung bzw. Restrukturierung des Unternehmens erreicht werden.

In der Literatur herrscht eine Vielfalt von Definitionen und sogar Unterscheidungen zwischen Sanierung und Restrukturierung. So verstehen Finsterer (1999) und Hess (1998) unter dem Begriff Sanierung operativ ausgerichtete Maßnahmen, die darauf abzielen, Fehlentwicklungen, die in frühen Stadien von Unternehmenskrisen diagnostiziert werden, durch operative Maßnahmen und Eingriffe zu beseitigen. Restrukturierung definieren diese Autoren dagegen als Oberbegriff, der auch weitergehende Maßnahmen umfassen kann (Finsterer 1999 sowie Hess et al. 1998: 217). Somit wäre Sanierung eine Sonderform der Restrukturierung.

Kraus und Gless (1998) unterscheiden Sanierungsmaßnahmen wiederum in Sanierungsmaßnahmen im weiteren Sinne, die alle Maßnahmen in Form von unternehmenspolitischen, organisatorisch-führungstechnischen sowie finanz- und leistungswirtschaftlichen Entscheidungen zur Wiederherstellung einer existenzerhaltenden und wachstumsgerichteten Unternehmensbasis umfassen, und Sanierungsmaßnahmen im engeren Sinn, die sich auf die finanzielle Sanierung beschränken, ohne Zufluss frischer Liquidität von außerhalb der Unternehmung (Kraus und Gless 1998: § 4 RN 17). Bei der weitgefassten Definition wird deutlich, wie nahe die Definition von Sanierung am Begriff der Restrukturierung liegt. Daher scheint es nicht zweckmäßig, im folgenden Verlauf dieser Arbeit zwischen den Begrifflichkeiten Sanierung auf der einen Seite und Restrukturierung auf der anderen Seite zu

unterscheiden. Im Folgenden werden die Begriffe Sanierung bzw. Restrukturierung verwendet im Sinne:

- operativer Maßnahmen, die zur Liquiditäts- und Ergebnisverbesserung dienen,
- einer grundlegenden strategischen Neuausrichtung (von der Portfolio-Bereinigung bis zur Neugestaltung der Produkt-/Markt-Beziehungen einzelner Geschäftsfelder),
- einer grundlegenden strukturellen Veränderung (von der Umstrukturierung des Wertschöpfungsprozesses und der Finanzierungsstruktur bis hin zu einer neuen Organisationsstruktur) und
- eines umfassenden Wandels der Unternehmenskultur.

Grundsätzlich gilt, dass die Stufe einer Krise, in der sich ein Unternehmen gegenwärtig befindet, ausschlaggebend für den Schwierigkeitsgrad der Überwindung eben jener Krise ist. Realisiert ein Unternehmen, dass es sich in einer Krise befindet, die die Erfolgspotenziale gefährdet, so trifft das entsprechende Unternehmen Gegenmaßnahmen. Nach Böckenförde (1996: 8) handelt es sich bei einer drastischen Änderung der eingeschlagenen Strategie um einen Turnaround. Eine Turnaround-Situation beginnt danach in dem Moment, ab dem der Geschäftserfolg unter einem minimal akzeptierbaren Niveau liegt, welches sich entsprechend aus den Unternehmenszielen ableitet. Ist eine gewisse Stufe der Unternehmenskrise überschritten, erfordert dies nach Picot et al. (1999) häufig solche Maßnahmen zur Überwindung dieser Krise, die bestehende Unternehmensstrukturen aufbrechen und weitgehend verändern. Aus eben jenem Grund ist bei der Überwindung der Krise eines Unternehmens dessen Restrukturierung und Sanierung von besonderer Bedeutung. Der herbeizuführende Turnaround durch die Restrukturierung und Sanierung von Unternehmen kennzeichnet begrifflich alle Formen von Prozessen, die auf einen tiefgreifenden Wandel des Unternehmens abzielen (Picot et al. 1999, Böckenförde 1996). Dazu zählt definitionsgemäß die Summe aller organisatorischen, finanziellen und rechtlichen Maßnahmen, die geeignet sind, die Krisenursachen und Schwächen eines Unternehmens zu beseitigen.

Für einen erfolgreichen Turnaround ist die Finanzierung des Unternehmens von großer Bedeutung. Eine wirtschaftliche Krise des Unternehmens kann eben nur dann beseitigt werden, wenn die Gefahr der Zahlungsunfähigkeit (effektiv) oder der Überschuldung (bilanziell) des Unternehmens behoben ist. Entsprechend findet sich in der Literatur die finanzwirtschaftliche Sanierung beschrieben als die Summe aller Maßnahmen, die bestimmt und geeignet sind, die Zahlungs- und Ertragsfähigkeit des Unternehmens wiederherzustellen und die Bilanzrelationen derart zu gestalten, dass eine Überschuldung vermieden wird (Harz et al. 1999: 28, Uhlenbruck 1981: 513-534). Besondere Bedeutung erlangt der Ausbau der finanziellen Handlungsspielräume zudem, weil die finanziellen Kapazitäten in der Lage sind, Mängel und Engpässe in anderen Leistungsebenen zu kompensieren.

In Ergänzung zur finanziellen Sanierung umfasst die leistungswirtschaftliche Sanierung wiederum alle Änderungs- sowie Rationalisierungs- und Harmonisierungsmaßnahmen, die nach einer Schwachstellenanalyse innerhalb der betrieblichen Ebene und Aufdeckung der



Ursachen der Krise dazu geeignet und bestimmt sind, die Ertragsfähigkeit des Unternehmens zu erhalten oder wiederherzustellen. Zu diesen Maßnahmen gehören nach Uhlenbruck (1981: 513-534) neben technischen Änderungen und der Veränderung von Kapazitäten im Bereich der Produktion auch Anpassungen im Bereich der Organisation, insbesondere auch Personalabbau-Maßnahmen.

### 2.3.2 Erfolgsfaktoren der Sanierung und Restrukturierung

Nachdem die Sanierung bzw. Restrukturierung begrifflich definiert wurde, widmet sich dieser Abschnitt den kritischen Erfolgsfaktoren des Turnarounds. Obwohl die meisten Unternehmenskrisen ab einer gewissen Abstraktionsebene auf einen oder mehrere gemeinsame Nenner zurückzuführen sind, weist doch jede Unternehmenskrise im Detail eine gewisse Individualität auf. Die daraus resultierenden Aufgaben bergen eine hohe Komplexität, mit deren Umgang das Management im Normalfall nicht geübt ist. Somit stellt die Unternehmenskrise und deren Bewältigung eine schwierige und anspruchsvolle Aufgabe für das bestehende Management dar. Von besonderer Bedeutung ist vor allen Dingen die Identifikation der Krisenart und des Krisenstadiums. Entscheidend ist dabei, ob es sich um eine strategische Krise oder eine operative Krise handelt und ob sich das Unternehmen noch in der Erfolgskrise oder bereits in der Liquiditätskrise befindet. Dies übt bei fortgeschrittener Krise einen erhöhten Handlungsdruck auf das Management des Unternehmens aus – bei gleichzeitiger Einschränkung der zur Verfügung stehenden Handlungsspielräume. In Theorie und Praxis trifft man häufig auf ein Bündel von Erfolgsfaktoren, die sich bewährt haben, um eine Krise erfolgreich zu meistern (Faulhaber und Landwehr 2005: 19-139, Harz et al. 1999: 215-256, Kraus und Haghani 2004: 13-37, Zimmermann 1991 sowie Schreyögg 2004: 13-36). Dazu zählen:

- die Fähigkeit, schnell und flexibel ein Sanierungskonzept zu entwickeln,
- der Austausch des bestehenden Managements,
- die Etablierung von Projektgruppen für den Turnaround,
- die Vermittlung der besonderen Bedeutung der Krisensituation an alle Mitarbeiter und die Verdeutlichung der Wandlungserfordernis,
- die zielgerichtete Kommunikation sowie
- die Möglichkeit eines Verkaufs in Betracht zu ziehen.

Häufig genannt wird dabei auch die Fähigkeit, schnell und flexibel auf die neuen Anforderungen zu reagieren und ein adäquates Konzept zu erstellen. Ein realistisches Sanierungskonzept muss neben Krisenursachen auch strategische und operative Potenziale aufdecken, die es dem Unternehmen ermöglichen, den Turnaround auch in einer vorgegebenen Zeit herbeizuführen. Dabei bleibt in der Regel nicht allzu viel Zeit für die Entwicklung dieses Konzeptes, da Eigenkapital und Liquidität häufig bereits in Gefahr sind und die insolvenzrechtliche Krise kurz bevor steht.

Bei der Erstellung des Sanierungs- bzw. Restrukturierungskonzeptes spielen häufig das Benchmarking und das Business Process Reengineering eine besondere Rolle (Zu den Konzepten „Benchmarking“ und „Business Process Reengineering“ finden sich entsprechende Ausführungen bei Meyer 1996 und Pörlert 2002). Beide Konzepte dienen der Potenzialbestimmung in der Prozess- bzw. Wertschöpfungskette. Es kann jedoch in einer so entscheidenden Phase eines Unternehmens nicht dabei bleiben, dass diese Erkenntnisse in einem bloßen Konzept erfasst werden. Harenberg und Wlecke (1998a) weisen darauf hin, dass eine Aufgaben- und Zielplanung zu erfolgen hat, die in einem Business Plan auch konkrete Verantwortlichkeiten zuteilt. Die Schnelligkeit und ein gewisser Pragmatismus sind entscheidend, schließlich verbleibt dem Unternehmen im Falle einer Überschuldung und/oder Zahlungsunfähigkeit nur sehr wenig Zeit. Das Konzept muss letztlich nicht nur entworfen, sondern auch umgesetzt werden. Erste Erfolge müssen bereits nach kurzer Zeit erkennbar sein (Auf die besondere Bedeutung der schnellen Umsetzung und die Erkennbarkeit erster Erfolge gehen Harenberg und Wlecke 1998a: § 15, RN 32-71 ausführlich ein).

Kaufmann (1998: § 16 RN 10) und Zimmermann (1991) argumentieren, dass es sinnvoll ist, eine Prüfung des Austausches des vorhandenen Managements vorzunehmen und externe Hilfe anzufordern. Die bisherige Geschäftsführung bzw. der bisherige Vorstand hat in der Regel keine Erfahrung im Umgang mit einer Krisensituation und zudem hat er unter Umständen bereits an Vertrauen gegenüber Kunden, Mitarbeitern und Eigentümern verloren. Die Erstellung eines validen Sanierungs- bzw. Restrukturierungskonzeptes wird ihm daher häufig abgesprochen.

Aufgrund der fehlenden Zeit und der Komplexität der Aufgabe ist es zudem zuträglich, externe Hilfe in Anspruch zu nehmen. Erstens erweitert dies die Kapazität der knappen Ressourcen, zweitens hat ein externer Berater oft neue Ideen und Denkmuster im Vergleich zum bisherigen Management. Externe Fachleute, die geübt sind im Umgang mit Krisen, haben zudem oft einen sehr ausgeprägten Branchenüberblick. Dieser kann helfen, sogenannte Best-practices-Lösungen zu etablieren, die sich bei Unternehmen in der gleichen Industrie oder einer ähnlichen Phase als sinnvoll erwiesen haben. Diese können sowohl Kostenpotenziale, als auch Effizienzsteigerungs- oder Qualitätspotenziale heben (Harenberg und Wlecke 1998b: § 15 RN 84-122 gehen auf diese Thematik näher ein).

Ein weiteres adäquates Mittel ist die Etablierung einer speziellen Projektgruppe zur Sanierung bzw. Restrukturierung. Die Umsetzung des Konzeptes ist eine komplexe Aufgabe, die an alle Beteiligten hohe und vor allem meist neue Anforderungen stellt. Entsprechend hoch sind demnach auch die Anforderungen an die Organisation und Steuerung sowie die Überwachung der Umsetzung. Durch eine Projektorganisation können klare Verantwortlichkeiten, Kommunikationswege und Reportingprozesse etabliert werden. Diese Projektorganisation, die auch externe Berater beinhalten kann, muss mit einer internen Legitimation ausgestattet werden, da sie für die Ausarbeitung und Umsetzung des Sanierungs- bzw. Restrukturierungskonzeptes verantwortlich ist. Die Projektorganisation ist in der Literatur zwar zum

Teil verschiedenartig ausgestaltet, gemeinsam haben diese Konzepte jedoch die Verantwortlichkeit und Entscheidungsstärke. Dies wird durch den meist direkten Zugang der Projektleitung zur Geschäftsführung bzw. zum Gesellschafter gewährleistet, was dafür sorgt, dass die Kommunikationswege extrem kurz sind. Entscheidungen können somit auf sehr schnellem Wege herbeiführt werden (Kraus und Haghani 2004: 32).

Weiterhin muss die besondere Bedeutung des Projektes vermittelt werden und der Aufbau eines gewissen Handlungsdrucks erfolgen. Die Mitarbeiter müssen erkennen, dass der bisher eingeschlagene Weg in die Krise geführt hat und eine radikale Änderung erfolgen muss (Harenberg und Wlecke 1998a: § 15, RN 79-83).

Die Kommunikation über den gesamten Prozess hinweg ist für jeden Erfolgsfaktor entscheidend. Nur wenn die Dringlichkeit und Bedeutung des notwendigen Umbruchs verdeutlicht werden kann, können bisherige Strukturen und Denkweisen aufgebrochen werden. Auf dieser neuen Basis muss das Unternehmen wieder auf Kurs gebracht werden. Der Kommunikation kommt aber bei Weitem nicht nur aus innerbetrieblicher Sicht eine entscheidende Bedeutung zu, auch die Stakeholder wie Lieferanten, Kunden und Gläubiger wollen über den tatsächlichen Stand der Dinge informiert werden. Harzer (2004: 277) spricht der Kommunikation generell die Aufgabe zu, „die Wahrnehmung der einstellungsrelevanten Eigenschaften zu verbessern“. Gerüchte, die am Markt über das Unternehmen in der Krise gestreut werden, führen zu einem Vertrauensverlust. Dadurch verschlechtert sich die Einstellung gegenüber dem Unternehmen, was die Krise weiter verschlimmert. Der Kommunikation kommt nun intern wie extern die Aufgabe zu, die Wahrnehmung der einstellungsrelevanten Eigenschaften im Sinne des sich in der Krise befindlichen Unternehmens zu verbessern. Wie bedeutend die Kommunikation mit den Stakeholdern ist, kann sich bspw. im Zusammenhang mit Handelskrediten zeigen, die ein praktikables und häufig genutztes Instrument zum Ausbau finanzieller Handlungsspielräume in der Krise darstellen (Auf die Handelskredite wird im Rahmen der Untersuchung der einzelnen Finanzierungsformen näher eingegangen).

Eine weitere bedeutende Rolle, insbesondere in der jüngsten Vergangenheit, kommt dem Verkauf bzw. Teilverkauf des notleidenden Unternehmens zu. Da diese Alternative mitunter in den Kapiteln 4 und 5 näher betrachtet wird, erfolgt hier keine Darstellung und Vertiefung dieses Erfolgsfaktors.

### 2.3.3 Entwicklung und Umsetzung von Sanierungs- und Restrukturierungskonzepten

Nachdem im vorangegangenen Abschnitt einige der kritischen Erfolgsfaktoren für den Turnaround vorgestellt wurden, steht in diesem Abschnitt der Prozess der Entwicklung und Umsetzung von Sanierungs- bzw. Restrukturierungskonzepten im Fokus der Betrachtung. Aufgrund des zeitlichen Engpasses, dem das restrukturierungsbedürftige Unternehmen ausgesetzt ist, muss ein grobes Sanierungs- bzw. Restrukturierungskonzept binnen weniger

Tage erarbeitet werden. Schließlich verbleiben einem überschuldeten bzw. zahlungsunfähigen Unternehmen nur noch drei Wochen, bis es womöglich den Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens stellen muss. Die praxisnahe Literatur verweist im Zusammenhang mit der Erstellung von Sanierungs- bzw. Restrukturierungskonzepten häufig auf die Einteilung in kurzfristige, mittelfristige und langfristige Komponenten. In der Summe tragen diese einzelnen Komponenten dafür Sorge, dass das entsprechende Unternehmen wieder den Weg zurück zur Rentabilität und Ertragsfähigkeit findet (Faulhaber und Landwehr 2005: 19-139, Hohberger und Damlachi 2006: 103-111). Zusammenfassend können die einzelnen Phasen in zwei Kategorien eingeteilt werden: Die erste, kurzfristig ausgerichtete Kategorie, beinhaltet dabei die Bestandsaufnahme und die Erstellung eines Grobkonzeptes und Business Plans zur Sanierung bzw. Restrukturierung. Die zweite, mittel- bis langfristig veranschlagte Kategorie, umfasst die Detaillierung und Umsetzung des erarbeiteten Konzeptes. Häufig findet auch direkt eine Unterscheidung in operative, strategische bzw. strukturelle und finanzielle Maßnahmen statt. Die dargestellten Maßnahmen dienen aber stets dem gleichen Ziel: Kurzfristig das Überleben der Gesellschaft zu gewährleisten und mittel- bis langfristig die Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen (Entsprechende Ausführungen finden sich bei Kraus und Haghani 2004:13-37, Faulhaber und Landwehr 2005: 19-139, Schreyögg 2004: 13-36 sowie Harenberg und Wlecke 1998a: § 15 RN 3-83).

#### 2.3.4 Einflüsse der Situation auf die Sanierung und Restrukturierung

Es wurde bereits deutlich, dass sich ein Unternehmen in der Krise eingeschränkten Handlungsspielräumen und einem erhöhten Handlungsbedarf gegenübersteht. Die Handlungsspielräume muss das Unternehmen ausfüllen, indem es versucht, sich zu verändern bzw. eine Anpassung an diese neuen Gegebenheiten und Herausforderungen herbeizuführen. Es erscheint daher sinnvoll, diese Gegebenheiten und Herausforderungen zunächst genauer zu untersuchen, um dann abzuleiten, wie ein Unternehmen selbst (endogen) auf diese (exogen) vorgegebenen Gegebenheiten und Herausforderungen reagieren kann.

Der Krisenbegriff, der bislang in der Definition des Abschnittes 2.1 die betriebswirtschaftliche, die rechtliche und die insolvenzrechtliche Krise umfasst, muss erweitert werden um die Ursache der Krise. Dies ist notwendig, damit eine Aussage dahingehend getroffen werden kann, ob die zu implementierenden Maßnahmen überhaupt eine adäquate Wirkung bezüglich des Aufhaltens und der Überwindung der Krise erreichen können. Eine ursachenbezogene Kriseneinteilung wird üblicherweise vorgenommen, indem endogen- und exogen-induzierte Krisen unterschieden werden.

Endogene Krisen finden ihre Ursache in der betrieblichen Aufbau- bzw. Ablauforganisation selbst. Hierbei können Fehlentscheidungen auf Managementebene, Störungen von internen Prozessen oder auch Qualitätsprobleme ausschlaggebende Ursachen für eine Krise sein. Bei exogenen Krisen handelt es sich um Struktur- und Konjunkturkrisen. Die Liquiditätskrise und

insolvenzrechtliche Krise können endogen und exogen bedingt sein. Im Folgenden werden die Struktur- und Konjunkturkrise bezüglich situativer Besonderheiten näher betrachtet. Anschließend werden die Handlungsspielräume, die in der Liquiditäts- und der insolvenzrechtlichen Krise noch bestehen, diskutiert.

Strukturkrisen sind durch Überkapazitäten am Markt gekennzeichnet, die sich in hoher Rivalität innerhalb der Branche, aggressiver Preispolitik und einer sinkenden Nachfrage äußern und somit zu einem Verfall der Margen und Renditen innerhalb der Branche führen. Unternehmen innerhalb dieser Branche sind zu einem grundlegenden Wandlungsprozess gezwungen, um zu einer Neupositionierung auf einem unsicheren Markt zu gelangen. Es gilt für das Unternehmen, die neuen marktgegebenen Herausforderungen mit der eigenen unternehmerischen Leistungsfähigkeit in Einklang zu bringen. Eickhof (1982: 202) spricht in diesem Zusammenhang auch von der Notwendigkeit, die endogenen Möglichkeiten mit den exogenen Gegebenheiten abzustimmen. Eine Neupositionierung auf einem Markt kann nur über die Erschließung neuer Handlungsspielräume erreicht werden, die es dem Unternehmen erlaubt, sich von der Konkurrenz abzuheben. Zur Erschließung dieser Wettbewerbsvorteile stehen einem Unternehmen in Anlehnung an die betriebswirtschaftliche Forschung grundsätzlich zwei Wege zur Verfügung.

Das Unternehmen kann ausgehend vom Markt seine angestrebte Wettbewerbsposition bestimmen und dieses Ziel mit einer internen Umstrukturierung erreichen. In diesem Fall spricht man von einer Market-based-View. Die zweite Möglichkeit zur Erlangung der Wettbewerbsvorteile ist die Ableitung einer Wettbewerbsstrategie aus den bisherigen internen Stärken, Fähigkeiten und Kernkompetenzen. In diesem Fall spricht man von einer Resource-based-View (Rasche 1994: 10, Bamberger und Wrona 1996: 130 sowie Rühli 1994: 33 gehen auf diese Konzepte ausführlich ein).

Die Besonderheit in der Krise ist jedoch, dass ein Unternehmen bei ausschließlicher Konzentration auf seine bisherigen Stärken, Fähigkeiten und Kompetenzen nicht zwangsweise erfolgreich sein muss, da sich die Marktbedingungen unter Umständen grundlegend geändert haben. Ein bestehender Wettbewerbsvorteil muss auf dem neuen Markt nicht unbedingt ein Wettbewerbsvorteil bleiben. Auf der anderen Seite führt eine reine Konzentration auf den Markt und dessen Gegebenheiten und Herausforderungen dazu, dass interne Kompetenzen und Fähigkeiten vernachlässigt werden bzw. diese benötigten Fähigkeiten und Ressourcen im Unternehmen gar nicht vorhanden sind. Somit können die reine Konzentration auf den Resource-based-Ansatz auf der einen und den Market-based-Ansatz auf der anderen Seite in der Strukturkrise zu einer Überforderung des Wandlungsvermögens der Organisation führen. Es erscheint zweckmäßig, bei der Bestimmung der Strategie interne Elemente zu berücksichtigen und vice versa, d.h. ausgehend von den internen Fähigkeiten und Fertigkeiten die Strategieformulierung durchzuführen. Die folgende Abbildung fasst dieses Verhältnis grafisch zusammen.

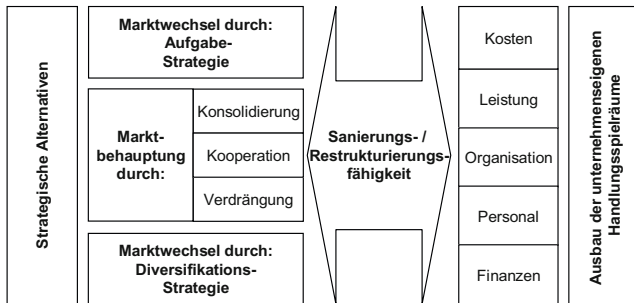


Abbildung 6: Strategische Alternativen (Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Müller 1986: 93, Eickhof 1982: 202 sowie Turnheim 1988: 35).

Entscheidend dabei ist die Geschwindigkeit. Das Unternehmen muss in der Lage sein, innerhalb kürzester Zeit den Anforderungen aus dem Sanierungs- bzw. Restrukturierungskonzept gerecht zu werden. Zunächst hat das Unternehmen mit der Erstellung des Grobkonzeptes die Entwicklungsrichtung bzw. die Strategie festzulegen, mit der sich das Unternehmen am Markt neu positionieren wird. Im zweiten Schritt müssen die internen Wandlungsprozesse angepasst, also die eigentliche Restrukturierung bzw. Sanierung durchgeführt werden.

Klodt und Schmidt (1993: 22) führen aus, dass die Konjunkturkrise im Gegensatz zur Strukturkrise durch zyklische und reversible Nachfrageschwankungen gekennzeichnet ist, die sich im Auslastungsgrad der Produktionskapazität widerspiegeln. Die unternehmenseigenen Handlungsspielräume können durch die Konjunkturkrise je nach Dauer und Intensität herausgefordert werden. Führt der Wandlungsdruck aufgrund des Rückgangs der Nachfrage zu einer Beeinträchtigung der Zielerrendite des Unternehmens und daher zur Erfolgskrise, reicht das bestehende Wandlungsvermögen offensichtlich nicht mehr aus. Die Erschließung neuer Handlungsspielräume muss erfolgen.

In die Erfolgskrise kann das Unternehmen ausgehend von der Konjunkturkrise auf verschiedene Wege gelangen. Zum einen kann die Ursache daran liegen, dass der eigene Absatz nicht stabilisiert werden kann und als Folge ein Nachfragerückgang eintritt. Zum anderen könnten die Möglichkeiten zur Anpassung der Kapazitäten intern nicht vorhanden sein. Sind dann die fixen Kosten aufgrund ihres Anteils so hoch, dass Kostenspielräume nicht existieren und somit die geringere Kapazitätsauslastung nicht kompensiert werden kann, führt dies in der Summe zur Erfolgskrise. Um neue Handlungsspielräume in der Konjunkturkrise zu erschließen, muss der Absatz stabilisiert, das Arbeitsvolumen angepasst und die Kostenstruktur optimiert werden (Auf eine ausführliche Vorstellung und Diskussion der drei Maßnahmen wird an dieser Stelle verzichtet. Entsprechende Ausführungen finden sich bei Meffert 1994: 260, Meffert und Walters 1984: 151, Hess und Fechner 1991: 222 sowie Groß 1998: §10).

Zwei besondere Krisenarten sind die Liquiditätskrise und die insolvenzrechtliche Krise. Diese können ursächlich sowohl endogen als auch exogen bedingt und sowohl durch die strukturelle als auch die konjunkturelle Krise herbeigeführt worden sein. Eine sich abzeichnende Liquiditätskrise kann unter Umständen in die Zahlungsunfähigkeit und/oder zur Überschuldung führen. Kennzeichen der Liquiditätskrise ist, dass der interne finanzielle Handlungsspielraum geringer und der Einfluss Dritter auf das Unternehmen größer wird. Somit hat sich der Handlungsdruck auf die Gesellschaft noch weiter erhöht.

Nach Krystek (1985: 604) müssen unternehmensinterne Maßnahmen in der Liquiditätskrise auf die kurzfristige Gewinnung interner finanzieller Spielräume ausgerichtet sein. Um die Einnahmenseite der Gesellschaft zu verbessern, können nicht-betriebsnotwendige Vermögensgegenstände veräußert, Sale-and-lease-back-Transaktionen oder Lagerabverkäufe sowie Forderungsverkäufe durchgeführt werden. Die Ausgabenseite kann kurzfristig reduziert werden durch die Streichung oder Aufschiebung von Investitionsmaßnahmen, eine restriktive Kostenkontrolle und den Eingriff in arbeitsrechtliche Ansprüche (Rudolph 1984: 16-43). Die wesentlichen arbeitsrechtlichen Maßnahmen betreffen die Kürzung tarifvertraglicher, betriebsverfassungsrechtlicher, freiwilliger und einzelvertraglicher Leistungen einschließlich der betrieblichen Altersvorsorge. Sind die Eigentümer des Unternehmens nicht mehr Willens oder in der Lage zusätzliche Liquidität verfügbar zu machen, bleibt nur noch wenig Spielraum übrig. Denn die Aufnahme neuen Fremdkapitals kann für Unternehmen mit Liquiditätsproblemen schwierig sein. Entweder gewähren die Banken ihnen die Mittel aufgrund des hohen Risikos nicht mehr zu marktüblichen Konditionen oder das Unternehmen kann keine entsprechende Sicherheiten mehr bereitstellen (Doberanzke 1993 geht ausführlich auf die Sicherheitenstellung sowie die Interessen von Kreditinstituten in der Krise ein). Der Grad der Ausschöpfung der Kreditsicherheiten spiegelt dabei den Fortschritt der Liquiditätskrise wider. Ein weiteres Problem ergibt sich aus den verschiedenen Interessenslagen der Beteiligten. Die Folge können politische Prozesse sein, die nicht selten zu einer weiteren Einengung der unternehmensinternen Handlungsspielräume führen. So wird die Geschäftsleitung in der Liquiditätskrise häufig keine Alternative zur Aufnahme neuer Kredite sehen. Die zusätzlich geschaffene Liquidität soll zur Krisenbewältigung beitragen. Dabei verkennt sie allerdings, dass derartige Maßnahmen ohne flankierende Konzepte für die Restrukturierung bzw. Sanierung nicht ausreichen, um den Turnaround zu schaffen. Banken und Arbeitnehmer werden hingegen voraussichtlich nach den Ursachen der Krise und Fortführungsaussichten fragen, bevor sie bereit sind, in irgendeiner Form Zugeständnisse abzugeben (Gless 1996: 81). Ist das Insolvenzverfahren erst einmal eröffnet, verliert der Schuldner nach § 27 InsO die Verfügungsgewalt über das Vermögen. Dieses geht auf den Insolvenzverwalter über, der es zu verwerten und die Erlöse an die Gläubiger zu verteilen hat (Schmidt 2003c: 1178). Er entscheidet alleine über Fortführung oder Abwicklung der Gesellschaft. Die wirtschaftlichen Voraussetzungen zur Fortführung müssen gegeben sein und der Insolvenzverwalter muss über entsprechende finanzielle Mittel verfügen. Gesellschaftsrechtlich ist die Fortführung durch

Fortführungsgesellschaften geregelt (Einen guten Überblick gibt Groß 1988:135). Der Betriebsübergang der Arbeitnehmer nach § 613a BGB kann dabei ebenso eine Rolle spielen wie die Etablierung eines Insolvenzplans, der zusätzliche Handlungsspielräume zur Fortführung der Gesellschaft in der Insolvenz eröffnen kann.

Der Insolvenzverwalter unterliegt zwar nach § 58 InsO der gerichtlichen Überwachung und hat sich nach den Grundsätzen der Gläubigerautonomie und Gläubigerselbstverwaltung den Beschlüssen der Gläubigerversammlung zu unterwerfen. Seine Einflussmöglichkeiten bei der Abwicklung oder Fortführung der Gesellschaft sind jedoch nach einheitlicher Meinung der Literatur sehr weitreichend (Müller 1986: 462, Groß 1988: 525 sowie Wellensieck 2003: 1230). Nach § 159 InsO ist der Insolvenzverwalter verpflichtet das Vermögen zu verwerten. Die Fortführung durch den Verwalter ist aber keineswegs ausgeschlossen, wenn dies einer optimaleren Verwertung der Vermögensmasse entspricht. Er kann die Produktion weiter vorantreiben, um lediglich angefangene Produkte fertig zu stellen, aber auch dauerhaft fortführen, wenn sich dadurch die Masse erhöht (Müller 1986: 244). Letztlich ist der Insolvenzverwalter in seiner Entscheidungsmacht und Stellung aber so autonom, dass er alleine über Fortführung oder Abwicklung entscheiden kann. Ein häufig auftretendes Problem ist dabei, dass sich der Insolvenzverwalter gegenüber Gerichten und Kreditinstituten erwartungsgerecht verhält, wenn er die Gesellschaft abwickelt (Krystek 1987: 269). Allerdings kann öffentlicher oder politischer Druck dazu führen, dass der Insolvenzverwalter quasi gezwungen ist, das Unternehmen fortzuführen.

Handlungsspielräume zur Sanierung und Restrukturierung ergeben sich lediglich dann, wenn die wirtschaftlichen Voraussetzungen gegeben sind. Vorübergehend ist die Fortführung meist sinnvoll, da angefangene Produkte fertig gestellt werden können und somit höhere Preise erzielbar sind. Aufgrund der Kündigungsfristen der Arbeitnehmer trägt die Weiterproduktion zur Deckung der daraus entstehenden Kosten bei. Schmidt (2003d: 1178) weist zu Recht darauf hin, dass die Kostenstruktur in dieser Zeit aus Unternehmenssicht meist sehr günstig ist, da keine Zinszahlungen, Abschreibungen oder Steuern anfallen. Groß (1988: 524) stellt weiterhin die besondere Bedeutung der Kunden- und Mitarbeiterbindung zur Fortführung der Geschäftstätigkeit nach Bekanntwerden der Eröffnung des Insolvenzverfahrens heraus.

Die mithin wesentlichste Voraussetzung zur Fortführung des Geschäftsbetriebes in der Insolvenz ist aber die Beschaffung bzw. der Zugang zu Finanzmitteln. In der Anfangsphase der Insolvenz lassen sich die erforderlichen Mittel aus der Abarbeitung angefangener Aufträge, aus Erlösen des Verkaufs nicht-betriebsnotwendigen Vermögens oder ausstehenden Forderungseingängen realisieren (Groß 1988: 523). Sogenannte Verwalterkredite, die als Masseschulden vorweg zu befriedigen sind, können weitere Liquiditätsspielräume eröffnen (Wittig 2003: 1461). Verspricht die Fortführung des Geschäftsbetriebes eine bessere Verwertung des Vermögens der Gesellschaft, werden sich die Gläubiger sicherlich dazu bereit erklären, weitere finanzielle Mittel zur Verfügung zu stellen. Wittig (2003) führt jedoch aus, dass Kreditinstitute in der Regel vorsichtig sein werden, zusätzliches Geld dem bereits



erhöhten Risiko auszusetzen, da sie sich den Risiken der Masselosigkeit und der verschärften Rechtsprechung ausgesetzt sehen.

Die Erwartungshaltung des Insolvenzgerichtes und der Kreditinstitute schränken die Hoffnung ein, dass die Fortführung des Geschäftsbetriebs Priorität erlangt. Nach § 1 InsO ist das Ziel der Insolvenz die Befriedigung der Gläubiger durch Verwertung des Restvermögens und nicht die Fortführung. Für Unternehmen mit aufgezehrten finanziellen Mitteln aber noch bestehenden leistungswirtschaftlichen Handlungsspielräumen gilt es demnach einen geeigneten Partner zu finden, der die Fortführung und Sanierung unterstützt. Kann das Unternehmen diesen nicht finden, droht trotz vorhandener Handlungsspielräume und bestehendem Wandlungsvermögen eine Zerschlagung und Verwertung des Vermögens.

### **3. Finanzierungstheorie: Optimale Kapitalstruktur und Finanzierungsinstrumente**

Im vorangegangenen Kapitel wurde deutlich, dass die Situation der Unternehmenskrise durch zunehmend eingeengte Handlungsspielräume gekennzeichnet ist. Neben der Früherkennung wurden Mittel und Wege zur Überwindung der Krise aufgezeigt, wobei deutlich wurde, dass gerade die Wiedererlangung der finanziellen Handlungsspielräume oberste Priorität besitzen muss. Dieses 3. Kapitel widmet sich daher der Finanzierung, dem Instrument zur Wiedererlangung finanzieller Spielräume sowie zur Herstellung einer optimalen Kapitalstruktur. Somit wird die Grundlage für den im 6. und 7. Kapitel stattfindenden situativen Vergleich und die finanzierungstheoretische Reflexion der Finanzierungsformen vor dem Hintergrund der Unternehmenskrise geschaffen.

Bevor eine Vorstellung der Finanzierungsformen zur Wiedererlangung der finanziellen Handlungsspielräume erfolgt, wird das theoretische Fundament der optimalen Finanzierungs- und Kapitalstruktur von Unternehmen gelegt. Dazu wird in Abschnitt 3.1 die Finanzierungstheorie in das Zielsystem im Investitions- und Finanzbereich eingeordnet und vor dem Hintergrund der aktuellen Corporate-Finance-Diskussion zur optimalen Finanzierungs- und Kapitalstruktur reflektiert. Das Ziel der theoretischen Fundierung ist die Beantwortung der Forschungsfrage, ob und warum Private Equity in der Situation der Unternehmenskrise als geeignete Finanzierungsform angesehen werden kann und somit Turnaround-Investitionen für Private-Equity-Gesellschaften naheliegend sind. Dies wäre der erste Schritt zur Erklärung der besonderen Eignung von Private Equity in der Krise und der Zunahme der Turnaround-Investitionen. Abschnitt 3.2 erläutert dazu die Pecking-Order- und die Trade-off-Theorie und stellt den aktuellen Stand der Forschung dar. Die aus der Finanzierungstheorie abgeleiteten Aussagen werden in den folgenden Kapiteln erneut aufgegriffen und vor dem entsprechenden Hintergrund analysiert.

Im Anschluss an die finanzierungstheoretische Diskussion der optimalen Kapitalstruktur zeigt die zweite Hälfte des 3. Kapitels auf, welche Möglichkeiten Unternehmen zur Finanzierung haben. Abschnitt 3.3 unterscheidet dazu zunächst die Kapitalbedarfsdeckung in die interne und externe Finanzierung. Es erfolgt weiterhin eine Einteilung nach den Bereichen Fremd-, Beteiligungs- sowie Innenfinanzierung, welche sich mithilfe der finanzierungstheoretischen Aussagen ableiten lässt. Diese Einteilung wird im weiteren Verlauf der Arbeit im Rahmen der Untersuchung der Finanzierungsformen hinsichtlich ihrer Eignung im situativen Kontext der Unternehmenskrise wieder aufgegriffen.

### **3.1 Einordnung der Finanzierungstheorie in das Zielsystem des Investitions- und Finanzierungsbereiches**

Die betriebswirtschaftliche Lehre geht davon aus, dass die Handlungsweisen, Aktivitäten und Maßnahmen von Unternehmen vorrangig von drei Leitmaximen bestimmt werden: Dem erwerbswirtschaftlichen Prinzip, dem Wirtschaftlichkeitsprinzip und dem Prinzip des finanzwirtschaftlichen Gleichgewichtes (Gräfer et al. 2001). Die beiden zuerst genannten Prinzipien stellen spezielle Leitsätze der Unternehmungen in einer marktwirtschaftlich organisierten Wirtschaftsordnung dar. Dazu gehören auch die Gewinnmaximierung sowie die Erreichung dieses Ziels mit dem geringsten Faktoreinsatz. Das Prinzip des finanzwirtschaftlichen Gleichgewichtes kommt dabei als Nebenbedingung hinzu. Dieses Prinzip ist eine notwendige, wenngleich nicht hinreichende Voraussetzung für die Existenz von Unternehmen (Bleis 2006: 75, Olfert und Reichel 2005: 41). Hierbei wird direkt ersichtlich, weshalb die Finanzierungs- bzw. Kapitalstruktur, wie im vorangegangenen Kapitel angedeutet, gerade bei Unternehmen, die aus eben jenem finanzwirtschaftlichen Gleichgewicht geraten sind, sich also in der Krise befinden, von so existentieller Bedeutung ist. Mit dem Prinzip des finanzwirtschaftlichen Gleichgewichtes wird die Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit des Unternehmens zu jedem Zeitpunkt bezeichnet (Drukarczyk 2003: 23-34). Wie ebenfalls bereits dargestellt wurde, ist die Beachtung des Prinzips des finanzwirtschaftlichen Gleichgewichtes deshalb so wichtig, weil Illiquidität als Folge der Krise zur Insolvenz führt und die entsprechenden Auslösemechanismen nach sich zieht. Die Liquidation, d.h. die Auflösung des Unternehmens, kann die Folge sein.

Die Finanzierungstheorie versucht, die dargestellten Leitprinzipien und Maximen in Einklang bzw. in ein Optimum zu bringen. Die Theorie der optimalen Finanzierungs- und Kapitalstruktur ist sicherlich eine der komplexesten Fragestellungen im Bereich der Corporate Finance. Trotz intensiver Forschung und wissenschaftlicher Diskussion ist es schwer, die entscheidenden und vor allen Dingen allgemeingültigen Antworten auf die Frage nach der optimalen Kapitalstruktur vor dem Hintergrund der Maximierung des Unternehmenswertes zu erhalten. Die Weiterentwicklung der Finanzierungstheorie wird häufig unterstützt von der Übersetzung aktueller Entwicklungen der tatsächlichen Unternehmensfinanzierung, abgeleitet aus empirischen Studien, in wissenschaftliche Theorieaussagen. Die Dynamik, mit der die Unternehmensfinanzierung in der betriebswirtschaftlichen Forschung weiterentwickelt wird, ist vor allen Dingen auch gekoppelt an die Entwicklungen, die die Finanzierungsthematik in der Unternehmenspraxis aufweist. Nicht zuletzt aufgrund dieser Dynamik und der Problematik der Interpretierbarkeit von Praxisdaten ist es schwer, jeder Ausprägungsform der verschiedenen Unternehmensfinanzierungen ein standardisiertes theoretisches Fundament zuzuweisen.

Williamson und Francis (2001: 2) geben eine recht treffende Antwort auf die Frage nach der optimalen Kapitalstruktur. Demnach muss die ideale Kapitalstruktur den Unternehmenswert maximieren, ein angemessenes Liquiditätsniveau vorhalten, finanzielle Flexibilität ermö-

gleichen sowie ein akzeptables Niveau finanzieller Risiken bergen. Diese Ziele sind zwar größtenteils komplementär und sollten jederzeit von dem Oberziel der Liquiditätssicherung beherrscht werden, aber dennoch können an dieser Stelle auch entscheidende Konflikte im Unternehmen bzw. zwischen den Stakeholdern des Unternehmens entstehen. So haben das Management und die Fremdkapitalgeber unter Umständen ein Interesse an hohen Liquiditätsreserven während für die Eigenkapitalgeber dadurch Opportunitätskosten entstehen. Auch für die Praxis ist die Beachtung der optimalen Kapitalstruktur mehr in den Fokus der Aufmerksamkeit gerückt. Häufig legen Unternehmen danach ein Ziel-Eigenkapital-/Fremdkapitalverhältnis fest, welches sie anschließend zu erreichen versuchen (So weisen mehrere empirische Studien, wie bspw. Börner und Grichnik 2003, Graham und Harvey 2001 oder Bancel und Mittoo 2002 auf die erhöhte Bedeutung der Kapitalstrukturplanung und den Zusammenhang zur Finanzierungstheorie hin. Abschnitt 3.2.3 untersucht die Aussagen der Finanzierungstheorie vor dem Hintergrund empirischer Befunde noch ausführlich). Zusammenfassend kann die aktuelle Corporate-Finance-Debatte mit der Leitmaxime „Maximierung des Unternehmenswertes“ in drei zugrunde-liegende Entscheidungsbereiche untergliedert werden:

- Investitionsentscheidung,
- Finanzierungsentscheidung,
- Dividendenentscheidung.

Die Finanzierungsentscheidung steht sowohl zur Investitions- als auch zur Dividendenentscheidung in sehr engem Zusammenhang. Vereinfachend kann festgestellt werden, dass die Investition und die Dividende nichts anderes als eine Auszahlung bzw. einen Aufwand bedeuten, den das Unternehmen finanzieren muss. Die Investitionsentscheidung bezieht sich auf Investitionsprojekte des Unternehmens. Einfach ausgedrückt sollte ein Unternehmen Projekte dann durchführen, wenn der Barwert (Net Present Value, „NPV“) positiv ist. Da die Investitionsentscheidung nicht im Zusammenhang mit dem Forschungsziel der vorliegenden Arbeit steht, soll im Folgenden nicht weiter auf die Bedeutung unterschiedlicher Anspruchsgruppen, wie Eigen- und Fremdkapitalgeber, eingegangen werden (So bestehen bspw. bei der Mindestverzinsung eines Investitionsprojektes divergierende Ansichten, aber auch Flexibilität und Unsicherheit spielen eine bedeutende Rolle bei der Investitionsentscheidung). Die Dividendenentscheidung ist im Hinblick auf den Forschungsgegenstand ebenfalls, zumindest auf den ersten Blick, zu vernachlässigen. Da mit der Dividende aber auch Disziplinierungsinstrumente der Eigentümer verknüpft sind, wird die Dividendenentscheidung im folgenden Abschnitt erneut aufgegriffen.

Die Entscheidung über die optimale Finanzierungs- bzw. Kapitalstruktur ist von besonderer Bedeutung für die Beantwortung der Frage, ob Private Equity in der Krise einen besonderen Beitrag zum Turnaround leisten kann. Arnold (2005) leitet die optimale Kapitalstruktur als das optimale Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital ab. Zwischen deutsch- und englischsprachiger Literatur gibt es an dieser Stelle stets den Definitionsunterschied bezüglich

Eigenkapital, Fremdkapital, Equity und Debt. Dieser beruht sowohl auf Rechnungslegungsunterschieden zwischen HGB sowie IFRS und US GAAP, als auch auf einer unterschiedlichen Art und Weise der Bilanzaufstellung. Für den weiteren Verlauf wird Equity sowie Net Assets als Eigenkapital und Debt als Fremdkapital definiert. In der deutschen Literatur wird Debt häufig auch als Schulden bzw. Verschuldung bezeichnet, was die Abgrenzbarkeit erschwert.

Arnold (2005) konstatiert weiterhin, dass das Ziel des optimalen Eigenkapital-/Fremdkapitalverhältnisses das Ziel der meisten marktwirtschaftlich organisierten Unternehmen darstellt, da es den Shareholder Value, den Wert des Unternehmens für die Inhaber des Eigenkapitals, maximiert und die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens steigert. Trotz dieses eindeutigen Ziels stoßen empirische Untersuchungen immer wieder auf Finanzierungsstrukturen, die teilweise nicht in Einklang mit bestehenden allgemeingültigen Theorieaussagen zu bringen sind und dazu führen, dass das Forschungsgebiet der Finanzierungstheorie einer hohen Dynamik unterworfen ist. Zum einen liegt dies darin begründet, dass verschiedene Theorien im Konflikt zueinander stehen. Zum anderen liefern zahlreiche empirische Studien teilweise unterschiedlich interpretierbare Resultate zu verschiedenen Phasen des Lebenszyklus' von Unternehmen (Der folgende Abschnitt geht darauf noch detaillierter ein). Nichtsdestotrotz tragen das erweiterte Wissen über die optimale Kapitalstruktur und die empirischen Ergebnisse zur Weiterentwicklung des Verständnisses bei. Somit können wertvolle unternehmens-, branchen- und lebenszyklusspezifische Erkenntnisse abgeleitet und genutzt werden, die die Unternehmen in die Lage versetzen, dem Optimum der Kapitalstruktur näher zu kommen.

### **3.2 Finanzierungstheorie**

Mit diesem Abschnitt zur Finanzierungstheorie wird das Fundament für den weiteren Gang der Untersuchung geschaffen. Die Ergebnisse werden im 5. Kapitel im Rahmen der analytischen Betrachtung von Private Equity, im 6. Kapitel zur Definition einer Erwartungshaltung an Krisenunternehmen hinsichtlich ihrer Finanzierung und im 8. Kapitel zur Reflexion der Ergebnisse aus der Untersuchung mithilfe des Analyserasters erneut aufgegriffen und weiterverarbeitet.

Die moderne Theoretisierung der optimalen Kapitalstruktur begann 1958 mit dem Artikel „The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment“ von Modigliani und Miller. Sie propagierten, dass der Unternehmenswert unabhängig von der Kapitalstruktur sei und primär von der Investitionsstrategie und den zukünftigen Ertragspotenzialen abhängt. Noch vor 1958 ging man im Rahmen der traditionellen Theorie davon aus, dass mit einem erhöhten Verschuldungsgrad auch der Unternehmenswert erhöht werden kann. Dieser Gedanke resultierte daraus, dass Fremdkapital eine günstigere Refinanzierungsquelle darstellt und die Zinszahlungen durch eine Reduktion der Einkünfte zu einer geringeren Steuerbelastung bei den Unternehmen führen. Auch Modigliani und Miller griffen daraufhin (1963) die Steuerthematik in ihrer Theorie auf und kamen zu der Schlussfolgerung, dass Steuern

tatsächlich einen Einfluss auf die optimale Kapitalstruktur haben und dieses Optimum genau dort ist, wo das Fremdkapitalniveau an seinem Maximum ist. Empirische Studien zeigten jedoch, dass die Theorie in einigen Punkten Schwächen zeigte. So gab es bspw. kaum 100% fremdfinanzierte Unternehmen. 1966 waren es zunächst Robichek und Myers, die herausstellten, dass die optimale Kapitalstruktur von einem Ausbalancieren des Steuervorteils von Fremdkapital und den Bankruptcy-Kosten abhängt (Robichek und Myers 1966). Unternehmen mit steigendem Verschuldungsgrad sind steigenden finanziellen Risiken und einer erhöhten Gefahr, in finanzielle Schwierigkeiten, sogenannten Financial Distress, zu geraten, ausgesetzt. Die damit verbundenen Risikokosten werden als Bankruptcy-Kosten bezeichnet. Demnach maximiert die optimale Kapitalstruktur den Unternehmenswert genau dann, wenn der Nutzen zusätzlichen Fremdkapitals von dessen Kosten konterkariert wird. Im Optimum ist der Grenznutzen von Fremdkapital gleich den Grenzkosten bedingt durch die Bankruptcy-Kosten (Bradley et al. 1984). Miller kritisierte diese These 1977 und präsentierte ein neues Modell für die Kapitalstruktur, welches demonstrierte, dass der Steuervorteil von Fremdkapital auf Unternehmensebene durch den Steuernachteil auf persönlicher Ebene des Eigentümers kompensiert wird (Miller 1977). Das Modell zeigt, dass der Vorteil des höheren Fremdkapitalanteils geringer ist, als in den früheren Stadien der Theorien antizipiert wurde. Neben der Konzentration auf den Steuervorteil und die Bankruptcy-Kosten entwickelten sich weitere Untersuchungsrichtungen (Eine interessante und vollständige Aufstellung liefern bspw. Lobe und Essler 2008: 55-78). Vor allem Jensen und Meckling trugen 1976 zu neuen Erkenntnissen bei, indem sie dem Kapitalmarkt eine gewisse Unvollkommenheit zusprachen und somit auch den Einfluss der Minimierung von Agency-Kosten auf die Kapitalstruktur untersuchten. Ross analysierte 1977 die Präferenz der Manager, Fremdkapital aufzunehmen bzw. Fremdkapitalinstrumente aufzulegen, um positive Signale für zukünftige Ertragspotenziale auszusenden. Myers sowie Myers und Majluf formulierten 1984 die Pecking-Order-Theory, die zum Ausdruck bringt, dass Unternehmen keine Ziel-Kapitalstruktur anvisieren, sondern vielmehr die Finanzierungsstruktur-Alternative bevorzugen, die die geringsten Finanzierungskosten mit sich bringt (Myers 1984, Myers und Majluf 1984). Im Vergleich zu den vorangegangenen Theorien stellte die Pecking-Order-Theory ein Novum dar, weil sie sich von der optimalen Kapitalstruktur im Sinne einer Zielstruktur weg, hin zu einer „Hackordnung“ der Kapitalstruktur entwickelte, wonach Unternehmen zunächst das Innenfinanzierungspotenzial ausschöpfen, bevor sie Fremdkapital aufnehmen oder in einem dritten Schritt sogar weiteres Eigenkapital ausgeben. Die Pecking-Order-Theory wurde seitdem mehrfach den sogenannten Trade-off-Theories gegenübergestellt, worunter die wissenschaftliche Literatur ein ganzes Bündel der modernen Finanzierungstheorien zusammenfasst. Zugrunde liegt allen Trade-off-Theories das Abwägen von Kosten und Nutzen eines zusätzlichen Euros an Fremdkapital. Neben diesen beiden Hauptuntersuchungsrichtungen fand eine weitere Theorie Einzug in die Corporate-Finance-Diskussion: Die Market-Timing-Hypothesis. Sie versucht eine Aussage

darüber zu treffen, wann Unternehmen eine Investition mit Eigenkapital oder Fremdkapital finanzieren. Baker und Wurgler (2002), die diese Theorie erstmals formulierten, propagieren, dass die Kapitalstruktur eines Unternehmens an erster Stelle auf ein relatives Missverhältnis in Bezug auf die Preisgestaltung von Eigen- und Fremdkapital zum Zeitpunkt einer Investition zurückzuführen sei. Mit anderen Worten würden Unternehmen grundsätzlich keine Rücksicht darauf nehmen, ob eine Investition mit Eigen- oder mit Fremdkapital finanziert wird, sondern sich stets für die Finanzierungsform entscheiden, die an den Finanzmärkten aktuell scheinbar die Günstigste ist. Warum allerdings ein derartiges Missverhältnis in Bezug auf die Preisgestaltung des Kapitals vorherrschen soll und warum das Unternehmen den Finanzmärkten bezüglich dieser Erkenntnis überlegen sein soll, kann die Market-Timing-Hypothese nicht erklären. Bezogen auf die Situation der Unternehmenskrise potenziert sich diese Schwäche, denn in Kapitel 2 wurde deutlich, dass ein Unternehmen oft selbst nicht erkennt, dass es sich in der Krise befindet. Wie kann es aber dann erkennen, dass sein Eigenkapital gerade noch überbewertet ist, das heißt dass das Unternehmen weiteres Eigenkapital zur Finanzierung ausgeben müsste? Im Gegenteil, wenn sich die Krise abzeichnet, das Unternehmen dies aber nicht erkennt, könnte es sogar verleitet sein, Fremdkapital aufzunehmen, weil das Eigenkapital subjektiv unterbewertet ist. Auch die Empirie zur Market-Timing-Hypothese zeigt, dass eindeutige Erkenntnisse nicht ableitbar sind. Zwar finden Baker und Wurgler (2002) in einer Auswahl von Unternehmen Nachweise für ihre Theorie, doch Altı (2006) zeigt in einer weiteren Untersuchung zum Market Timing, dass der Effekt auf die Finanzierungsentscheidung zu vernachlässigen ist. Aufgrund der Defizite der Market-Timing-Hypothese vor dem Hintergrund der Unternehmenskrise wird auf diese Theorie nicht näher eingegangen. Die folgenden Abschnitte konzentrieren sich auf die beiden Theorien bzw. Theorierichtungen, Trade-off und Pecking Order. Zunächst erfolgt dabei eine Definition bzw. Erläuterung dieser Theorien, bevor der aktuelle Entwicklungsstand vor dem Hintergrund der Corporate-Finance-Diskussion analysiert wird.

### 3.2.1 Trade-off-Theorie

Frank und Goyal (2007) weisen darauf hin, dass der Begriff der Trade-off-Theorie in der Literatur für eine ganze Familie verwandter Theorien genutzt wird. Danach liegt der Trade-off-Theorie zur optimalen Kapitalstruktur die grundsätzliche Annahme zugrunde, dass ein Unternehmen jenes Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital wählt, welches Kosten und Nutzen ausgleicht bzw. dass die Entscheidungsträger im Unternehmen zur Bestimmung dieses optimalen Verhältnisses zumindest die Kosten und Nutzen mit einbeziehen (Frank und Goyal 2007: 6).

Kraus und Litzenberger (1973) entwickelten die, dem heutigen Verständnis nach, klassische Trade-off-Theorie. Sie propagierten, dass das optimale Eigenkapital-/Fremdkapitalverhältnis den Trade-off zwischen dem Nutzen zusätzlichen Fremdkapitals (durch Abzugsfähigkeit der

Zinsen bei der Unternehmenssteuer) und den Kosten in Form der Bankruptcy-Kosten reflektiert. Nach Myers, der die Theorie 1984, wie in Abschnitt 3.1 beschrieben, aufgreift, setzt sich ein Unternehmen ein gewisses Ziel-Eigenkapital-/Fremdkapitalverhältnis und bewegt sich graduell in Richtung dieses Ziels. Das Zielverhältnis wird dabei durch Ausbalancieren des Steuervorteils und der Bankruptcy-Kosten bestimmt.

Die Trade-off-Theorie hat zur Weiterentwicklung des Verständnisses zur optimalen Kapitalstruktur geführt. So kann mit ihrer Hilfe bspw. erklärt werden, warum auf der einen Seite Start-up-Unternehmen, mit hohen antizipierten Zuwachsraten und riskanten Assets, niedrige Verschuldungsgrade und auf der anderen Seite Unternehmen in reifen Märkten, mit stabilen Umsätzen und Erträgen sowie sicheren Assets, hohe Verschuldungsgrade aufweisen. Unter riskanten bzw. sicheren Assets im Rahmen der Finanzierungstheorie wird Anlagevermögen verstanden, welches Unternehmen in die Lage versetzt, Erträge mit hoher bzw. geringer Volatilität zu erzielen. Auch die Leveraged Buyouts können mit Hilfe der Trade-off-Theorie erklärt werden. Gesunde Unternehmen, mit nachhaltigen Cashflows werden von Private-Equity-Gesellschaften übernommen, wobei dem erworbenen Unternehmen ein Teil des Kaufpreises in Form von Schulden aufgebürdet wird (Kapitel 4 „Private Equity“ geht im weiteren Verlauf näher auf diese Thematik ein). Brealey und Myers kritisieren jedoch, dass die Trade-off-Theorie nicht in der Lage ist zu erklären, warum einige der profitabelsten Unternehmen sehr niedrige Fremdkapitalanteile besitzen und somit einen Teil des Steuervorteils aus den Zinszahlungen nicht realisieren (Brealey und Myers 1996: 377-407). Eine umfangreiche Kritik zur Trade-off-Theorie formulieren auch Frank und Goyal (2007). Sie identifizieren vier Kern-Kritikfelder. Das Ziel-Eigenkapital-/Fremdkapitalverhältnis sei nicht direkt beobachtbar bzw. ablesbar. Um dieses Problem zu lösen wären gewisse Strukturen und Standards notwendig, die verschiedene Untersuchungen jedoch auf verschiedene Art und Weise anwenden würden. Zweitens ist der steuerliche Kontext in der Realität deutlich komplexer als in den Modellen, wodurch unterschiedliche Zielverhältnisse bestimmt werden könnten (So spielt es bspw. eine bedeutende Rolle, ob sich Unternehmen bereits in der Krise und somit unter finanziellem Druck befinden. Laitenberger und Lodowicks 2005 untersuchen gerade diesen Steuereffekt bei ausfallgefährdetem Fremdkapital). Außerdem sollten die Bankruptcy-Kosten auch zu einem gewissen Teil den volkswirtschaftlichen Wohlfahrtsverlust mit einschließen und nicht nur konkret erfassbare Kosten zwischen zwei Parteien berücksichtigen. Dabei sei zudem die Natur der Kosten, fix versus variabel, einmalig versus wiederkehrend, etc., zu berücksichtigen. Viertens müssten Transaktionskosten eine spezifische Form annehmen, damit die Analyse durchgeführt werden kann. Damit die Anpassung an das Ziel-Eigenkapital-/Fremdkapitalverhältnis graduell und nicht abrupt verläuft, müssten die variablen Kosten des Anpassens (im Sinne einer Veränderung des Eigenkapital-/Fremdkapitalverhältnisses, bspw. durch Kreditaufnahme) steigen, je höher die Anpassung ausfällt. Diese Annahme bezüglich der Anpassungskosten sei aber überraschend, da man eher erwarten würde, dass der Großteil dieser Kosten fix sein sollte und die variablen Kosten ungefähr



konstant blieben (Leary und Roberts 2005 untersuchen detailliert die Auswirkungen der Anpassungskosten auf die optimale Kapitalstruktur). Aufgrund ihrer Kritik arbeiten Frank und Goyal an einem dynamischen Trade-off-Modell. Allerdings sind nach eigenen Angaben der Autoren aufgrund modelltechnischer Schwierigkeiten noch keine allgemeingültigen Aussagen ableitbar (Frank und Goyal 2007: 13).

In Abschnitt 3.2 wurde kurz angesprochen, dass Jensen und Meckling (1976) auch die Theorie der Agency-Kosten als Erklärungsgrundlage für die optimale Kapitalstruktur heranziehen. Das Erreichen der optimalen Struktur ist dabei von dem grundsätzlichen Interessenkonflikt zwischen Fremd- und Eigenkapitalgebern (Principals) sowie den Managern des Unternehmens (Agents) bestimmt. Agency-Kosten wie bspw. Kosten des Monitorings, können in diesem Zusammenhang als direkte und indirekte Kosten zur Sicherstellung der Interessenausrichtung der Agents mit den Principals interpretiert werden. Jensen und Meckling (1976) weisen dabei insbesondere auf Konflikte zwischen Eigentümer und Manager sowie zwischen Eigentümer und Fremdkapitalgeber hin.

Im ersten Fall entsteht ein Risiko daraus, dass ein Manager nicht im Sinne der Eigentümer handelt, weil ihm nicht 100% des Eigenkapitals gehören und ihm somit auch der Gewinn aus seinen Handlungen nicht in vollem Umfang zugute kommt. Um den Anteil am Gewinn zu erhöhen, könnten Manager nun versucht sein, einige Ressourcen des Unternehmens für ihren eigenen Nutzen einzusetzen und damit mehr konsumieren, als ihnen im Sinne eines optimalen Konsumniveaus zudedacht war (Harris und Raviv 1991: 297-355). Durch diese Ineffizienzen wird der Unternehmenswert beeinträchtigt was in der Folge auch eine Reduktion des Wertes des Unternehmens für die Eigentümer bedeutet. Harris und Raviv führen weiter aus, dass diese Konflikte umso geringer sind, je höher der Anteil der Manager am Eigenkapital des Unternehmens ist. Ein unveränderter Anteil am Eigenkapital bedeutet für die Manager, dass jede absolute Erhöhung des Fremdkapitals in der Folge zu einer Erhöhung ihres Eigenkapitalanteils führt. Dabei wird ersichtlich, dass durch einen Anteil am Eigenkapital eine Interessenausrichtung erfolgt. Manager von etablierten, ertragreichen Unternehmen mit nachhaltig hohen Cashflows aber geringen Wachstumsperspektiven würden sonst die Liquidität unter Umständen nutzen, um Projekte trotz extrem geringen Grenznutzen zu Lasten der Ertragskraft des Unternehmens durchzuführen. Eine Finanzierung über Fremdkapital kann dabei Wert schaffen und diese Konflikte vermeiden indem die Cashflows reduziert werden. Dadurch wird der Verfügungsspielraum der Manager über die Cashflows eingeschränkt und somit Disziplin geschaffen. Das Fremdkapital verpflichtet die Manager vertraglich zu Zins- und Tilgungszahlungen. Dadurch ist Fremdkapital ein zuverlässiges Instrument dafür, Manager zu einem effizienteren Handeln zu bewegen und freie Cashflows an die Eigentümer auszuschütten statt überflüssige Investitionen zu tätigen. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Fremdkapital die Konflikte zwischen Eigentümern und Managern reduziert und zu geringeren Agency-Kosten im Zusammenhang mit der Überwachung der Entscheidung der Manager über die Allokation der freien Cashflows führt.

Der zweite Konflikt kommt darin zum Ausdruck, dass die Fremdkapitalgeber mit einem Agency-Problem konfrontiert werden, wenn Manager lediglich danach streben, den Wert der Eigentümer statt den des gesamten Unternehmens zu maximieren (Arnold 2005). Dies kommt darin zum Ausdruck, dass Manager dazu neigen, riskante Projekte zu akzeptieren, die den Wert der Eigentümer zwar erhöhen, den Wert der Fremdkapitalkontrakte jedoch verringern, indem sich die Chancen-Risiken-Verteilung verändert. Diese Tatsache wird wiederum von verschiedenen Hypothesen und Theorien untersucht, die postulieren, dass Manager einen Anreiz haben, zugunsten der Eigentümer zu handeln und Fremdkapitalgeber auszunutzen, indem suboptimale Investitionen getätigt werden und eine Verschiebung des Wohlstands von Fremd- zu Eigenkapitalgebern erfolgt (Dies propagiert bspw. die Risk-Shifting-Hypothese von Jensen und Meckling 1976). Auf der anderen Seite könnten auch optimale Investitionschancen durch die Manager ignoriert werden, solange sie mit Fremdkapital getätigt werden. Dies ist der Fall, wenn die Investition zwar lohnenswert im Sinne eines positiven Barwertes ist, die Fremdkapitalgeber jedoch mehr davon profitieren als die Eigentümer, da diese keine Gelegenheit auf einen zusätzlichen Gewinn haben (Myers 1977). Dieser zweite Konflikt macht deutlich, wie wichtig es ist, dass Fremdkapitalgeber die Manager überwachen. Somit ist es auch verständlich, warum in Kreditverträgen sogenannte Covenants vereinbart sind, die die Fremdkapitalgeber vor zunehmenden Risiken schützen, indem sie bspw. Mitbestimmungsrechte oder Zustimmungsrechte zugeteilt bekommen. Diese Überwachungsaktivitäten sind aber kostspielig und binden im Unternehmen Ressourcen. Die Fremdkapitalgeber preisen diese Kosten mit ein, was zu einer Verringerung des Unternehmenswertes führt und die Handlungsspielräume der Manager einschränkt. Je mehr Fremdkapital ein Unternehmen aufnimmt, desto höher sind daher die Kosten für dieses aufgenommene Kapital. Daraus schlussfolgert Van Horne (1998: 251-304), dass es einen Trade-off zwischen dem Nutzen zusätzlichen Fremdkapitals und den Monitoringkosten gibt. Er erweitert die Trade-off-Theory, die bisher den Nutzen von Fremdkapital mit den Bankruptcy-Kosten in ein Gleichgewicht zu bringen versuchte, um die Notwendigkeit, die Agency-Kosten in Form der Monitoringkosten zu berücksichtigen. Somit kann nun auch erklärt werden, warum einige der größten und erfolgreichsten Firmen ein niedriges Niveau an Fremdkapital aufweisen. Im Wesentlichen ist dies auf die Manager zurückzuführen, die externe Restriktionen und Einschränkungen, die mit einem erhöhten Fremdkapitalanteil einhergehen würden, nicht akzeptieren wollen. Auf der anderen Seite liefert die Agency-Theory auch eine Erklärung, warum Unternehmen mit soliden und somit werthaltigen Sicherheiten oder guten Investitionsmöglichkeiten einen höheren Verschuldungsgrad aufweisen. Fremdkapitalgeber haben hier geringere Monitoringkosten, die sich in niedrigeren Fremdkapitalkosten niederschlagen.

### 3.2.2 Pecking-Order-Theory

Die Theorie der Agency-Kosten steht in einem sehr engen Zusammenhang zum Problem der Informationsasymmetrie, welches dadurch entsteht, dass Manager einen besseren Überblick über die zukünftige Ertragskraft ihres Unternehmens besitzen als externe Investoren. Diese Informationsasymmetrien zwischen internen und externen Parteien bilden die Basis für zwei weitere Finanzierungstheorien zur optimalen Kapitalstruktur: Die Pecking-Order-Theory sowie das Financial Signalling.

Im Rahmen des Financial Signalling wird argumentiert, dass Manager die Kapitalstruktur und deren Veränderung nutzen, um gewisse Informationssignale über den inneren Wert des Unternehmens an externe Kapitalgeber zu senden. Da Manager diesbezüglich über bessere Informationen verfügen als externe Investoren, kann es vorkommen, dass der innere bzw. tatsächliche Wert eines Unternehmens über dem derzeitigen Marktwert seines Eigenkapitals liegt. Die Manager versuchen daraufhin, durch Kommunikation des tatsächlichen Wertes bzw. der derzeitigen Unterbewertung positiv auf den Marktwert einzuwirken. Für die externen Investoren ist es jedoch schwierig die Beweise in Form der Signale zu beurteilen. Ross (1977) knüpft seine Theorie zum Financial Signalling genau an dieser Stelle an und argumentiert, ein Unternehmen könne über die Kapitalstruktur stichhaltige Signale an die Investoren senden. Er stellt die These auf, dass ein steigender Fremdkapitalanteil positiv auf Investoren wirkt und zu einem steigenden Wert des Eigenkapitals, bspw. in Form steigender Aktienkurse bei börsengehandelten Aktiengesellschaften, führt. Verantwortlich dafür sei die Tatsache, dass das zusätzliche Fremdkapital die finanziellen Verbindlichkeiten und somit die Wahrscheinlichkeit der Insolvenz erhöhen würden. Da Manager von einer Insolvenz mithin am stärksten betroffen wären, würden nun Investoren zu dem Schluss kommen, dass die zukünftige Ertragskraft mehr als ausreichend ist, die Fremdkapitalkontrakte zu bedienen. Umgekehrt würde eine Ausgabe von weiterem Eigenkapital den Eindruck erwecken, die Manager sind von der künftigen Ertragskraft weniger überzeugt, denn Dividenden für Eigenkapital müssen nicht in jedem Fall gezahlt werden, während Zinsen auf Fremdkapital definitiv fällig sind. Myers und Majluf (1984) führen aus, dass die Ausgabe von Eigen- im Gegensatz zu Fremdkapital Rückschlüsse auf eine Überbewertung des Unternehmens zulässt und vice versa. Diese These wird nach Meinung der Autoren dadurch untermauert, dass Managern bei Ausgabe von Eigenkapital unter dem eigentlichen Wert des Unternehmens Opportunitätskosten entstehen würden. Umgekehrt würde den Managern bei einer Ausgabe von Eigenkapital in Zeiten einer Überbewertung ein Opportunitätsgewinn entstehen. Eckbo und Masulis (1995) sowie Smith (1986) weisen diesen Zusammenhang in ihren empirischen Untersuchungen nach. Barclay und Smith (1999) sprechen auch von Signalling- bzw. Informationskosten, die dadurch entstehen, dass durch die Ausgabe weiteren Eigenkapitals bisherige Eigenkapitalgeber verwässert werden. Mit Hilfe der asymmetrischen Informationsverteilung kann erklärt werden, warum eine Finanzierung mit Fremdkapital einer Finanzierung mit Eigenkapital vorgezogen wird. Es

gibt aber Fälle, wie bspw. bei Unternehmen mit starker Wachstumsphantasie oder bereits hohen Schulden, bei denen die Ausgabe weiteren Eigenkapitals sinnvoller ist.

Die Problematik aus der asymmetrischen Informationsverteilung sowie der Signalwirkung der Kapitalstruktur führte zur Entwicklung der Pecking-Order-Theory. Diese Theorie wurde im Wesentlichen von Myers (1984) und von Myers zusammen mit Majluf (1984) entwickelt. Dabei folgen Unternehmen im Rahmen der Finanzierung einer Hackordnung und maximieren den Unternehmenswert, indem sie systematisch Investitionen mit der am einfachsten zugänglichen Finanzierungsquelle und dem geringsten Aufwand finanzieren (Baker et al. 2007 erweitern die Theorie analog zur Trade-off-Theory auch um weitere Aspekte, wie opportunistisches Verhalten der Manager). Die optimale Kapitalstruktur kommt somit dadurch zustande, dass Unternehmen Investitionen zunächst mit internen Ressourcen bzw. Cashflows finanzieren. Erst wenn diese Potenziale ausgeschöpft sind, gehen die Unternehmen dazu über, Bankverbindlichkeiten bzw. anderes mit Sicherheiten unterlegtes Fremdkapital aufzunehmen. In einem weiteren Schritt gehen die Unternehmen zu mezzaninen bzw. hybriden Finanzierungsformen, wie Wandelschuldverschreibungen oder Optionsanleihen über, bevor sie bereit sind, weiteres Eigenkapital auszugeben. Somit steht die Pecking-Order-Theory im Widerspruch zur Trade-off-Theory. Während Letztere ein Ziel-Eigenkapital-/Fremdkapitalverhältnis bzw. einen Ziel-Fremdkapitalanteil vorgibt, indem Nutzen und Kosten einer zusätzlichen Einheit Fremdkapital abgewogen werden, propagiert die Pecking-Order-Theory, dass ein solches Zielverhältnis nicht besteht. Vielmehr finanziert sich ein Unternehmen danach in zweifacher Weise, aber trotzdem völlig unterschiedlich mit Eigenkapital: Zunächst mit einbehaltenen Gewinnen, dann mit Fremdkapital und anschließend wiederum mit weiterem Eigenkapital durch Neuemission. Myers (1984) schlussfolgert mit der Pecking-Order-Theory demnach, dass der Fremdkapitalanteil kein Zielverhältnis, sondern den kumulativen Bedarf an externer Finanzierung darstellt. Aufgrund ihres grundsätzlichen Argumentationsmusters wird die Pecking-Order-Theory damit dem Bereich der Behavioural Finance zugeordnet. Barclay und Smith (1999) stellen dar, dass die Theorie konsistent ist mit den Argumenten der asymmetrisch verteilten Informationen, des Signalling und der Transaktionskosten, die mit jeder Fremdkapital- und Eigenkapitalaufnahme verbunden sind. Darüber hinaus trägt sie zur Erklärung bei, warum die profitabelsten Unternehmen die geringsten Fremdkapitalanteile besitzen, da diese sich zunächst aus ihrem Innenfinanzierungspotenzial bedienen. Auf der anderen Seite wird ersichtlich, dass weniger profitable Unternehmen, aufgrund des Mangels an Innenfinanzierungspotenzial, höhere Fremdkapitalanteile aufweisen. Brealey und Myers (1996) sehen die Stärke der Pecking-Order-Theory auch in der Möglichkeit, Fremdkapitalverhältnisse in Unternehmen zu erklären, welche bereits länger am Markt agieren. Als Kritik führen sie jedoch auf, dass Unterschiede in verschiedenen Branchen teilweise nicht mit der Theorie in Einklang zu bringen sind. So hielt die Theorie nach Brealey und Myers weder eine Erklärung für die Tendenz zu niedrigen Fremdkapitalanteilen in der High-Tech- bzw. High-Growth-Branche bereit, noch für das Verhalten von Unternehmen, die ihren Liquiditäts-

überschuss nicht zur Rückführung von Schulden nutzen, sondern diese Geldströme an die Eigenkapitalgeber ausschütten. Wie bei der Trade-off-Theory resultierte aus der Kritik an der statischen Betrachtungsweise die Entwicklung von dynamischen Modellen (Berkovitch und Kim 1990). Frank und Goyal (2007) sind der Auffassung, dass die eingeschlagene Richtung der neuesten dynamischen Modelle von Morellec (2004) sowie Atkeson und Cole (2005) über die nächsten Jahre deutlich mehr Klarheit zur optimalen Kapitalstruktur liefern wird und die Lücke zwischen Theorie und Praxis weiter geschlossen werden kann.

### 3.2.3 Aussagen der Finanzierungstheorien

Aus den beiden dargestellten Theorien, Trade-off und Pecking Order, können teilweise übereinstimmende, teilweise aber auch sehr unterschiedliche Aussagen abgeleitet werden. Im Wesentlichen richten sich Untersuchungen auf den Fokus Verschuldungsgrad und Dividendenausschüttung sowie deren Verhalten im Zusammenhang mit Profitabilität und Investitionsmöglichkeiten der entsprechenden Unternehmen. Die Zusammenführung der Aussagen an dieser Stelle hilft im weiteren Verlauf der Arbeit, um mit einem vorgefertigten Aussagenkatalog die Untersuchungen in einem formalisierten Prozess durchzuführen. So wird der Aussagenkatalog aus den beiden Finanzierungstheorien erneut im 5. Kapitel zur finanzierungstheoretischen Analyse von Private Equity wieder aufgegriffen. Darüber hinaus hilft der Katalog, im 6. Kapitel eine Erwartungshaltung an das Finanzierungsverhalten von Krisenunternehmen zu entwickeln, welche im 8. Kapitel abschließend reflektiert wird. Letztlich ist diese Arbeit durch die abschließende finanzierungstheoretische Reflexion und Würdigung der Untersuchungsergebnisse in der Lage, wiederum einen Beitrag zur weiteren Forschung im Gebiet der Finanzierungstheorien zu leisten.

Wie in Abschnitt 3.2.1 erläutert, kann aus der Trade-off-Theory abgeleitet werden, dass Bankruptcy-Kosten den Verschuldungsgrad verringern, während die Agency-(Monitoring-) Kosten des Cashflows zu einer erhöhten Verschuldung führen (Fama und French 2002). Nach der Trade-off-Theory steigen die Bankruptcy-Kosten mit sinkender Profitabilität. Die Antizipation dieser steigenden Kosten führt dazu, dass weniger profitable Unternehmen zu einem niedrigeren Fremdkapitalniveau tendieren. Daher sind die Bankruptcy-Kosten auch umso höher, je volatiler die Ertragskraft eines Unternehmens ist. Dies sollte zur Folge haben, dass kleine, wenig diversifizierte und somit volatile Unternehmen zu einem niedrigen Verschuldungsgrad und diversifizierte, große Unternehmen mit geringerer Volatilität zu einem höheren Verschuldungsgrad tendieren. Fama und French (2002) führen weiterhin an, dass Steuern einen gegensätzlichen Effekt entfalten. Die Abzugsfähigkeit der Zinsen auf Unternehmensebene führt zu einem höheren Ziel-Verschuldungsgrad, während die höhere Belastung der Zinserträge im Vergleich zu Erträgen aus Eigenkapital auf persönlicher bzw. privater Ebene zu einem niedrigen Ziel-Verschuldungsgrad führt (Diverse Studien treffen hierzu Aussagen unter verschiedenen Umweltbedingungen in Form verschiedener Steuersätze

für Unternehmen und Private und verschiedener Abzugs- und Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen der Steuerberechnung bzw. der Steuerprogression). Insbesondere DeAngelo und Masulis (1980) arbeiten dazu treffende Aussagen heraus. Danach hätten profitable Unternehmen, die durch eine geringe Volatilität gekennzeichnet sind, höhere Ziel-Verschuldungsgrade, da der Effekt der steuerlichen Abzugsfähigkeit in dem Unternehmen das höhere Gewicht hat. Bezüglich der Agency-Kosten stellen Fama und French (2002) fest, dass die aus dem überschüssigen Cashflow resultierenden Agency-Probleme bei profitablen Unternehmen tendenziell zu höheren Zins- und Tilgungszahlungen führen und somit auch der Ziel-Verschuldungsgrad höher ist. Bei gleichbleibenden Investitionsmöglichkeiten sind nun sowohl Dividendenausschüttung als auch Ziel-Verschuldungsgrad positiv zur Profitabilität korreliert. Umgekehrt haben Unternehmen mit vergleichsweise höherem Investitionsbedarf weniger Notwendigkeit für eine Disziplinierung durch Dividendenausschüttungen oder Zins- und Tilgungszahlungen. Also haben Unternehmen bei gleichbleibender Profitabilität und höherem Investitionsbedarf einen geringeren Ziel-Verschuldungsgrad. Fama und French (2002) greifen auch frühere Studien und Modelle (Jensen und Meckling 1976 sowie Myers 1977) im Zusammenhang mit Agency-Problemen zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern auf. Die Tatsache, dass der Nutzen aus riskanten Projekten tendenziell den Eigenkapitalgebern zugute kommt, das Risiko aber bei den Fremdkapitalgebern verbleibt, führt dazu, dass Unternehmen mit mehr Investitionsbedarf sowohl geringere Dividenden ausschütten als auch geringere Ziel-Verschuldungsgrade aufweisen. Die abschließende Aussage, die Fama und French im Zusammenhang mit der Agency-Theory treffen, ist die, dass Dividendenausschüttungen und Fremdkapitalaufnahme perfekte Substitute sind, wenn es darum geht, die Agency-Probleme der freien Cashflows zu bekämpfen. Frank und Goyal stellen 2007 fest, dass zudem Transaktionskosten einen Einfluss auf den Verschuldungsgrad besitzen und heben hierbei gerade den Unterschied zwischen kleinen und großen Unternehmen und deren verschiedenen Kapitalmarktzugängen hervor (Eine Übersicht der verschiedenen Zugangsformen von kleinen und großen Unternehmen zu Kapital bietet Schulte 2006: 279-284). Auch Strebulaev (2007), der auf den Modellen von Fischer et al. (1989) und Goldstein et al. (2001) aufbaut, untermauert den Einfluss von Transaktionskosten auf die Trade-off-Entscheidung. Letztlich mündet die Kritik von Frank und Goyal (2007) sowie die Interpretation der Transaktionskosten auf die Entscheidungen darin, dass sie gegenwärtig versuchen, das statische Modell des Trade-offs zu einem dynamischen mehrperiodischen Modell zu erweitern.

Myers (1984) kann mit der Pecking-Order-Theory zwar keine Erklärung liefern, warum ein Unternehmen Dividenden ausschüttet, nimmt man die Bereitschaft und den Willen zur Dividendenausschüttung jedoch als vorgegeben an, dann lassen sich bedeutende Aussagen aus der Theorie gewinnen. Fama und French (2002) leiten ab, dass es teuer ist, Investitionen mit der Ausgabe neuen Fremdkapitals zu finanzieren, wenn hohe Investitionen zu erwarten sind und der Fremdkapitalanteil bereits hoch ist. Sind zusätzlich noch die Assets wenig ertragreich

sei es demnach für diese Unternehmen nicht sinnvoll, hohe Dividenden auszuschütten. Unternehmen mit profitableren Assets würden hingegen auch eine höhere Dividende ausschütten. Die Ausschüttungshöhe sei jedoch negativ korreliert zu Investitionsmöglichkeiten und Fremdkapitalanteil. Myers (1984) spricht jedoch der Höhe der Dividendenausschüttungen eine gewisse Trägheit bezüglich ihrer Veränderung zu. Veränderungen in der Profitabilität und somit im Cashflow würden zunächst vom Fremdkapitalniveau absorbiert, bevor sich Einflüsse auf die Dividende bemerkbar machen. Die Aussagen der Pecking-Order-Theory in Bezug auf den Fremdkapitalanteil sind deutlich komplexer. Myers (1984) sowie Fama und French (2002) unterscheiden dazu in simple und komplexe Modelle der Pecking Order. Danach steigt der Fremdkapitalanteil im simplen Modell dann, wenn die Investitionen die Innenfinanzierungsmöglichkeiten übersteigen und fällt, wenn sie geringer sind. Im nächsten logischen Schritt bedeutet dies auf der einen Seite, dass der Fremdkapitalanteil bei profitablen Unternehmen und gegebenen konstanten Investitionen geringer ist. Auf der anderen Seite führt dies bei gegebener konstanter Profitabilität und steigenden Investitionen zu einem steigenden Fremdkapitalanteil. In dem komplexen Modell betrachten die Unternehmen nicht mehr nur die Gegenwart, sondern beziehen auch die Zukunft in ihre Entscheidungen mit ein (Myers 1984). Danach kann es sein, dass Unternehmen mit hohen erwarteten Investitionen bereits in der Gegenwart einen gewissen niedrigverzinslichen Fremdkapitalanteil in Form von Kreditlinien auf Vorrat halten, damit sie kommende Investitionen nicht verschieben oder diese nicht durch Aufnahme höherverzinslichen Fremdkapitals finanzieren müssen. Da es sich aber lediglich um Kreditlinien und noch nicht um eine Inanspruchnahme handelt kann es sein, dass Unternehmen mit hohen erwarteten Investitionen gegenwärtig einen geringen Fremdkapitalanteil haben. Fama und French (2002) beantworten auch die Frage, wie Unternehmen ihren Fremdkapitalanteil gering halten können, wenn doch die erwarteten Investitionen gerade im Vergleich zum Innenfinanzierungspotenzial sehr hoch sind. Auf der einen Seite können die Unternehmen, die Dividenden ausschütten, die entsprechenden Ausschüttungsquoten gering halten. Auf der anderen Seite können Unternehmen, die gegenwärtig keine Dividenden zahlen auch zukünftig, trotz steigender Erträge, auf Dividendenausschüttungen verzichten. Unternehmen, welche an die Börse gehen, können in Erwartung zukünftiger Investitionen mehr Eigenkapital ausgeben und solche, die bereits börsennotiert sind, können trotz enorm hoher Kosten weiteres Eigenkapital emittieren. Dennoch kann es aber sein, dass es nicht möglich ist, den Fremdkapitalanteil gering zu halten was dazu führt, wie es das simple Modell vorhersagt, dass Unternehmen mit hohen Investitionen auch einen hohen Fremdkapitalanteil haben. Dies ist unwahrscheinlich für Unternehmen, die Dividenden ausschütten, da diese durch Verringerung der Auszahlungen eine Möglichkeit besitzen, ihr verbleibendes Innenfinanzierungspotenzial zu nutzen, wodurch sie weniger Fremdkapital aufnehmen müssten. Außerdem haben Fama und French bereits 2001 herausgefunden, dass Unternehmen, die Dividenden ausschütten, tendenziell solche mit guten Erträgen und relativ niedrigen

Investitionen sind. Danach wäre die Aussage der Pecking Order, dass Unternehmen mit hohen erwarteten Investitionen einen niedrigeren Fremdkapitalanteil haben, untermauert.

Fama und French (2001) fanden auch heraus, dass Unternehmen, welche keine Dividende ausschütten, typischerweise hohe Investitionen relativ zu ihrer Ertragskraft tätigen. Für „Nicht-Dividendenzahler“ ist daher die negative Korrelation zwischen Fremdkapitalanteil und erwarteten Investitionen, die sich aus dem komplexen Modell ergibt, schwieriger nachzuweisen, als die positive Korrelation aus dem simplen Modell bezüglich Fremdkapitalanteil und Investitionen. Myers (1984) argumentiert, dass Unternehmen, in einer von der Pecking Order geprägten Welt, keinen Ziel-Fremdkapitalanteil hätten. Fama und Frenchs Analyse (2002) erweckt aber den Eindruck, dass solche Ziele, wenn auch vage, doch festgelegt werden, wenn die Zukunft mit einbezogen wird. Unternehmen mit höheren erwarteten Investitionen können danach zwar zu einem geringeren Fremdkapitalanteil tendieren, jedoch werden Cashflow-Schwankungen zwischen den Perioden vornehmlich über Fremdkapital absorbiert.

Im Gegensatz zum Trade-off-Modell haben Unternehmen, die einer Pecking Order der Finanzierung folgen, keinen besonderen Anreiz den Fremdkapitalanteil zu erhöhen, so lange die erwarteten Investitionen entweder durch das Innenfinanzierungspotenzial oder durch Fremdkapital, welches mit entsprechenden Sicherheiten unterlegt und dadurch sicher und preiswert ist, abgedeckt sind. Schließlich spielt im Rahmen der Pecking Order auch noch die Volatilität der Cashflows eine besondere Rolle im Hinblick auf die optimale Kapitalstruktur. Um die Gefahr zu reduzieren, zusätzliches, unter Umständen ohne Sicherheiten unterlegtes, riskantes Fremdkapital auszugeben bzw. Investitionen in Zeiten niedriger Cashflows zu umgehen, schütten Unternehmen mit höherer Volatilität tendenziell geringere Dividenden aus bzw. haben einen geringeren Fremdkapitalanteil. Analog zur Trade-off-Theory stellen Fama und French (2002: 29) fest, dass die Unternehmensgröße zur Volatilität der Cashflows und zum Verschuldungsgrad positiv korreliert ist. Zur Vereinfachung der weiteren Arbeit mit der Trade-off- und Pecking-Order-Theory vor dem Hintergrund des Forschungsziels wird im Folgenden ein tabellarischer Überblick über die Kernaussagen der beiden Finanzierungstheorien gegeben. Im Anschluss werden diese Aussagen gegen die empirischen Beweise gespiegelt. Die in der tabellarischen Übersicht aufgeführten Zustände und Aussagen der Finanzierungstheorien werden in den Kapiteln 5 und 8 im Rahmen der finanzierungstheoretischen Betrachtung von Private Equity und der abschließenden Bewertung und finanzierungstheoretischen Würdigung der Untersuchungsergebnisse erneut aufgegriffen und weiterverarbeitet. Dadurch entsteht die Möglichkeit zur Weiterentwicklung der Finanzierungstheorien und somit zur Forschung in diesem Gebiet beizutragen.



<b>Zustand des Unternehmens</b>	<b>Trade-off-Theory</b>	<b>Pecking-Order-Theory</b>
Hohe Profitabilität	Hohe Dividende	Hohe Dividende
Hohe Investitionen	Geringer Fremdkapitalanteil	Geringer Fremdkapitalanteil (komplexes Modell) Hoher Fremdkapitalanteil (simples Modell)
Hoher Fremdkapitalanteil/Hohe Dividende	Großes Unternehmen	Großes Unternehmen
Hoher Fremdkapitalanteil	Geringe Dividende	Geringe Dividende
Hohe Profitabilität	Hoher Fremdkapitalanteil	Geringer Fremdkapitalanteil
Dividenden-Zahler	n/a	Bei Veränderung der Ertragslage, kein Einfluss auf Dividende, Absorption (des Cashflowbedarfs für Investitionen) durch Fremdkapital (als Residualgröße)
Nicht-Dividenden-Zahler	n/a	Ausgabe neuen Eigenkapitals zur Refinanzierung

Tabelle 1: Zusammenfassung der aus den Finanzierungstheorien ableitbaren Aussagen (Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an die Untersuchungen von Fama und French 2002 sowie Frank und Goyal 2003 und 2007).

Fama und French (2002) haben in ihren Untersuchungen Beweise dafür gefunden, dass sowohl die Aussagen der Trade-off- als auch der Pecking-Order-Theory bezüglich der positiven Korrelation von hoher Profitabilität und hoher Dividende stichhaltig sind. Starke, aber nicht eindeutige Beweise fanden sie bezüglich der hohen Investitionen. Dabei werden die Aussagen zum geringen Fremdkapitalanteil der Trade-off-Theory und des komplexen Modells der Pecking-Order-Theory untermauert. Auch die positive Korrelation von Fremdkapitalanteil und Größe des Unternehmens konnte nachgewiesen werden. Bezüglich der negativen Korrelation von Fremdkapitalanteil und Dividende konnten jedoch nur gegenteilige empirische Beweise gefunden werden. Zum Zusammenhang der Profitabilität und dem Fremdkapitalanteil bestätigen die Studien von Fama und French (2001 und 2002) die Trade-off-Theory und das simple Modell der Pecking-Order-Theory. Hinsichtlich der Dividendenzahlung trifft die Trade-off-Theory keine Aussage. Die Pecking-Order-Theory wird jedoch durch empirische Beweise im Hinblick auf solche Unternehmen, die eine Dividende zahlen, bestätigt, aber steht im Widerspruch zu solchen, die es nicht tun.

Es existieren zahlreiche weitere empirische Studien, die zwischen 1960 und 2005 beide Finanzierungstheorien im Vergleich zur Finanzierungspraxis testen. Aktuelle Untersuchungen der Trade-off-Theory finden sich bspw. bei Barclay und Smith (1999), Harris und Raviv (1991), Bowen et al. (1982) sowie DeAngelo und Masulis (1980). Die Pecking-Order-Theory wird, häufig zusammen mit dem Financial Signalling, untersucht von Frank und Goyal (2003), Shyam-Sunder und Myers (1999), Smith (1986) sowie Dietrich (1984). Frank und Goyal (2007) konstatieren jedoch, dass bislang kein allgemeingültiges Modell, mit dem alle identifizierten Beweise in Einklang gebracht werden können, vorliegt. Die dargestellten Finanzierungstheorien sowie deren ableitbare Aussagen bilden das theoretische Fundament zur weiteren Analyse und Beantwortung der Forschungsfrage, ob Private Equity gegenüber den übrigen Finanzierungsformen in der Situation der Unternehmenskrise einen besonderen

Beitrag leisten kann. Die folgenden Abschnitte widmen sich nun der Frage, wie sich Unternehmen grundsätzlich finanzieren können. Dazu wird das Feld der Finanzierung in Anlehnung an die finanzierungstheoretische Betrachtung zunächst in die verschiedenen Arten von Finanzierungsformen unterteilt. In Kapitel 5 werden die finanzierungstheoretischen Aussagen erneut aufgegriffen und zunächst auf Private-Equity-Gesellschaften und deren Zielunternehmen angewendet. Dabei treten insbesondere Eigenschaften zur Beherrschung der Agency-Probleme in den Vordergrund. Abschließend wird der Aussagenkatalog der Finanzierungstheorien im Rahmen des 6. und 8. Kapitels zur Untersuchung und Reflexion des Finanzierungsverhaltens von Krisenunternehmen herangezogen.

### 3.3 Möglichkeiten der Finanzierung

Im Rahmen der Diskussion der Finanzierungstheorie wurde deutlich, dass ein Unternehmen bei gegebener Kapitalverwendung zur Maximierung des Unternehmenswertes grundsätzlich die Entscheidung über die optimale Kapitalstruktur und somit über das optimale Eigenkapital-/Fremdkapitalverhältnis zu treffen hat. Dabei unterliegen die Entscheidungsträger verschiedenen Restriktionen, die den Handlungs- und somit Entscheidungsspielraum begrenzen. Die Kapitalverwendung kann in zwei Kategorien, Investition und Ausschüttung, unterteilt werden (Bleis 2006: 81, Olfert und Reichel 2005: 30 sowie Drukarczyk 2003: 3). Die Mittelherkunft resultiert entweder aus Mitteln des laufenden Cashflows (Innenfinanzierung) oder aus externen Finanzierungsmaßnahmen (Außenfinanzierung durch Fremd- oder Eigenkapital). Die Finanzierung aus dem laufenden Cashflow hängt vom Innenfinanzierungspotenzial des Unternehmens ab. Dieses wird maßgeblich von bereits existierenden Zahlungsverpflichtungen und der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Unternehmens bestimmt. Die Ermittlung des Cashflows kann, wie in der folgenden Abbildung dargestellt, aus der Gewinn- und Verlustrechnung auf Basis der Jahresüberschüsse erfolgen.

Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	(aus der Gewinn- und Verlustrechnung)
/J. Erträge, aber nicht Einzahlungen	(aktivierte Eigenleistungen, Erhöhung des Forderungsbestands etc.)
+ Aufwendungen, aber nicht Auszahlungen	(passivierte Verbindlichkeiten, Abschreibungen etc.)
+ Einzahlungen, aber nicht Ertrag	(Verminderung Aktivpositionen gegen Kasse/Erhöhung Passivp.)
/J. Auszahlungen, aber nicht Aufwand	(Erhöhung Aktivpositionen gegen Kasse/Verminderung Passivp.)
= <b>Cashflow</b>	Resultierender Netto-Zahlungsstrom einer Periode aus Betriebstätigkeit

Abbildung 7: Ermittlung des Cashflows auf Basis des Jahresabschlusses (Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Olfert und Reichel 2005: 416-417 sowie Drukarczyk 2003: 68-75).

Der resultierende Netto-Zahlungsstrom einer Periode aus der Betriebstätigkeit, der Cashflow, kann für Investitionen, zur Rückführung von Verbindlichkeiten (Tilgung) oder aber für die

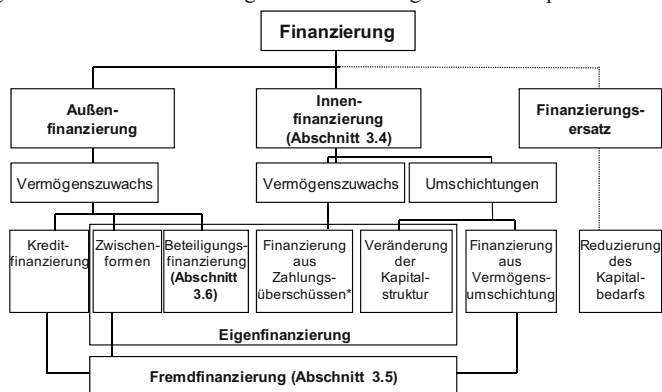
Gewinnausschüttung (Dividenden) verwendet werden. Bleis (2003: 3-5) weist im Rahmen der Innenfinanzierung darauf hin, dass die Opportunitätskosten der Finanzierungsmittel zu beachten sind, da es sein kann, dass diese bei alternativer Investition eine höhere Rendite versprechen. Neben der Ausschöpfung der Innenfinanzierung besteht die Möglichkeit zur Kapitalbeschaffung von außerhalb des Unternehmens. Um an externe Mittel zu gelangen, muss zunächst der Zugang zu Gruppen geschaffen werden, die bereit sind, ihre Mittel in das Unternehmen zu investieren. Diese externe Finanzierung ist mit Transaktionskosten verbunden (Drukarczyk 2003: 32-33 sowie 355). Transaktionskosten entstehen nach Drukarczyk (2003) bei der Suche nach einem Kontraktpartner, bei Vertragsabschluss sowie bei der Erfüllung des Vertrages. Da diese Transaktionskosten bei der Innenfinanzierung in diesem Maße nicht anfallen, müssen sie bei der Finanzierungsentscheidung berücksichtigt werden. Neben Transaktionskosten entstehen darüber hinaus Informationskosten. Diese ergeben sich aufgrund der Informationsasymmetrie zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer. Externe Kapitalgeber sind schlechter über das Geschehen im Unternehmen informiert als das Management des Unternehmens selbst. Drukarczyk (2003) sieht das Risiko darin, dass das Management entscheidungsrelevante Informationen verschweigen bzw. sich nicht vertragskonform verhalten könne. In der Literatur wird die Außenfinanzierung in die direkte und die indirekte Außenfinanzierung unterteilt (Diese Einteilung nehmen die meisten finanzwissenschaftlichen Standardwerke vor, wie bspw. Olfert und Reichel 2005 und Drukarczyk 2003). Die direkte Außenfinanzierung stellt die Beschaffung von Kapital auf den Primär- bzw. Emissionsmärkten dar, wie dies bspw. bei einem Initial Public Offering (IPO) der Fall ist. Unter der indirekten Außenfinanzierung wird die Beschaffung externen Kapitals über einen Finanzintermediär wie bspw. über eine Bank oder Versicherung verstanden. Der Zugang zu den Primär- bzw. Emissionsmärkten ist aufgrund von Zulassungsbestimmungen zur Börse gerade in Deutschland mit relativ hohen Eintrittsbarrieren beschränkt. Für kleine und mittelständische Unternehmen sind daher die mit einer Zulassung verbundenen Kosten häufig zu hoch. Diese Unternehmen sind auf unorganisierte Märkte zur Eigenkapitalbeschaffung oder auf die Aufnahme von Fremdkapital über den geregelten Bankensektor angewiesen. Die resultierende Abhängigkeit von Banken und der Selbst- bzw. Eigenfinanzierung erklärt auch die außerordentlich geringe Eigenkapitalquote kleiner und mittelständischer Unternehmen in Deutschland (Auf die geringe Eigenkapitalquote sowie deren Implikationen wurde im 2. Kapitel im Rahmen der Unternehmenskrise näher eingegangen).

Die erhöhten Such- und Informationskosten führen zu einer deutlichen Erhöhung der Eigenkapitalkosten für die betreffenden Unternehmen. Die Fremdfinanzierung gewinnt daher für jene Unternehmen sehr stark an Bedeutung. Banken, die häufigsten Fremdkapitalgeber der kleinen und mittelständischen Unternehmen, sind spezialisiert auf die Informationsgenerierung und Kontrolle und können daher zu wettbewerbsfähigen Konditionen als Kapitalgeber auftreten. Mit den Transaktionskosten und der Effizienz der Märkte einhergehende Kosten

wirken direkt auf die Kapitalentscheidung des Unternehmens (Dieser Aspekt findet auch bei der Trade-off- und Pecking-Order-Theory Berücksichtigung).

Die Abbildung auf der folgenden Seite gibt einen Überblick über die Klassifizierung der einzelnen Finanzierungsformen der Bereiche Außen- und Innenfinanzierung sowie des Finanzierungsersatzes wie sie bspw. auch von Hirth (2005) oder Drukarczyk (2003) in einer ähnlichen Weise verwendet wird. Bewusst wird in der Abbildung die klassische Einteilung ergänzt. Dadurch ist eine Berücksichtigung der Finanzierungstheorien möglich. Während die Trade-off-Theory lediglich in Fremd- und Eigenkapital unterscheidet, misst die Pecking-Order-Theory in ihrer Hackordnung der Finanzierung zusätzlich dem Zugang zu Kapital eine besondere Bedeutung zu. So finanziert ein Unternehmen in der Folge der Hackordnung zunächst mit leicht zugänglichem, aus der Innenfinanzierungskraft stammendem, Eigenkapital bevor es zur Fremdkapitalfinanzierung übergeht. Erst bei vollem Ausschöpfen der beiden zuerst genannten Finanzierungsarten macht das Unternehmen nach der Pecking-Order-Theory in der Form der Ausgabe zusätzlichen neuen Eigenkapitals erneut von der Eigenkapitalfinanzierung Gebrauch.

Neben der Unterscheidung zwischen Innenfinanzierung, Außenfinanzierung und Finanzierungsersatz kann die Finanzierung auch nach Eigenfinanzierung und Fremdfinanzierung gegliedert werden. Eigenfinanzierung beschreibt dabei die Zuführung von Eigenkapital, wohingegen unter Fremdfinanzierung die Bereitstellung von Fremdkapital verstanden wird.



\* Obwohl die Finanzierung aus Zahlungsüberschüssen der Zuführung von Eigenkapital dient und somit Teil der Eigenfinanzierung ist, gilt dies nicht für die Finanzierung über die Bildung von Pensionsrückstellungen. Diese zählt zur Fremdfinanzierung.

Abbildung 8: Finanzierungsformen (Quelle: Eigene Darstellung).

Als Grundlage für die Klassifizierung von Finanzierungsformen ist die Identifikation der Mittelherkunft entscheidend. Danach beschreibt die Außenfinanzierung die Deckung eines gegebenen Kapitalbedarfs durch den Mittelzufluss von außerhalb des Unternehmens. Sowohl die Bereitstellung von Eigenkapital als auch von Fremdkapital kann somit zur Außenfinanzierung zählen.

Eigenkapital kann von außen in Form einer Kapitalerhöhung durch bestehende oder durch neue Gesellschafter im Rahmen der Beteiligungsfinanzierung zur Verfügung gestellt werden. Auch die Finanzierung durch Private Equity zählt zur Beteiligungsfinanzierung. Die Zuführung von Eigenkapital wird auch als Eigenfinanzierung bezeichnet. Zu den Instrumenten im Bereich der Beteiligungsfinanzierung zählen die Kapitalerhöhung durch bestehende oder neue Gesellschafter sowie die eigenkapital- und fondsfinanzierten Private-Equity-Investitionen bei reiferen und Venture-Capital-Investitionen bei jüngeren Wachstumsunternehmen. Auf die Besonderheit von Private Equity als Finanzierungsinstrument geht das 4. Kapitel ausführlich ein.

Fremdkapital gelangt ebenfalls von außen, vor allem aber über die Kreditfinanzierung in das Unternehmen. Die Kreditfinanzierung ist ein reines Instrument zur Fremdkapitalbeschaffung und zählt somit zur Fremdfinanzierung. Den Instrumenten im Bereich der Kreditfinanzierung werden Handelskredite, Bankkredite, verschiedene Ausprägungen von Darlehen, Anleihen sowie staatliche Kreditförderprogramme (KfW) und Außenhandelskredite (AKA) zugeordnet. Bleis (2006: 107) führt an, dass die traditionelle Fremdfinanzierung, vornehmlich getragen von Kreditinstituten, zunehmend durch sogenannte Kreditsubstitute ergänzt wird. Eine Einteilung in das herkömmliche Schema der kurz- bzw. langfristigen Fremdfinanzierung ist schwierig, da die Kreditsubstitute nicht eindeutig zugeordnet werden können. Zusammenfassend können diese Finanzierungsformen jedoch als fremdkapitalersetzend charakterisiert werden, da die Zuführung von Liquidität zur Reduktion der Verbindlichkeiten eingesetzt wird. Olfert und Reichel (2005: 287 und 342) subsumieren darunter solche Finanzierungsmaßnahmen, die den Kapitalbedarf des Unternehmens reduzieren, ohne dabei die realwirtschaftlichen Spielräume signifikant einzuschränken. Zu den Kreditsubstituten zählen Factoring, Forfaitierung, Asset-backed-Securities sowie Leasing und Sale-and-Lease-back.

Als dritte Komponente der Außenfinanzierung sind die Zwischenformen zu nennen. Diese Zwischenformen stellen Zwitter zwischen der Eigenfinanzierung und der Fremdfinanzierung dar. Bei Gewinnschuldverschreibungen handelt es sich bspw. um solche Zwischenformen, die auch als Mezzanine bzw. Mezzanine-Kapital bezeichnet werden (Bleis 2006: 89). Da die mezzaninen Finanzierungsformen sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalcharakter haben, können sie im engeren Sinn weder der Beteiligungsfinanzierung noch der Fremdfinanzierung zugeordnet werden. Mögliche weitere Finanzierungsformen, die unter den Begriff des Mezzanine-Kapitals fallen, sind Genussrechte, stille Beteiligungen, Nachrangdarlehen sowie Wandel- und Optionsanleihen. Außenfinanzierung umfasst daher die Gesamtheit der Zuführung finanzieller Mittel von außerhalb des Unternehmens. Im Rahmen der Außenfinanzierung kommt es zu einer Zunahme der Aktiva und der Passiva des entsprechenden Unternehmens.

Als Zugang zu externen Mitteln stehen den Unternehmen mit Kapitalbedarf die Kapital- und Finanzmärkte zur Verfügung. Hier treffen Angebot und Nachfrage von mittel- und langfristigen Finanzierungsmitteln zusammen. Auf die Funktionsweise dieser Märkte soll im

Rahmen der vorliegenden Arbeit nicht näher eingegangen werden (Eine ausführliche Betrachtung erfolgt in Bleis 2006: 76, Drukarczyk 2003: 3-4 sowie Olfert und Reichel 2005: 33 und 263).

Neben der Außenfinanzierung steht dem Unternehmen, wie bereits einführend erläutert, die Innenfinanzierung zur Mittelbeschaffung zur Verfügung. Positive Zahlungsüberschüsse, die nicht aus Einzahlungen von Finanzmärkten stammen, repräsentieren das Innenfinanzierungspotenzial eines Unternehmens. Die Innenfinanzierung ist daher die Mittelbeschaffung aus eigener Kraft. Die Freisetzung von Mitteln erfolgt im Unternehmen selbst. Die Literatur ordnet daher einheitlich die Finanzierung aus Zahlungsüberschüssen der Eigenfinanzierung zu (Bleis 2006: 120, Olfert und Reichel 2005: 33 u. 363 sowie Drukarczyk 2003: 3). Klassische Maßnahmen der Innenfinanzierung sind die Gewinnthesaurierung, die Finanzierung aus Abschreibungen oder die Bildung von Pensionsrückstellungen. Während die meisten Maßnahmen im Rahmen der Finanzierung aus Zahlungsüberschüssen der Eigenfinanzierung zugeordnet werden können, sind Pensionsrückstellungen als ein Instrument der Fremdfinanzierung zu werten, da es sich um Festbetragsansprüche an die Gesellschaft durch Dritte handelt.

Zusätzlich zum Vermögenszuwachs kann die Finanzierung aus dem Innenverhältnis durch Umschichtungen erfolgen. Durch den Verkauf von Aktivgegenständen fließen die entsprechenden Erlöse in Form von Kapital in das Unternehmen. Auf der Passivseite der Bilanz können Umschichtungen zu einer Änderung der Fristigkeit des Kapitals wie auch zu einer Änderung des Innenfinanzierungspotenzials führen. Ein klassisches Beispiel der Umschichtung auf der Passivseite ist die Wandelanleihe. Diese führt über die Wandlung von Fremdkapital zu Eigenkapital bzw. von Gläubigern zu Aktionären zu einer Verringerung der Festbetragsansprüche und zugleich zu einer Erhöhung der Residualansprüche. Der geringere Abfluss von Festbeträgen an die Kapitalgeber, bspw. im Vergleich zu einem Darlehen, erhöht somit das Innenfinanzierungspotenzial.

Während die Trade-off-Theory, wie bereits erwähnt, zumindest explizit lediglich die Unterscheidung in Fremd- und Eigenkapital vornimmt, propagiert die Pecking-Order-Theory, dass Unternehmen einer Pecking Order folgen und somit zunächst versuchen, notwendige Investitionen mit dem Innenfinanzierungspotenzial (aus einbehaltenen Gewinnen) zu stemmen. In der Abfolge der Pecking Order ist die zweite Stufe der Finanzierung die Fremdfinanzierung. Als Teil der Außenfinanzierung wird durch dieses Instrument zusätzliches Fremdkapital von außerhalb der Gesellschaft zugeführt. Unter finanzierungstheoretischen Gesichtspunkten führt dies zu einer Erhöhung des Fremdkapitalanteils eines Unternehmens. Die Beteiligungsfinanzierung bezeichnet im Gegensatz zur Fremdfinanzierung die Zuführung von Eigenkapital von außerhalb der Unternehmung und stellt somit die dritte Stufe im Rahmen der Pecking Order dar. Die Beteiligungsfinanzierung ist auch Teil der Außenfinanzierung. Obwohl die Zuführung des Eigenkapitals aber von außerhalb des Unternehmens erfolgt, spricht man

gleichzeitig auch von Eigenfinanzierung (Siehe dazu die Abbildung zur Einteilung der Finanzierungsformen).

Der Einsatz der diversen Finanzierungsmöglichkeiten richtet sich vor allem nach den Zielen, die erreicht werden sollen. Vor dem Hintergrund des Untersuchungsgegenstandes der vorliegenden Arbeit wird an dieser Stelle nicht näher auf die Beurteilung der Finanzierungsformen hinsichtlich der verfolgten Ziele eingegangen. Eine detaillierte Beurteilung der Finanzierungsformen mit dem Ziel zur Sanierung in der Unternehmenskrise beizutragen erfolgt in Kapitel 7 mithilfe des Analyserasters. Zunächst wird im 4. Kapitel jedoch die Finanzierungsform Private Equity näher betrachtet. Dies dient dem 5. Kapitel zur analytischen Betrachtung von Private Equity und in der Folge der Beurteilung der besonderen Eignung dieser Finanzierungsform in der Unternehmenskrise als Basis.

## 4. Private Equity

Aufgrund des Forschungsziels der vorliegenden Arbeit wird Private Equity in diesem 4. Kapitel ausführlich diskutiert. Die einzelnen Abschnitte haben deskriptiven Charakter und bilden die Basis für das darauf folgende 5. Kapitel zur analytischen Betrachtung von Private Equity und der Erforschung entsprechender Implikationen für Private-Equity-Gesellschaften.

Zunächst werden in Abschnitt 4.1 die Grundlagen von Private Equity als Finanzierungsform erarbeitet. Eine begriffliche Definition und Abgrenzung erfolgt dabei ebenso wie die Darstellung von unterschiedlichen Ausprägungsformen. Die Vorstellung der bei einer Private-Equity-Transaktion beteiligten Parteien wird in Abschnitt 4.2 vorgenommen. Dies erleichtert im weiteren Verlauf das Verständnis bezüglich der verschiedenen Prinzipal-Agenten-Beziehungsgefüge, mit denen auch die Finanzierungsform Private Equity konfrontiert ist. In Abschnitt 4.3 wird der idealtypische Verlauf einer Private-Equity-Transaktion skizziert, der wieder aufgegriffen wird, um die besonderen Arten der Betreuung- und Beratung in den einzelnen Phasen besser analysieren zu können. Abschnitt 4.4 erläutert die Finanzierung einer Private-Equity-Transaktion und trennt diese von der originären Finanzierung bzw. Kapitalkonstitution der Private-Equity-Gesellschaft. Die mit Private Equity verbundenen Wertsteigerungspotenziale werden in Abschnitt 4.5 näher betrachtet. In der weiteren Untersuchung spielen gerade die potenziellen Wertsteigerungshebel von Private Equity eine besondere Rolle bei der Generierung komparativer Wettbewerbsvorteile. Während die finanzierungstheoretische Betrachtung in Abschnitt 5.1 auf die Wertsteigerungspotenziale näher eingeht, führt die Betrachtung des Overhang-of-Funds in Abschnitt 5.2 fort, was hier im 4. Kapitel mit der Betrachtung der Marktentwicklung in Europa und Deutschland begonnen wird.

### 4.1 Grundlagen

International, aber vor allem auch in Deutschland, hat der Einfluss von Private Equity in den vergangenen Jahren enorm zugenommen. Ein deutlicher Anstieg der Transaktionszahlen sowie der Transaktionsvolumen sind ebenso wie die Zunahme der verwalteten Private-Equity-Fondsvolumen aus der Sicht von Uhde (2004: 70-71) eindeutige Indikatoren für diesen Trend. Im Jahre 2003 betrug die Gesamtsumme der Investitionen der Branche Private Equity in Deutschland EUR 2.415 Mio. bei 876 Transaktionen, im Jahr 2005 wurden bei 985 Transaktionen EUR 3.040 Mio. investiert und in 2007 EUR 4.100 Mio. bei 1078 Transaktionen (BVK Jahresstatistik 2005: 29-30).

Die Ursachen des rasanten Wachstums der Private-Equity-Branche sind sehr vielfältig. Gerade in Deutschland spielt aber vor allem die mittelständische Prägung der Industrie eine bedeutende Rolle, die, so argumentieren Kramer und DeRidder (1990: 7-8), eine Investition im deutschen Raum auch für internationale Private-Equity-Gesellschaften interessant macht. Nach



Achleitner und Fingerle (2003b) ist die damit einhergehende relativ geringe Eigenkapitalquote deutscher Unternehmen auch sehr bedeutend. Denn ein gesunder Anteil von Eigenkapital verschafft Unternehmen die notwendigen finanziellen Spielräume, um einen Puffer für schwierige wirtschaftliche Zeiten bereit zu halten und Investitionen für künftiges Wachstum tätigen zu können. Unternehmen müssen sich also Finanzierungsquellen sichern, die ihnen derartige finanzielle Handlungsspielräume eröffnen, um weiterhin im Wettbewerb bestehen zu können. Erfolgt die Sicherung der Handlungsspielräume nicht rechtzeitig, gelangt das Unternehmen in die Krise. Auch die zunehmende Anzahl von Krisenunternehmen ist eine elementare Ursache für das Wachstum von Private Equity. Ein weiterer Treiber für die Zunahme der Bedeutung von Private Equity ist in den Folgen des Basler Akkords zu sehen. Die aus der Etablierung eines Rating-Systems für Unternehmen resultierenden Einflüsse auf die Fremdkapitalkosten führen zu nachhaltigen strukturellen Veränderungen in der Kapitalbeschaffung gerade von mittelständischen Unternehmen (Paul und Stein 2002: 5 sowie Laue 2002: 4). Nicht zu vernachlässigen bei der Suche nach den Gründen für die weiterhin zunehmende Bedeutung von Private Equity ist die Nachfolgeproblematik der Unternehmer. Private-Equity-Gesellschaften sind in der Lage Lösungen für die Situation der Unternehmensnachfolge anzubieten (Deutsche Bank Research 2007: 15-20). Um den Fokus aber nicht nur auf mittelständische Unternehmen zu legen sei hier ein weiterer Aspekt, insbesondere national und international agierender Groß-Konzerne aufgezeigt: Der Shareholder-Value-Ansatz (Ausführlich bei Rappaport 1999). Nicht zuletzt die Konzentration auf den Shareholder Value zwingt die Vorstände und Geschäftsführer der Konzerne zur Fokussierung auf das Kerngeschäft und die Kernkompetenzen. Randbereiche, die gewisse Zielrenditen nicht erreichen, sollen abgestoßen werden (Konzernrestrukturierungen bzw. strategische Überlegungen und Neuausrichtungen sind trotz der erwähnten Mittelstandsproblematik der häufigste Transaktionsanlass. Siehe dazu ausführlich Abschnitt 4.1.2). Die resultierenden Entwicklungstrends des Private-Equity-Marktes werden im Verlauf dieses Kapitels in Abschnitt 4.9 noch ausführlich auf europäischer und nationaler, deutscher Ebene dargestellt.

#### 4.1.1 Definition von Private Equity

Zunächst bedeutet Private Equity übersetzt in die deutsche Sprache privates Eigenkapital. In der Systematik dieser Arbeit ist diese Finanzierungsform dem Bereich der Beteiligungsfinanzierung zuzuordnen. Die Beteiligungsfinanzierung charakterisiert die externe Zuführung von Eigenkapital. Seit Beginn der achtziger Jahre hat sich Private Equity als Finanzierungsform insbesondere im angelsächsischen Raum verbreitet und erfährt seit Mitte der neunziger Jahre auch in Deutschland einen erheblichen Wachstumsschub. Weltweit wurden in 2007 USD 686 Mrd. im Rahmen von Private-Equity-Transaktionen investiert. Dies ist ein Drittel mehr als im Vorjahr und 50% mehr als noch im Jahre 2005 (EVCA 2008). Damit bildet Private Equity in den letzten Jahren den am schnellsten wachsenden Bereich der Unternehmensfinanzierung

und stellt heute eine wichtige Finanzierungsquelle für Jung- und Wachstumsunternehmen, Buyouts sowie für Restrukturierungen und Turnarounds dar.

Private Equity wurde Mitte der neunziger Jahre als begriffliche und inhaltliche Erweiterung zu Venture Capital definiert. Nach Leopold et al. (2003: 3) liegen die Ursprünge von Venture Capital und Private Equity in der Finanzierung der Gründungs-, Start- und Wachstumsphase junger Unternehmen, vor allem aus dem High-Tech-Bereich, kombiniert mit Managementunterstützung für die Unternehmensführung von jungen und weniger erfahrenen Gründern. Durch eine enorme Zuführung von Kapital in die von Venture-Capital-Gesellschaften gehaltenen Fonds veränderte sich zunehmend der Investitionsfokus. Erneute Finanzierungsrunden (dazu zählen Second- und Third-Round-Finanzierungen), Erweiterungsfinanzierungen von etablierten Unternehmen, Beteiligung an Buyouts oder Vorbereitungen auf Börseneinführungen stellten neue Tätigkeitsgebiete der Venture-Capital-Gesellschaften dar. Zu Investitionen in den High-Tech-Bereich gesellten sich vermehrt auch Engagements in solchen Unternehmen hinzu, die in traditionellen Branchen agierten. Parallel zu der Erweiterung des Tätigkeitsgebietes wurden neue Finanzierungsformen, wie Wandelschuldverschreibungen, nachrangiges Fremdkapital oder sogar gesichertes Fremdkapital angeboten (Bader 1996: 5 sowie Leopold et al. 2003: 3-6). Nicht zuletzt nach der Meinung von Bygrave und Timmons (1992: 31) nahm nun der Begriff Venture Capital, über die Eigenkapitalfinanzierung junger Wachstumsunternehmen hinaus, ein zu breites Spektrum im Rahmen der Finanzierungsformen ein.

Nach einiger Zeit setzte sich der Begriff Private Equity als Oberbegriff für das nun veränderte Beteiligungsverhalten der Venture-Capital-Gesellschaften durch. Venture Capital wird nunmehr als untergeordneter Begriff weitergeführt, der wieder die ursprüngliche Eigenkapitalfinanzierung junger Wachstumsunternehmen kennzeichnet.

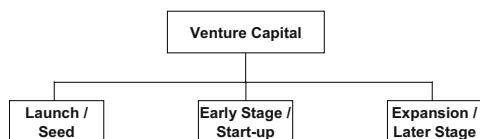


Abbildung 9: Der Begriff des Venture Capital (Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an die Definition des EVCA).

Die European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA 2007) definiert Private Equity, Venture Capital und die bestehenden Unterschiede wie folgt: „Private Equity provides capital to enterprises not quoted on a stock market. Private Equity can be used to develop new products and technologies, expand working capital, make acquisitions or strengthen a company’s balance sheet. It can also resolve ownership and management issues. A succession in family-owned companies, or the Buyout and Buyin of a business by experienced managers may be achieved using Private Equity funding. Venture Capital is, strictly speaking, a subset of

Private Equity and refers to equity investments made for the launch, early development or expansion of a business.” Die folgende Abbildung verdeutlicht diesen Zusammenhang.

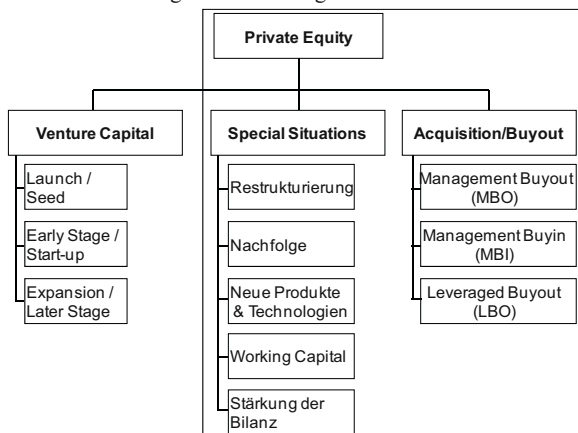


Abbildung 10: Der Begriff des Private Equity (Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an die Definition von Private Equity des EVCA).

Obwohl die Definition des EVCA (2007) die Finanzierungsform Private Equity nach Investitionsanlässen einschränkt, wie Neuproduktentwicklung, Working-Capital-Erweiterung oder Stärkung der Bilanz sowie nach dem Investitionsziel nicht börsennotierter Unternehmen („[...] enterprises not quoted on a stock market“), bleibt sie die Abgrenzung zu den anderen Finanzierungsarten schuldig.

In der Praxis finden sich zudem Anzeichen dafür, dass eine Einschränkung von Private Equity auf nicht-börsennotierte Gesellschaften nicht gegeben ist (So hat bspw. die Private-Equity-Gesellschaft Blackstone im April 2006 eine 4,5%-Beteiligung an der Deutschen Telekom AG erworben. Im Juni 2006 beteiligte sich die Private-Equity-Gesellschaft EQMC an der Loewe AG mit 10,13%. Einige weitere DAX-Konzerne sind zudem stets unter Beobachtung großer Private-Equity-Gesellschaften, die sich eine günstige Einstiegs- bzw. Übernahmechance erhoffen (Werres 2007: 73-79). Daher erscheint eine Erweiterung der Definition des EVCA, wie sie in der aktuellen Literatur häufig anzutreffen ist, sinnvoll. So wird Private Equity bspw. von Fenn et al. (1997: 4) charakterisiert als „[...] professionally managed equity investments (i.e. any form of security that has an equity participation feature; most common forms are common stock, convertible preferred stock, and subordinated debt with conversion privileges or warrants) in the unregistered securities of private and public companies. Professional management is provided by specialized intermediaries and, to a limited extent, by institutional investors. Private Equity managers acquire large ownership stakes and take an active role in monitoring and advising portfolio companies. In many cases they exercise as much control as company insiders, or more“. Diese Ergänzung zur EVCA Definition bezieht explizit auch börsennotierte Unternehmen („[...] equity investments [...] in private and public companies“)

mit ein. Zusätzlich zu dieser Erweiterung, wird auch der Corporate-Governance-Gedanke mit aufgenommen, was sich auf den Grad der Aktivität von Monitoring oder Kontrolle des Unternehmens durch die Private-Equity-Gesellschaft bezieht. Die Finanzierungsform wird jedoch auch hier nicht weiter von den anderen Finanzierungsformen abgegrenzt. Eine Einschränkung wird aber getroffen, indem diese Definition von einem Equity Participation Feature spricht. Dieser Partizipation am Eigenkapital, sowie dessen Rechte und Pflichten, wird neben klassischem Eigenkapital nur Kapital gerecht, welches nachrangig zu dem übrigen Kapital haftet, somit voll-haftendem Eigenkapital quasi gleichgestellt ist und darüber hinaus am Wertzuwachs im Unternehmen partizipieren kann. Da Kapital, je mehr es der Haftung ausgesetzt ist, auch mit höheren Risiken einhergeht, spricht man auch von Risikokapital.

Für den weiteren Verlauf dieser Arbeit wird Private Equity als Oberbegriff für Risikokapitalfinanzierungen verwendet. Die Finanzierung erfolgt durch Eigenkapital oder eigenkapitalnahe Finanzierungsinstrumente, welche dem Unternehmen mittel- bis langfristig zur Verfügung gestellt werden. Wie in der vorherigen Abbildung ersichtlich, umfasst Private Equity im Rahmen dieser Arbeit aufgrund des Schwerpunktes der Sanierung von Unternehmen in der Krise die Bereiche Special Situations und Acquisitions bzw. Buyouts. Die Grenze zwischen Special Situations und Acquisitions bzw. Buyouts kann weder exakt gezogen werden, noch würde eine Trennung hilfreich sein. Genau genommen beschreibt die Special Situation die augenblickliche Lage der Gesellschaft, wohingegen Acquisition bzw. Buyout (investitions-technische) Folgen dieser Phase sind.

#### 4.1.2 Special Situations: Anlässe und Motive für Private-Equity-Transaktionen

Bereits im vorherigen Abschnitt wurde deutlich, dass die Definition von Private Equity eine Einteilung in bestimmte Investitionsstadien notwendig macht. Die gegenwärtige Literatur bedient sich dabei häufig einer Einteilung, die sich nach den Zielunternehmen der Private-Equity-Investitionen richtet.

Anhand folgender Abbildung 11 wird eine tiefgreifendere Definition der einzelnen Finanzierungsstufen der Zielunternehmen vorgenommen. Obwohl der Bereich Venture Capital explizit nicht Bestandteil der weiteren Untersuchungen der vorliegenden Arbeit ist, soll er der Abgrenzbarkeit halber dennoch im Folgenden erwähnt werden. Die beiden ersten Bereiche, Early-Stage und Later-Stage, beschreiben dabei den Bereich des Venture Capital, wie er im Rahmen dieser Arbeit im vorherigen Abschnitt ausgearbeitet wurde. Early-Stage charakterisiert Startkapital zur Entwicklung einer Produkt- oder Geschäftsidee sowie Mittel zur ursprünglichen Gründung des Unternehmens und zur Finanzierung von bestehenden Jungunternehmen in ihrer ersten Wachstumsphase. Diese Phase umfasst demnach Seed bzw. Launch sowie Start-up. Unter Later-Stage wird die Finanzierung von Jungunternehmen verstanden, die ihre Geschäftstätigkeit von regionaler auf nationale und internationale Ebene ausdehnen wollen. Hierunter fällt die Finanzierungsstufe Expansion bzw. Development. Der

Middle-Market-Bereich zeichnet sich dadurch aus, dass die Zielunternehmen nachhaltige und vor allem vorhersehbare Cashflows erwirtschaften. In diesen Bereich fallen Transaktionsanlässe wie bspw. die Nachfolgeregelung, der Working-Capital-Aufbau oder die Produkt- bzw. Kapazitätserweiterung. Public Buyouts umfassen Transaktionen von Unternehmen aller Größenordnungen. Sie sind insbesondere dann anzutreffen, wenn (vermeintliche) Wertsteigerungspotenziale (noch) nicht ausgeschöpft wurden und nachhaltig positive Cashflows vorhanden sind, welche die durch eine Transaktion verursachte höhere Zins- und Tilgungslast zu tragen imstande sind (Fenn et al. 1997: 1-105 sowie Pratt 1981: 12). Firms in Financial Distress charakterisieren den Bereich der Special Situations, insbesondere Investitionen in Unternehmen, die sich im Stadium der Krise oder des Turnarounds befinden.

Characteristic	Early-Stage New Ventures	Later-Stage New Ventures	Middel-Market Private Equity Firms	Public Buy- Outs	Firms in financial distress
<b>Size</b>	Revenues between zero and \$15 million	Revenues between \$15 and \$50 million	Established, with stable Cash-Flows between \$25 and \$500 million	Any size	Any size
<b>Financial attributes</b>	High growth potential	High growth potential	Growth prospects vary widely	Under performing High levels of Free Cash-Flow	May be over-leveraged or have operating problems
<b>Reason(s) for seeking Private Equity</b>	To start operations	To expand plant and operations To cash out Early-Stage-investors	To finance a required change in ownership or capital structure To expand by acquiring or purchasing new plant	To finance a change in management or in management incentives	To effect a Turnaround
<b>Major sources of Private Equity</b>	Angels Early-Stage Venture partnerships	Later-Stage Venture partnerships	Later-Stage Venture partnerships Non Venture partnerships	LBO and mezzanine debt partnerships	Turnaround partnerships
<b>Extent of access to other financial markets</b>	For more mature firms with collateral Limited access to bank loans	Access to bank loans to finance working capital	Access to bank loans For more mature, larger firms Access to private placement market	Generally access to all public and private markets	Very limited access

Abbildung 11: Charakteristika der Finanzierungsstufen (Quelle: Fenn et al. 1997: 28).

Im weiteren Verlauf dieser Arbeit versteht sich Private Equity als jedes Finanzierungsstadium unter der in Abschnitt 4.1.1 beschriebenen Definition von Private Equity, welches sich dem Stadium der Venture-Capital-Finanzierungen anschließt. Obwohl Venture Capital ein Unterbegriff des hier definierten Private Equity ist, soll Venture Capital im eigentlichen Sinn im weiteren Verlauf dieser Arbeit nicht weiter betrachtet werden.

In der Abbildung wurden bereits einige der wichtigsten Anlässe und Motive für die Durchführung von Private-Equity-Transaktionen genannt. Obwohl in der Abbildung Acquisition

bzw. Buyouts scheinbar neben Special Situations als Bereich von Private Equity gekennzeichnet ist, handelt es sich im engeren Sinne nicht um Bereiche, sondern um Erscheinungsformen von Private Equity. Da aber in der Praxis und der Literatur kein eindeutiges Charakterisierungs- und Einteilungsschema vorherrscht, wurden in der Abbildung Special Situations und Acquisitions bzw. Buyouts hierarchisch gleichgestellt. Während die Erläuterung der Special Situations in diesem Abschnitt im Rahmen der Untersuchung der Transaktionsanlässe und Motive erfolgt, werden die Erscheinungsformen Management Buyout (MBO), Management Buyin (MBI) und Leveraged Buyout (LBO) im darauf folgenden Abschnitt beschrieben.

#### 4.1.2.1 Restrukturierung

Der Bereich Restrukturierung umfasst ein breites Spektrum. Restrukturiert werden kann ein Unternehmen nicht nur, wenn es in der Krise ist. Eine Restrukturierung oder Neu-Ordnung kann nach Schiereck und Stienemann (2003: 18) neben finanziellen auch organisatorische, rechtliche oder ökonomische Maßnahmen beinhalten (mehr dazu im weiteren Verlauf der Arbeit). Organisatorische Motive liegen bspw. vor, wenn die Verkäuferin des Zielunternehmens eine Fokussierung auf ihr Kerngeschäft anstrebt, wozu das Zielunternehmen nicht mehr zählt. Bei dieser Art von Ausgliederung spricht man auch von Spin-off. Rechtliche Motive können vorliegen, wenn der Gesetzgeber neue Auflagen erlässt. So könnte ein Unternehmen nach neuen kartellrechtlichen Kriterien eine marktbeherrschende Position besitzen, die das Unternehmen zur Veräußerung von Teilbereichen zwingt. Ökonomische Gründe können vorliegen, wenn ein Zielunternehmen verkauft wird, um den Erlös für anderweitige Investitionen zu verwenden.

#### 4.1.2.2 Nachfolge

Die ungelöste Nachfolge bzw. Nachfolgeregelung ist gerade in Deutschland ein sehr bedeutender Transaktionsanlass, da schätzungsweise fast 300.000 vorwiegend mittelständische Unternehmen Probleme mit der Unternehmensnachfolge haben (Schmeisser und Grothe 2003: 3). Nach einer Untersuchung von Kessler et al. (2007: 523-534) wird nicht einmal mehr jedes zweite übergabereife Unternehmen familienintern übergeben. Ein Management Buyout, eine mögliche Form der Durchführung einer Private-Equity-Transaktion, ist in der Lage, durch Einführung oder Bereitstellung eines neuen Managements dieses Problem zu lösen. Bei der Nachfolgeproblematik mangelt es an einem (geeigneten) familien- bzw. unternehmensinternen Nachfolger. Leopold et al. (2003: 22) weisen darauf hin, dass selbst wenn ein interner Nachfolger im Unternehmen vorhanden sei, diesem unter Umständen die notwendigen finanziellen Mittel fehlen würden, um Anteile oder eine Mehrheit an dem Unternehmen zu erwerben.

#### 4.1.2.3 Neue Produkte und Technologien

Private-Equity-Investitionen führen dem Unternehmen frische Liquidität zu, welche für Neuproduktentwicklungen und Produkterweiterungen genutzt werden kann. Aber auch Prozessoptimierungen, Markterschließungen, Technologieentwicklungen oder weitere produkt- bzw. technologieverwandte Möglichkeiten kommen hierbei in Frage.

#### 4.1.2.4 Working Capital

Investitionen in das Working Capital eines Unternehmens sind meistens dann erforderlich, wenn ein Unternehmen einen potenziellen oder konkreten Markt anvisiert, welchen es aus eigener Kraft nicht erschließen kann. Zum Working Capital zählen bei einer engen Definition das Lager zuzüglich der Forderungen aus Lieferung und Leistung, abzüglich der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung. Weiteres Umsatzwachstum korreliert in der Regel positiv mit dem Working-Capital-Saldo, was eine Erhöhung des Working Capitals notwendig machen kann. Ein weiterer Grund für eine Erhöhung könnte der Aufbau von Forderungen aus Lieferung und Leistung sein, welcher sich bspw. aufgrund von verlängerter Zahlungsbedingungen durch eine Internationalisierung ergibt.

#### 4.1.2.5 Stärkung der Bilanz

Private-Equity-Investitionen finden ihren Niederschlag in der Bilanz des Zielunternehmens entweder in Form von Eigenkapital oder eigenkapitalnahen Finanzierungsinstrumenten. Somit führen Private-Equity-Investitionen zu einem verbesserten Eigenkapitalverhältnis. Investiert die Private-Equity-Gesellschaft darüber hinaus in das Unternehmen um weiteres Wachstum zu ermöglichen, erfolgt dies meist in Form von Gesellschafterdarlehen, sogenannter Shareholder Loans, welche häufig dem Eigenkapital zugerechnet werden können, da sie nachrangig besichert sind und dem Unternehmen langfristig zur Verfügung gestellt wurden (Das Transaktionsziel der Bilanzstärkung kann nur durch die Private-Equity-Gesellschaft selbst erreicht werden und darf dabei nur durch Eigenkapital und eigenkapitalnahe Finanzierungsinstrumente begleitet werden. Im Falle eines Fremdkapitalanteils zur Finanzierung eines Kaufpreises, der höher ist als der eingebrachte Eigenkapitalanteil, führt dies zu einer Verschlechterung der Bilanzstruktur).

#### 4.1.2.6 Weitere

Neben den bereits genannten Special Situations existieren zwei weitere bedeutende Motive für Private-Equity-Investitionen: Going Private und Privatisierung. Going Private kennzeichnet den Rückzug vom Kapitalmarkt (Ein prominentes Beispiel stellt das Going Private der Grohe AG dar, die sich im Rahmen der Transaktion zur Grohe Vertriebs GmbH umwandelte). Ein Going Private kann aus unterschiedlichen Motiven angestrebt werden. So kann durch den

Rückzug vom Kapitalmarkt einer potenziellen feindlichen Firmenübernahme vorgebeugt werden, da das Unternehmen nach dem Rückzug nur noch durch Einwilligung der Neu-Eigentümer zur Veräußerung bereit steht. Ein Going Private kann aber auch dazu dienen, das Management in verstärktem Maße am Unternehmen zu beteiligen, um so durch einen erhöhten Anreiz auch den Unternehmenswert für die übrigen Eigentümer zu steigern.

Die Privatisierung kennzeichnet die Umwandlung von staatlichem Eigentum in privates Eigentum, bspw. durch den vollständigen Verkauf eines staatlichen Unternehmens an private Investoren. Im weiteren Sinne werden in der wissenschaftlichen Literatur unter Privatisierung alle Prozesse verstanden, die den Einflussbereich öffentlicher Verfügungsrechte über ökonomische Güter zugunsten des Dispositionsspielraums privater Verfügungsrechte vermindern (Kropp 1992: 24, Morck et al. 1988: 293-315 sowie Shleifer und Vishny 1988: 7-20). Danach wird mit einer Privatisierung das Ziel verfolgt, Effizienzgewinne zu erzielen, die unter staatlicher Regie nicht zu verwirklichen gewesen werden. Die privatwirtschaftliche Führung verspricht nach Kropp (1992: 26) und Bassen (2004: 19) eine intensivere Kontrolle der Aktivitäten, einfachere Umsetzung von notwendigen Reorganisationen und einer im Vergleich zu vorher gesteigerten Motivation des Managements.

#### 4.1.3 Acquisitions und Buyouts: Erscheinungsformen von Private Equity

Im vorherigen Abschnitt wurden die Transaktionsanlässe und Motive näher untersucht. Die konkludente Weiterführung stellt die Betrachtung der Ausprägungs- und Erscheinungsformen von Private Equity dar. Da ein Buyout nahezu bei jeder Private-Equity-Transaktion ein Bestandteil ist, soll dieser Begriff zunächst näher betrachtet werden. Buyout bedeutet ins Deutsche übersetzt „herauskaufen“ oder „aufkaufen“. Durch Zuordnung weiterer Begriffe wie „Management“ oder „Leveraged“ werden Aussagen über Charakteristika der Finanzierungsstruktur oder über die beteiligten Parteien getroffen. Nach Vest (1995: 12) ist letztlich jedoch unter Buyout stets eine Unternehmensakquisition zu verstehen, auch ohne dass der Begriff weiter spezifiziert werden muss.

Der Unterschied zu klassischen Akquisitionen wie bspw. der ehemaligen Beteiligung von Daimler Benz an dem US-amerikanischen Automobilhersteller Chrysler liegt darin begründet, dass die Übernahme im Rahmen des Buyouts nicht strategisch motiviert ist und meist kein einzelnes Unternehmen als Käufer auftritt, sondern eine Investorengruppe (Leopold et al. 2003: 23-28). Diese Investorengruppe verfolgt mit der Übernahme eines Zielunternehmens häufig keine strategischen, sondern rein finanzielle Ziele. Für die Investoren stehen auch keine Synergieeffekte, wie Größendegressionsvorteile oder Zutrittsmöglichkeiten in andere Absatzkanäle oder -märkte im Vordergrund.

Auch der zeitliche Horizont unterscheidet den Buyout von der klassischen Unternehmensübernahme. Während strategische Unternehmensübernahmen meist einen langfristigen Nutzen



haben sollen, spielt beim Buyout schon vor einer Transaktion die Möglichkeit eines kurz- bis mittelfristigen Verkaufs eine bedeutende Rolle.

Ein Management Buyout (MBO) zeichnet sich dadurch aus, dass die Eigentumsrechte an einem Unternehmen von Investoren übernommen werden, zu denen unter anderem auch Manager des zu verkaufenden Unternehmens zählen (Zum Management Buyout und dessen zahlreichen Ausprägungsformen siehe ausführlich Wright et al. 1995: 461, Kropp 1992: 19, Vest 1995: 12 sowie Rhein 1996: 3-6). Um einen Erwerb der Eigentumsrechte an einem Unternehmen handelt es sich nach Auffassung vieler Autoren bereits bei der Übernahme der Anteilsmehrheit oder Betriebsgrundlage des Unternehmens. Diese Ansicht vertreten bspw. Gräper (1993: 5-6) sowie Leopold et al. (2003: 4-7 und 18-23). Teilweise finden sich in der Literatur Definitionen, die von einem Mindestgrad der Beteiligung des Alt-Managements von 10% bis 15% ausgehen (bspw. bei Easterwood et al. 1989: 30-43).

Bei einem Management Buyin (MBI) erfolgt im Gegensatz zum Management Buyout eine Beteiligung eines Managements, welches zuvor nicht im Zielunternehmen beschäftigt war. Ein Großteil der Finanzierung erfolgt beim MBI, wie auch beim MBO, meist über weitere Investoren (Gräper 1993: 9-10). Ein MBI kann zusätzliche Managementkapazität oder Managementexpertise bereitstellen, welche dem Unternehmen in seiner ursprünglichen Form unter Umständen nicht zugänglich gewesen wäre.

Der Leveraged Buyout (LBO) steht in sehr engem Zusammenhang zum MBO. Daher ist auch häufig die Bezeichnung LMBO, Leveraged Management Buyout, anzutreffen (Forst 1993: 16 sowie Rhein 1996: 3-10). Leverage bedeutet im Deutschen „Hebel“, Leveraged kann sinngemäß mit „ge-hebelt“ übersetzt werden. Dahinter verbirgt sich ein überdurchschnittlich hoher Anteil an Fremdkapital, welcher zur Finanzierung der Unternehmensakquisition herangezogen wurde (Gräper 1993: 5-6). Der mit dem hohen Fremdkapitalanteil einhergehende Effekt der steigenden Eigenkapitalrentabilität wird als Leverage-Effekt bezeichnet (In Abschnitt 5.4.1.3 im Rahmen der Zielunternehmen von fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften wird dieser Effekt an einem konkreten Beispiel aufgezeigt). Schmid (1994: 41-42) und Niemann (1995: 13) weisen darauf hin, dass in der Literatur jedoch Uneinigkeit darüber herrscht, ab welchem Anteil von Fremdkapital von einem Leveraged Buyout gesprochen wird.

Daneben gibt es weitere Sonderformen, wie bspw. den Employee Buyout (EBO), bei dem den Mitarbeitern des entsprechenden Unternehmens, neben dem Management, die Chance auf den Erwerb von Anteilen an ihrem Unternehmen eingeräumt wird. Dies hat neben einem Kaufpreis-Finanzierungseffekt auch positive Auswirkungen auf die Motivation der Arbeitnehmer.

Zusätzlich treten die beschriebenen Erscheinungsformen auch als hybride Typen auf. So kann bspw. ein Employee Buyout mit einem Management Buyout, oder ein Management Buyout mit einem Management Buyin kombiniert werden.

## 4.2 Parteien der Private-Equity-Transaktionen

Abschnitt 4.1 stellte die Grundlagen sowie die Anlässe und Motive für Private-Equity-Transaktionen vor. Dabei erfolgte ein Überblick über Ausprägungs- und Erscheinungsformen derartiger Transaktionen. Dieser Abschnitt beantwortet die Frage, welche Parteien bei der Umsetzung beteiligt sind. Diese Ausführungen werden bei der Analyse der originären Finanzierung von Private-Equity-Gesellschaften und zur Beurteilung der antizipierten Vorteilhaftigkeit von Private Equity bei Turnaround-Investitionen wieder aufgegriffen und bilden die Grundlage zur weiteren Bearbeitung der Forschungsfragestellungen. Die folgende Abbildung gibt einen grafischen Überblick über die beteiligten Parteien und deren Beziehungsgefüge.

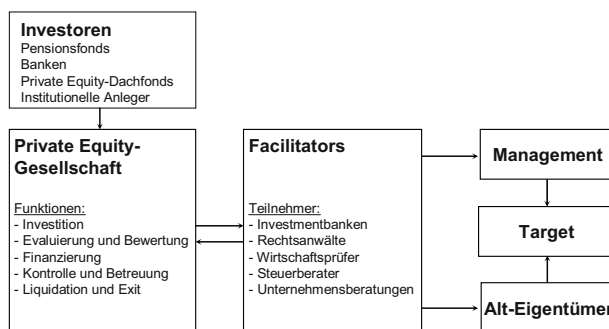


Abbildung 12: Parteien der Private-Equity-Transaktionen (Quelle: Fenn et al. 1997: 6).

### 4.2.1 Private-Equity-Gesellschaften

Beteiligungs- bzw. Private-Equity-Gesellschaften stellen die Schnittstelle zwischen kapital-suchenden und kapitalgebenden Unternehmen dar. Nach Bader (1996: 17) nehmen sie folgende Funktionen eines Finanzintermediärs wahr:

- Investitionsfunktion für Kapitalgeber,
- Evaluations- und Bewertungsfunktion von Private-Equity-Beteiligungen,
- Finanzierungsfunktion für die Unternehmen,
- Kontroll- und Betreuungsfunktion während des Engagements,
- Liquidations- und Exitfunktion zur Realisierung der entstandenen Gewinne.

Die Private-Equity-Gesellschaften können dabei nach unterschiedlichen Kriterien eingeteilt werden. Nach der Mittelherkunft lassen sich zwei grundsätzliche Ausprägungsformen unterscheiden: Independents und Captives. Independents, welche vor allem in den USA eine vorherrschende Stellung einnehmen, erhalten ihr Kapital von externen Investoren bzw. Funds-of-Funds (Dachfonds). Captives hingegen sind wiederum selbst im Besitz einer übergeordneten Gesellschaft, von der sie auch die Mittel für ihre Investitionen erhalten. In Europa und Deutschland teilen sich die Captives mit den Independents den Markt zu gleichen

Teilen (Prominente Beispiele für Independents sind KKR, Blackstone oder Permira. Bedeutende Captives sind die Allianz Capital Partners oder AXA Private Equity. Die Mehrzahl der international bedeutenden Finanzinstitutionen ist im Besitz eigener Captives. Treptow 1998: 519 stellt eine ausführliche Erläuterung bereit, aktuelle Entwicklungen und Zahlen finden sich in den entsprechenden Financial Yearbooks des EVCA).

Private-Equity-Gesellschaften treten in den unterschiedlichsten Rechtsformen auf. Das grundsätzliche Interaktionsgebilde wird in folgender idealtypischer Abbildung verdeutlicht.

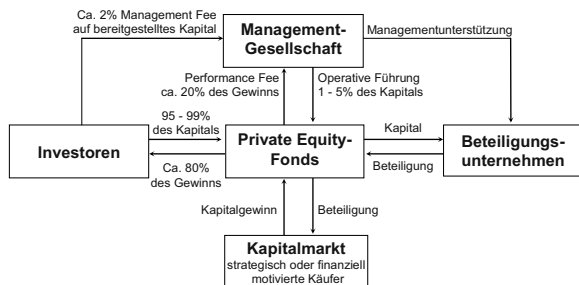


Abbildung 13: Struktur einer Private-Equity-Gesellschaft (Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Baker und Smith 1998: 170).

Wird die Mittelverwendung als Unterscheidungskriterium zur Charakterisierung von Private-Equity-Gesellschaften herangezogen, können anhand des Investitionsfokus' die Bereiche „Branche“ oder „Situation“ definiert werden. Es existieren Gesellschaften, die sich auf Investitionen in bestimmte Bereiche, wie bspw. Chemie- oder Handelsunternehmen, produzierende oder Dienstleistungsunternehmen, mittelständische oder Großunternehmen spezialisiert haben. Die meisten etablierten Private-Equity-Gesellschaften lassen sich gewissen Bereichen zuordnen. Meist besitzen sie Investments in mehreren Bereichen, ohne jedoch ihren Gesamtfokus und die Portfolioausrichtung, -expertise und -optimierung aus den Augen zu verlieren. Die Grenzen sind dabei nicht einheitlich festgelegt. Wird die Situation als Unterscheidungskriterium herangezogen, so lassen sich Private-Equity-Gesellschaften identifizieren, die sich bspw. auf ungelöste Nachfolgeregelungen oder Krisensituationen spezialisiert haben. Eine Einteilung nach der Art der Betreuung einer Unternehmensakquisition nach Transaktionsabschluss ist ebenfalls ein mögliches Unterscheidungskriterium. Ein Dachfonds bzw. Funds-of-Funds allokiert lediglich sein Kapital in Private-Equity-Gesellschaften. Zur Streuung des Risikos findet die Kapitalallokation nicht nur auf verschiedene Private-Equity-Gesellschaften, sondern auch nach Branchenkriterien statt. Eine anschließende Betreuung der Firmen erfolgt aber nicht. Bei den Private-Equity-Gesellschaften selbst ist dies jedoch anders. Auf die eine oder andere Art wirken sie direkt oder indirekt auf das strategische oder operative Geschehen in ihren Portfoliounternehmen ein. Neben der Etablierung eines neuen Managements, welches zu den Investoren gleichgerichtete Interessen verfolgt sowie der Besetzung von Beirats- oder Aufsichtsratspositionen, kommt auch die

konkrete operative Steuerung in Frage wie sie bspw. mit Hilfe von Unternehmensberatungen durchgeführt werden kann.

Private-Equity-Gesellschaften besitzen meist mehrere geschlossene Fonds, die mit einer Laufzeit von ca. zehn Jahren und einer Verlängerungsoption ausgestattet sind. Das notwendige Kapital stammt nahezu vollständig von Investoren, lediglich ein kleiner Teil, zwischen 1% und 3%, stammt vom Management der Private-Equity-Gesellschaft selbst. Diese kleine Beteiligung dient zum einen als Qualitätssiegel und untermauert zum anderen den Interessengleichlauf zwischen Investoren und der Gesellschaft (Toll et al. 1999: 13). Die Investoren geben ihre Zusage auf einen bestimmten Kapitalbetrag ab, den die Gesellschaft daraufhin erst bei tatsächlicher Beanspruchung abrufen.

Die Anzahl an Unternehmensakquisitionen, die ein Fonds mit dem eingesammelten Geld durchführt, variiert sehr stark und hängt maßgeblich von der Größe des Fonds und dem Fokus ab. Private-Equity-Gesellschaften berechnen den Investoren eine jährliche Management Gebühr, die sogenannte Management Fee, die ähnlich zu klassischen Investmentfonds zwischen 1% und 3% auf das eingesammelte Kapital liegt. Über diese Management Gebühr hinaus, behält die Gesellschaft zudem eine Performance Fee bzw. einen Carried Interest oder Carry, im Bereich von ca. 20% des Gewinns. Erst bei Erreichen vereinbarter Zielrenditen des Fonds oder Rückzahlung des gesamten investierten Kapitals ist die Performance Fee fällig (Die Gestaltungsvarianten sind sehr vielfältig. Bei folgenden Quellen finden sich weitere Informationen: Bader 1996: 156, Toll et al. 1999: 14, Gompers und Lerner 1999a: 3-44 sowie 1999b: 57, Fenn et al. 1997: 61, Cattanaach et al. 2000: 10, Murray 1991: 69, Peacock und Cooper 2001: 72, Sahlmann 1990: 494 und Schell 1999:90).

#### 4.2.2 Investoren

Die Investoren stellen den Private-Equity-Gesellschaften Kapital zur Verfügung, welches diese wiederum investieren. Zu den Kapitalgebern zählen vorwiegend institutionelle Investoren. Insbesondere die großen Pensionsfonds spielen dabei eine dominierende Rolle (Fenn et al. 1997: 8).

Die meisten institutionellen Kapitalgeber investieren rein aus finanziellen, renditeorientierten Gesichtspunkten in die Anlagekategorie Private Equity. Hohe Renditen und ein großes Diversifikationspotenzial locken immer mehr Kapital an (Dadurch ergibt sich unter Umständen ein Mittelüberhang, siehe dazu ausführlich Abschnitt 5.2).

#### 4.2.3 Zielunternehmen

Bereits bei der Vorstellung der Anlässe und Motive für Private-Equity-Transaktionen wurde dargelegt, dass gerade Unternehmen in Special Situations für Transaktionen in Frage kommen. Meist sind die kapitalsuchenden Unternehmen nicht-börsennotierte Gesellschaften, die diese

Finanzierungsquelle nutzen. Aus Unternehmenssicht handelt es sich bei der Inanspruchnahme von Private Equity, wegen der Eigenkapitalnähe, um ein besonders teures Finanzierungsinstrument. Fehlt aber der Zugang zu Börse und weiterem Fremdkapital, ist Private Equity oft der einzige Weg, um an frische Liquidität zu gelangen. Zudem wird Eigenkapital nicht laufend verzinst. Kosten entstehen aus Unternehmenssicht in Form der Dividende, deren Zeitpunkt und Höhe aber an den Unternehmenserfolg angepasst werden kann.

#### 4.2.4 Management

Nach Staehle (1991: 65) und Schmid (1994: 20) wird unter Management allgemein die Personengruppe in einem Unternehmen verstanden, die Managementaufgaben wahrnimmt. Werden einzelne Bereich eines Unternehmens veräußert, so handelt es sich bei den Führungspersonen dieser einzelnen Sparten und Bereiche ebenfalls um Management. Die Qualität des Managements ist für die Private-Equity-Gesellschaften von großer Bedeutung, was auch darin zum Ausdruck kommt, dass diesem Thema im Vorfeld einer Transaktion und während des Abschlusses ein hohes Maß an Aufmerksamkeit gewidmet wird. Selbst wenn die Private-Equity-Gesellschaft Wissen über die entsprechende Branche und den Markt hat, kann sie bei Übernahme nicht auf das spezifische interne Wissen des bereits engagierten Managements verzichten. Becker (2000: 22-23) vertritt die Auffassung, dass zur Motivationssteigerung und Interessenausrichtung im Rahmen der Transaktion häufig das Management an dem Unternehmen beteiligt wird (Kapitel 5 beleuchtet dieses Thema noch intensiv).

#### 4.2.5 Facilitators

Im Vergleich zur Börse ist der Markt für Private Equity und Firmenübernahmen nicht einheitlich geregelt und zudem von Intransparenz geprägt. Auf diesem Markt ist es schwieriger, Angebot und Nachfrage auszugleichen. Es bedarf im Regelfall gewisser Facilitators bzw. Katalysatoren, um sowohl kapitalsuchende und kapitalgebende Unternehmen wie auch als Finanzintermediäre auftretende Private-Equity-Gesellschaften in Transaktionen zusammen zu bringen.

Eine wichtige Rolle spielen dabei Investmentbanken, Unternehmensberatungen und die Beratungssparten der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, die sich auf die Durchführung derartiger Transaktionen spezialisiert haben. Ihnen kommt eine besondere Bedeutung zu, da sie nicht nur eine Plattform für das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage darstellen, sondern auch als aktiver Begleiter des Transaktionsprozesses agieren. Sie haben neben betriebswirtschaftlichem Grundwissen häufig auch Marktkenntnisse, leisten rechtliche Hilfestellung, schaffen ein Vertrauensverhältnis und nehmen eine aktive Rolle bei der Vertragsgestaltung ein.

Bei professionell gestalteten Transaktionen stellen die Investmentbanken oder Beratungen im Vorfeld der Transaktion die Erkenntnisse aus einer bereits vom Verkäufer initiierten und durchgeführten Due Diligence zur Verfügung (sogenannte Vendor Due Diligence). Diese enthalten im Wesentlichen folgende Erkenntnisse (in Anlehnung an die Ausführungen von Stratz und Klug 2003: 84-87, Merchel 1990: 39-40, Kramer 1990: 15, Mueller 1999: 38-46 sowie Berg 2005: 111):

- Financial Due Diligence: Abbildung der Zahlen der Vergangenheit und Zukunftsplan sowie eine ausführliche Erläuterung,
- Market Due Diligence: Zusammenfassung von Research-Daten zu einem umfassenden Marktüberblick, Positionierung des Zielunternehmens,
- Tax Due Diligence: Ausführliche Betrachtung der steuerlichen Situation,
- Legal und Environmental Due Diligence: Besondere Themen aus den Bereichen Recht wie bspw. anhängige Prozesse oder Umwelt wie bspw. Bodenverseuchung werden gesondert dargestellt,
- Transaction Conclusions: Für das Gelingen der Transaktion und die Bewertung des Zielunternehmens wichtige und notwendige Tatbestände können gesondert in dieser Art Bericht zusammengestellt werden.

Häufig weisen Teams innerhalb der Investmentbanken oder Unternehmensberatungen einen bestimmten Branchenschwerpunkt auf und werden nach der Auffassung von Kramer (1990: 15) dadurch zu einem qualitativ hochwertigen Ansprechpartner sowohl für die Verkäufer- als auch für die Käuferseite.

#### 4.2.6 Alt-Eigentümer

Meist bedarf es der Zustimmung der Alt-Eigentümer bzw. Alt-Gesellschafter zum Verkauf des Unternehmens oder eines Teils davon. Ausnahmen können dann gegeben sein, wenn die Mehrheit der Gesellschafter verkaufen will und entweder in der Lage ist, Druck auf die verkaufsunwilligen Gesellschafter auszuüben oder der Gesellschaftsvertrag derartige Ausgestaltungen enthält. Bei Unternehmen in der Krise besteht zudem die Besonderheit, dass Banken in Anbetracht der wirtschaftlich schwierigen Situation in der Lage sind, die Alt-Eigentümer zu beeinflussen und einen Verkauf oder eine Mehrheitsbeteiligung neuer Gesellschafter zu forcieren.

### 4.3 Verlauf einer Private-Equity-Transaktion

Private-Equity-Investitionen verlaufen nach einem strukturierten Prozess ab, der sich chronologisch in unterschiedliche Stadien einteilen lässt. Im weiteren Verlauf der Arbeit stellen sich Unterschiede in den einzelnen Teilschritten, wie bspw. bei der Akquisition oder Betreuung von Beteiligungsunternehmen als wesentliches Unterscheidungsmerkmal heraus.

Die folgende Abbildung gibt einen schematischen Überblick über diesen idealtypisch standardisierten Prozess.

Pre-Deal-Phase	Transaktionsabschluss	Post-Deal-Phase	Exit
<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Festlegung der Investitionsstrategie</li> <li>→ Beteiligungssuche</li> <li>→ Erste Einschätzung in Bezug auf: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Business Plan,</li> <li>- Exit Möglichkeiten,</li> <li>- Finanzierung,</li> <li>- Synergien, etc.</li> </ul> </li> <li>→ Durchführung von Due Dilligence Prüfungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Bewertung</li> <li>→ Kaufpreisfestlegung</li> <li>→ Transaktionsstrukturierung</li> <li>→ Vertragsverhandlung und -abschluss</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Rechtliche Strukturierung</li> <li>→ Corporate Governance</li> <li>→ Laufende operative und strategische Betreuung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ IPO</li> <li>→ Trade-Sale</li> <li>→ Secondary-Buyout</li> <li>→ Verkauf an das bestehende Management</li> </ul>

Abbildung 14: Private-Equity-Prozessverlauf (Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Hill 2003: 143).

Im Folgenden wird auf die in der Abbildung dargestellten einzelnen Transaktionsschritte Pre-Deal-Phase, Transaktionsabschluss, Post-Deal-Phase sowie Exit näher eingegangen.

#### 4.3.1 Pre-Deal-Phase

Der Prozess beginnt mit der Erstellung und Festlegung eines Konzeptes zur Investitionsstrategie, im Rahmen derer die Investitionspräferenzen der Private-Equity-Gesellschaft definiert werden (Zur Festlegung der Strategie finden sich weiterführende Diskussionen bei Tyebjee und Bruno 1981: 281-320 und 1984: 1051-1066). Die Festlegung auf ein Konzept hat Auswirkungen auf den kompletten nachfolgenden Transaktionsprozess. Independents erstellen dabei auf Basis ihrer Investitionsstrategie eine ausführliche Dokumentation zu ihrer Strategie. Diese beinhaltet auch detaillierte Angaben zu Fondsgröße, Laufzeit, Branchenfokus, rechtlicher Struktur und Kompensationsregelungen. Besonders bedeutend ist dabei auch der bisher erzielte Erfolg des Fondsmanagements, der sogenannte Track Record (Berg 2005: 49). Dieser gibt Auskunft über die bereits aufgelegten und unter Umständen bereits erfolgreich abgeschlossenen Fonds und deren einzelne bedeutende Transaktionen. Insbesondere die in der Vergangenheit für die Investoren erzielten Renditen sollen potenziellen Investoren ihre Entscheidung über ein entsprechendes Engagement erleichtern. Für die Kapitalsuche wird diese Dokumentation an die wichtigsten Kapitalgebergruppen wie Pensionskassen, Banken, Versicherungen und weitere institutionelle Investoren weitergegeben. Placement Agents, Berater die über ausgezeichnete Netzwerke zu weiteren institutionellen Investoren verfügen, übernehmen in diesem Zusammenhang ebenfalls eine Vermittlerrolle. Ist die Investitionsstrategie festgelegt und der daraus resultierende notwendige Kapitalzufluss generiert, beginnt die eigentliche Phase des Investitionsprozesses mit der Suche nach geeigneten Unternehmen für Investitionen, den Zielunternehmen. Je nach Transaktionsmotiv kommt die Initialzündung für den Prozess häufig von den Anteilseignern, die einen Verkauf des Unternehmens, eines Teilunternehmens oder einer Sparte in Betracht ziehen. Die Anteilseigner können dabei auf die Erfahrung von Beratungsgesellschaften oder

Investmentbanken zurückgreifen, um eine erste Evaluierung der Verkaufsmöglichkeiten und eines potenziell erzielbaren Preises zu erhalten. Parallel zu ersten externen Gesprächen wird nach Hohmann (2004: 56-57) das Management involviert. Gerade bei Abspaltungen von Unternehmensteilen (Spin-Offs) oder dem Verkauf von Betriebsteilen sind im Vorfeld Überlegungen zur Herstellung der Eigenständigkeit und möglichen Verbundnachteilen anzustellen.

Die Private-Equity-Gesellschaften halten permanent Ausschau nach potenziellen zukünftigen Beteiligungschancen. Dieses Screening des Marktes wird teilweise durch die Gesellschaften selbst, über persönliche Netzwerke oder über Investmentbanken und Unternehmensberatungen durchgeführt. Letztere sprechen ihre Kontakte in den Private-Equity-Gesellschaften häufig aus Eigeninitiative an, wenn sie der Meinung sind, dass die Private-Equity-Gesellschaft potenziell an dem Zielunternehmen interessiert ist (Nach Wegner 2004: 30 sowie Achleitner und Fingerle 2003b: 11 können die Informationsquellen dabei sehr vielfältig sein. So werden auch Informationen von Rechtsanwaltskanzleien, Steuerberatern, Wirtschaftsprüfern oder Marktforschungsinstituten analysiert). Das Screening ist nach MacMillan (1985: 119-128) mitunter eine sehr bedeutende Phase des Transaktionsprozesses, da sich in diesem Stadium bereits häufig entscheidet, welche Chancen und Risiken mit dem Zielunternehmen verbunden sind und wie eine effiziente Kapitalallokation erfolgen kann. Viele und dabei vor allem potenziell gute Zielunternehmen ausfindig zu machen, stellt nach Richter et al. (2005: 22) und Bader (1996: 20) für Private-Equity-Gesellschaften einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil gegenüber ihren Mitbewerbern dar. Bereits im Rahmen dieses ersten Screenings wird häufig die Fähigkeit des Zielunternehmens betrachtet, nachhaltige Cashflows zu erzielen. Dazu nutzt die Private-Equity-Gesellschaft Informationen über Produkte, Märkte, Mitarbeiter und Management, Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie Wettbewerber (Bader 1996: 122, MacMillan 1985: 119-128 sowie 1987: 123-137 und Wegner 2004: 31). Auf den ersten Blick scheint es paradox zu sein, dass bereits in der Screening-Phase Exit-Überlegungen eine bedeutende Rolle spielen (Zacharakis und Meyer 1998: 57-76). Aber die Private-Equity-Gesellschaft kann nur Projekte weiterverfolgen, die sich mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit und mit überschaubarem Risiko nach einer bestimmten Haltefrist auch wieder veräußern lassen.

Mit der Durchführung einer Due Diligence, also einer zur Jahresabschlussprüfung von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vergleichbaren Sorgfältigkeitsprüfung, wird die Pre-Deal-Phase abgeschlossen. Ist die Private-Equity-Gesellschaft in ihrer Screening-Phase erfolgreich zu einer positiven Entscheidung für die Akquisition eines bestimmten Zielunternehmens gelangt, kommt es im nachfolgenden Schritt zu einer genaueren Untersuchung der Transaktion. Eine Due Diligence startet meist mit einer Unternehmenspräsentation durch das Management, welche die Vergangenheit, Gegenwart und die Zukunft der Unternehmung beschreibt. Sie beinhaltet häufig einen Businessplan, der gemeinsam mit dem Transaktionsberater und dem Alt-Eigentümer erarbeitet wurde. Im Businessplan sind neben der



Unternehmensstrategie insbesondere die Details des Geschäftsmodells herausgearbeitet, die einer ersten Bewertung des Unternehmens dienen können. Folgt man den Ausführungen von Becker (2000: 59-85), Kramer (1990: 15) sowie Wegner (2004: 30) sind darüber hinaus bereits wesentliche Transaktionselemente und -überlegungen, wie Separierungstatbestände, Wertgenerierungspotenziale und Investitionsbedürfnisse präzisiert. Grundsätzlich dient die Durchführung einer Due Diligence dazu, mit der Transaktion verbundene Chancen und Risiken aufzudecken und anschließend zu bewerten. Die Bewertung im Rahmen der Due Diligence erfolgt auf Basis der durch die Sichtung von Dokumenten und aus der Durchführung von Interviews gewonnenen Informationen. Meist mündet sie in einer mehr oder weniger komplexen finanzwirtschaftlichen Modellierung. Dabei wird die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage aus Sicht der Private-Equity-Gesellschaft in einem Modell zusammengefasst, welches sowohl Chancen und Risiken in diversen Entwicklungsszenarien, als auch Elemente der Finanzierung und Renditeerwartung der Transaktion enthält. Nach Berg und Gottschalch (2004: 3) hängt von dieser Bewertung letztlich der Kaufpreis ab, den die Private-Equity-Gesellschaft zu bieten bereit ist. Da der Kaufpreis, der dem Zielunternehmen aufgebürdet wird, meist einen hohen Fremdkapitalanteil enthält, wird der Cashflow nach Fremdkapitalzinsen als Maßstab herangezogen. Dies erlaubt die Beurteilung eines maximalen Verschuldungsgrades, der es dennoch gestattet, die Tilgungsleistungen auf die hohe Fremdkapitalkomponente des Kaufpreises zu leisten (siehe hierzu auch Abschnitt 4.4 sowie 5.4.1.1).

#### 4.3.2 Transaktionsabschluss

Zur Phase des Transaktionsabschlusses zählen die abschließende Bewertung, die Kaufpreisfindung und Strukturierung der Transaktion sowie die Vertragsausgestaltung, die Vertragsverhandlung und der Vertragsabschluss. Ist der maximale Verschuldungsgrad des Zielunternehmens ermittelt, kann auf Basis der möglichen Fremdkapitalkomponente der maximal mögliche Kaufpreis berechnet werden (Nach Leopold et al. 2003: 23 liegt das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital im Rahmen des Kaufpreises üblicherweise bei ca. 80:20). Ob dieser maximale Kaufpreis letztlich auch geboten wird, hängt von diversen Komponenten ab. So spielen sicherlich vorhandene Alternativinvestitionen, Angebot und Nachfrage auf dem Beteiligungsmarkt und strategische Gesichtspunkte aus Sicht der Private-Equity-Gesellschaft und der Alt-Eigentümer eine besondere Rolle. Auch die Wahrscheinlichkeit, mit der die in der Due Diligence entdeckten Risiken eintreten, muss Berücksichtigung finden. Letztlich ist das Kaufpreisgebot der Private-Equity-Gesellschaft in einem engen Verhältnis mit der Struktur der Transaktion zu betrachten. Garantien, die als Absicherung gegen Risiken dienen, Abnahmeverpflichtungen von zuvor konzerninternen Warenströmen, oder die Zuverfügungstellung konzerninterner Leistungen, wie Human Resources, IT oder Vertrieb sind Komponenten dieses Gesamtpaketes. Zur Struktur der Transaktion ist aber auch die Struktur der Kaufpreisfälligkeit zu zählen. So kann der Kaufpreis

am Tag des Eigentumübergangs in einer einzigen Summe vereinbart sein. Diese Art der Zahlung, auch Up-front-Payment genannt, ist aus Rendite- und Sicherheitsgesichtspunkten für den Alt-Eigentümer die Attraktivste. Sind Zahlungen verzögert vereinbart, spricht man von Deferred Payments. Diese können in Form von Vendor Loans, Darlehen durch den Verkäufer, in der Bilanz des Zielunternehmens auftauchen. Grundsätzlich gilt, dass die Private-Equity-Gesellschaften bei verzögerten Zahlungen oder bei Zahlungen, die an gewisse Zielerreichungen geknüpft sind (nicht zuletzt aufgrund von Barwert-Überlegungen), höhere Kaufpreise bieten werden.

Zur Struktur der Transaktion zählen neben verzögerten Kaufpreiszahlungen und der Regulierung konzerninterner Liefer- und Leistungsbeziehungen auch Regelungen zur Übernahme und Ergänzung des bisherigen Managements. Die Private-Equity-Gesellschaft ist häufig auf die Markt-, Produkt- und Unternehmensexpertise des Alt-Managements angewiesen. Eine Möglichkeit besteht darin, das bestehende Management in seiner Form und Funktion zu übernehmen und es zur Motivation mit Anteilen an dem Unternehmen zu beteiligen. Eine andere Möglichkeit ist die Verpflichtung des bestehenden Managements für eine gewisse Übergangszeit. Dadurch kann das Know-how gesichert und ein neues Management, welches durch die Private-Equity-Gesellschaft ausgesucht wurde, eingelernt und eingearbeitet werden.

Eine für beide Parteien, Verkäufer und Käufer, ausgewogene Vertragsausgestaltung zu finden, kann sich als besonders schwierig herausstellen. Meist gibt es mehrere Verhandlungsrunden, in denen stets Entwürfe der endgültigen Übernahmeverträge ausgehandelt werden. Inhalt der Verträge sind neben dem Kaufpreis und dessen Zahlung auch der Übernahmzeitpunkt, Garantien zu finanziellen Größen, Regelungen zu Steuer- oder Umweltthemen, Haftungsvereinbarungen oder Rückabwicklungsmöglichkeiten. Sweeting (1991: 614) beschreibt die Vertragsverhandlung daher auch wie folgt: „Deals are usually arrived at the extremes of greed of all parties! A bargain was usually struck between an equally unwilling buyer and seller.“ (Die Literatur verweist nahezu einhellig auf die besondere Bedeutung der Vertragsausgestaltung. Gerade in Bezug auf Gewährleistungen, die in der Lage sind, gewisse Mängel und vorhandene Unsicherheiten zu kompensieren, was wiederum Auswirkungen auf den Kaufpreis und dessen Ausgestaltung hat, wird dies besonders deutlich. Entsprechende Hinweise finden sich bei Schefczyk 2006: 29-35, Bressmer et al. 1989: 197-202, Sonntag 1990: 22 und Leopold et al. 2003: 139).

Parallel zu den skizzierten Vorgängen innerhalb der Transaktionsphase werden bereits in der Screening-Phase begonnene Finanzierungsüberlegungen abgeschlossen. Die Auswahl und Ausgestaltung der einzelnen Finanzierungsinstrumente für die Übernahme muss vor Vertragsabschluss feststehen. Nicht nur nach den Ausführungen von Fromann (1992: 109) sowie Leopold et al. (2003: 23-25) stellt die Finanzierung eine wesentliche Determinante für die Entscheidung über Erfolg oder Misserfolg der Akquisition dar.

#### 4.3.3 Post-Deal-Phase

Zur Post-Deal-Phase zählen die gesellschaftsrechtliche und steuerliche Strukturierung der Transaktion, die Strukturierung der Corporate Governance und die laufende Betreuung der Beteiligung. Während im Vertrag ein bestimmtes Übernahmehvehikel aus Sicht der Private-Equity-Gesellschaft bestimmt ist, schließt sich an den Vertragsabschluss meist die Frage nach der Wahl der künftigen Rechtsform an. Hierbei spielen rechtliche und steuerrechtliche Regelungen eine besondere Rolle. Zudem wurde bereits mehrfach auf die Bedeutung der Beteiligung des Managements hingewiesen. Diese richtet die Interessen und die Motive des Managements mit denen der Private-Equity-Gesellschaft aus.

Weitere Maßnahmen im Bereich der Strukturierung der Corporate Governance sind die Festlegung von Handlungsspielräumen und Sanktionsmechanismen sowie die Etablierung von Mitwirkungs-, Kontroll- und Informationsrechten. Hierbei existiert ein breites Spektrum, welches sich innerhalb der Private-Equity-Gesellschaften enorm unterscheidet. Üblicherweise werden Abgesandte oder Manager der Private-Equity-Gesellschaft ihre Rechte und Pflichten über die Mitgliedschaft im Aufsichtsrat oder im Beirat der Beteiligung ausüben (Siemes 2003: 134, Jensen 1993: 862 sowie Easterwood et al. 1989: 35).

Über die Gremien erfolgt die Steuerung der Zielerreichung der Beteiligung. Controlling-Instrumente werden derart gestaltet, dass turnusmäßig, bspw. wöchentlich, bestimmte Schlüsselinformationen aufbereitet und dem Gremium zur Information und Diskussion vorgelegt werden. So wird sichergestellt, dass die während der Screening- und Bewertungsphase entwickelten Strategien und Ziele auch umgesetzt und erreicht werden. Leopold et al. (2003: 170-175) halten dazu fest, dass die Private-Equity-Gesellschaft tendenziell eine Mehrheit im entsprechenden Gremium hat. Durch kurze Kommunikations- und Informationswege erreicht sie darüber hinaus ein hohes Maß an Agilität und Entscheidungsgeschwindigkeit. Diese aktive Betreuung im Anschluss an die Akquisition wird neben der Portfoliodiversifizierung nicht nur von Bader (1996: 40) als wichtiges Instrument zur Risikosenkung angesehen (Siehe dazu insbesondere die finanzierungstheoretische Betrachtung in Abschnitt 5.1).

Die Strukturierung der Corporate Governance erfolgt im Einklang mit der grundsätzlichen Investitionsstrategie der Private-Equity-Gesellschaft, die bereits Aussagen über den Grad und den Weg der Einflussnahme auf die Beteiligungen bereithält. Unabhängig von der seitens der Private-Equity-Gesellschaft eingeschlagenen Strategie trägt sie zur Professionalisierung der Beteiligung bei. Dies kommt bspw. darin zum Ausdruck, dass Finanzwesen, Rechnungswesen sowie Controllingverfahren und -instrumente effizienter und effektiver werden. Darüber hinaus erhält die Beteiligung Zugang zum finanzwirtschaftlichen Know-how der Private-Equity-Gesellschaft. Zudem werden unterstützende Beratungsleistungen bei Investitionsentscheidungen und deren Finanzierung, zusätzlichen gezielten Akquisitionen zur schnelleren Erreichung der Ziele oder der Vorbereitung von Börsengängen angeboten. Dieses Wissen kann neben der Private-Equity-Gesellschaft selbst auch durch deren häufig umfangreiches Netzwerk

in die Beteiligung fließen (Ausführliche Informationen zum Thema Netzwerk finden sich bei Fenn et al. 1997: 33-34 oder Anders 1992: 81-87).

#### 4.3.4 Exit

Die Wahl des Zeitpunktes zur Veräußerung der Beteiligung, der Exit, stellt nach Sharp (2003: 109) und Leopold et al. (2003: 177-185) die entscheidende Phase der Wertgenerierung für die Private-Equity-Gesellschaft dar. Häufig werden bei Übernahme einer Beteiligung derartige Strategien verfolgt, dass es den Eigentümern, während sie die Beteiligung halten, nicht möglich ist hohe Dividenden aus dem Unternehmen abziehen. Investitionen und zusätzliche Akquisitionen zur Erreichung der Strategien binden vorhandene freie Mittel. Erst durch den Schritt des Verkaufs zeigt sich dann der tatsächlich geschaffene (Mehr-)wert (Dies untermauern auch die Untersuchungen und Analysen von Berg und Gottschalg 2004: 3, Sharp 2003: 107, Lenoir 2003: 241 sowie Canibol und Rehm 2004: 38).

Für die Maximierung des Verkaufserlöses sind neben beteiligungsinternen Kriterien wie bspw. dem Grad der Umsetzung des Konzeptes vor allem auch externe Einflüsse, wie die Wahl des Verkaufszeitpunktes und des Verkaufskanals entscheidend. Wie bereits in diesem Kapitel aufgezeigt, beträgt die Laufzeit vieler Fonds zehn Jahre. Folglich hat auch der Exit der Beteiligungsunternehmen spätestens zu diesem Zeitpunkt zu erfolgen. Daneben existieren aber auch Beteiligungsgesellschaften, deren Fonds entweder unbefristete Laufzeiten haben oder die keinen Fonds beanspruchen. Diese letzteren beiden Typen von Beteiligungsunternehmen unterliegen daher auch nicht unbedingt Exitrestriktionen, sondern können opportunistisch agieren.

Bereits in der Phase des Screenings kann nach Lenoir (2003: 239) die Planung eines möglichen Exits erfolgen. Zur Erzielung des optimalen Verkaufszeitpunktes muss neben der operativen Performance, den Marktkonditionen und der Wahl des Exitkanals auch die gewünschte Verzinsung betrachtet werden. Private-Equity-Gesellschaften erwarten Renditen, die in der Regel bei über 25% pro Jahr liegen (Lenoir 2003: 241 sowie Becker 2000: 110). Eine Beteiligung länger zu halten muss sich demnach in einer entsprechenden Erhöhung des Verkaufspreises oder in einer Dividendenentnahmemöglichkeit niederschlagen. Während die Zeit der Jahrtausendwende, nach Platzen der New-Economy-Blase, durch einen schwierigen Exit-Markt gekennzeichnet war, gingen gerade in jüngster Vergangenheit wieder Impulse von den Märkten aus, die sehr förderlich für Beteiligungsverkäufe waren (Paffenholz 2004: 2-3 und Daniels 2004: 1-3 weisen auf die Problematik der Schwierigkeit von Beteiligungsverkäufen um die Jahrtausendwende hin). Welche Auswirkungen von der Finanzkrise auf die Beteiligungsverkäufe ausgehen, ist noch nicht in letzter Konsequenz absehbar.

Einen Indikator für die Wiederbelebung der Beteiligungsverkäufe stellt die Zahl der Börsengänge dar. Während in den Boomjahren 1999 und 2000 in Deutschland insgesamt 317 Börsengänge zu verzeichnen waren, sank diese Zahl im Jahr 2001 auf 26 und in 2002 auf nur

noch 4. Im Jahr 2003 gab es keine einzige Neuemission. Im Jahr 2004 wagten sich immerhin wieder 12 Unternehmen an die deutschen Börsen. In 2005 stieg die Anzahl der Neuemissionen auf 19 und im Jahr 2006 konnte mit knapp 69 Börsengängen nahezu an alte Höchststände angeknüpft werden und 2007 war mit 44 Neuemissionen im Mittelfeld. Obwohl nicht alle Börsengänge auf den Sektor Private-Equity-Exits zurückzuführen sind, gibt diese absolute Zahl dennoch eine gute Indikation für die Erholung der Märkte (Ernst &Young 2006 und 2007).

Der Börsengang, Initial Public Offering (IPO), gilt als die lukrativste Form des Exits (Rösch 2003: 19). Ein IPO kommt jedoch nur für größere Unternehmen in Betracht und zeichnet sich durch einige Nachteile, unter anderem hohe Kosten und Mindesthaltedauern, aus. Allerdings bietet diese Exit-Variante meist eine gegenüber den anderen Exit-Optionen höhere Bewertung des Unternehmens (Leschke 2003: 247-256 sowie Schmidtke 1985).

Weitere Exit-Optionen sind der Trade Sale, der Secondary Buyout oder der Verkauf an das bestehende Management. Eine eher unerwünschte Option stellt die Liquidation der Beteiligung dar (Achleitner et al. 2004: 32-33 sowie Sharp 2003: 110-116). Ein Trade Sale charakterisiert den Verkauf einer Beteiligung der Private-Equity-Gesellschaft an einen strategischen Investor. Ein Trade Sale erfolgt, wenn ein Käufer eine strategische Ergänzung zu seinem bestehenden oder anvisierten Portfolio sucht. Wird die Beteiligung an eine andere Private-Equity-Gesellschaft veräußert, spricht man von einem Secondary Buyout (Becker 2000: 64 sowie Lenoir 2003: 242). Beim Secondary Buyout realisiert die verkaufende Private-Equity-Gesellschaft den Gewinn für die Zeit der Haltedauer. Sie erzielt ihre optimale Rendite aus allen relevanten Faktoren, wie Haltedauer und operativer Performance der Beteiligung. Die erwerbende Private-Equity-Gesellschaft sieht aber weiteres Potenzial in der Beteiligung, weil sie bspw. auf Expansionen und Weiterentwicklungen spezialisiert ist, während die verkaufende Gesellschaft auf Restrukturierungen und Turnarounds fokussiert ist (Lenoir 2003: 242). Kaufen die Alt-Gesellschafter die Anteile zurück, spricht man auch von einem Buyback. Diese Alternative greift nach Luippold (1992: 71) meist bei vereinbarten Vorkaufs- und Optionsrechten sowie bei kleineren Unternehmen, bei denen die Finanzkraft der Erwerber ausreicht. Folgende Abbildung gibt einen Überblick über den aktuellen Stand der Verteilung über die einzelnen Exit-Kanäle für das Jahr 2007 in Deutschland.

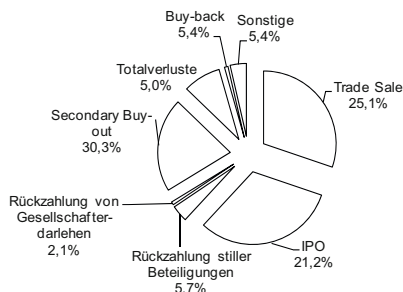


Abbildung 15: Exit-Kanäle 2007 (Quelle: Eigene Darstellung, Daten aus BVK Jahresstatistik 2007).

Mehrere große Beteiligungsverkäufe an strategische Investoren, andere Private-Equity- bzw. Beteiligungsgesellschaften oder über die Börse waren der Grund, dass wie in 2006 zusammen über 80% des gesamten deutschen Exit-Volumens auf die drei Varianten Trade Sale mit 30,2%, IPO (inklusive Aktienverkäufe nach vorangegangenem Börsengang) mit 31,7% und Secondary Buyouts mit 20,9 % entfielen. In Abschnitt 4.6 erfolgt eine Darstellung zur Entwicklung und Verteilung innerhalb der einzelnen Exit-Kanäle, welche die aktuelle Bedeutung der einzelnen Verkaufs- und Veräußerungswege näher untersucht.

#### **4.4 Finanzierung von Private-Equity-Transaktionen**

Die Finanzierung im Rahmen von Private-Equity-Transaktionen hat einen maßgeblichen Einfluss auf den langfristigen Erfolg eines Buyouts und somit auf die Nachhaltigkeit von Private Equity als Finanzierungsform. Das Finanzierungskonzept hängt wesentlich von der Art der Transaktion ab. Grundsätzlich aber gilt, dass die Wahl der Übernahme- und Finanzierungsstruktur von finanziellen und rechtlichen Überlegungen geprägt ist (Frommann 1992: 105-134, Tobler 1998: 39-77 sowie Leimbach 1989). Im Rahmen dieses Strukturierungsvorgangs, dem Financial Engineering, spielen nach Tobler (1998: 40-46) vorrangig die Tragfähigkeit des Finanzierungskonzeptes und die Allokation von Risiko-Rendite-Gesichtspunkten eine bedeutende Rolle.

Die Höhe des Kaufpreises für eine Akquisition stellt eine entscheidende Determinante des Erfolgs von Private-Equity-Transaktionen dar. Ein zu hoher Kaufpreis führt in der Folge zu einer höheren Fremdkapitalaufnahme, verbunden mit höheren Zinszahlungen und einer schlechteren Eigenkapitalrendite der Transaktion (Obwohl im Folgenden noch näher auf die Finanzierungsstruktur eingegangen wird, soll an dieser Stelle bereits der Hinweis erfolgen, dass eine Übernahme in der Regel zum wesentlichen Teil durch Fremdkapital finanziert wird. Frommann 1992: 110, Berg und Gottschalg 2004: 9 sowie Achleitner und Fingerle 2003a: 14 weisen daher zu Recht darauf hin, dass eine Erhöhung des Kaufpreises folglich auch zu einer überproportionalen Zunahme des Fremdkapitals im Verhältnis zum Eigenkapital führt).

Bemerkenswert im Rahmen einer Private-Equity-Transaktion ist die Tatsache, dass die Darstellung der Finanzierung des Kaufpreises zwar im Vorfeld durch die Private-Equity-Gesellschaft erfolgt, die Zahlung selbst letztlich mitunter aus dem Zielunternehmen stattfindet. Eine leere Mantelgesellschaft dient als Übernahmevehikel der Private-Equity-Gesellschaft und tritt als Käuferin auf. Die Eigen-, Mezzanine- und Fremdkapitalfinanzierung erfolgt nun im ersten Schritt in diesem Mantel. Dadurch gelangt dieser Mantel zu der für die Kaufpreiszahlung notwendigen Liquidität. Im zweiten Schritt fließt diese künstlich in der Mantelgesellschaft geschaffene Liquidität zur Erfüllung des Kaufpreisanspruches, der aus dem Erwerb des Zielunternehmens resultiert, an die Verkäuferin ab. Die Eigenkapital-, Mezzaninekapital- und Fremdkapitalverpflichtungen bzw. Verbindlichkeiten bleiben in der Bilanz stehen, aktiviert wird die neu erworbene Beteiligung. Durch Verschmelzung mit dem Übernahme-

vehikel wird im dritten Schritt der Teiligungsansatz eliminiert und durch die erworbenen Aktiva und Passiva ersetzt. Erwirbt ein Konsortium, bestehend aus verschiedenen Private-Equity-Gesellschaften ein Zielunternehmen, so sind diese entsprechend ihrer Anteile an der Mantelgesellschaft beteiligt (Fanselow 1993: 388, Lütjen 1992: 10-12, Leopold et al. 2003: 23-28 sowie Rhein 1996: 10-13). Folgende Abbildung verdeutlicht diese Kaufpreis-Konstitution:

Eigenkapital (20-30%)	Private Equity-Gesellschaft (1-3%)	Private Equity-Fonds
	Investoren (97-99%)	
	Management/Mitarbeiter	
Fremdkapital (70-80%)	Banken	Banken-Pool

Abbildung 16: Originäre Kaufpreiskonstitution (Quelle: Eigene Darstellung).

Das Übernahmevehikel, welches als Käufer auftritt, ist nun Schuldner der Kaufpreisverbindlichkeit gegenüber dem Alt-Eigentümer und Inhaber des neu erworbenen Teiligungsunternehmens. Nachträglich wird nun das erworbene Teiligungsunternehmen auf das Übernahmevehikel verschmolzen und es entsteht eine neue Gesellschaft, häufig NewCo genannt. Die folgende Abbildung verdeutlicht diesen drei-stufigen Zusammenhang schematisch.

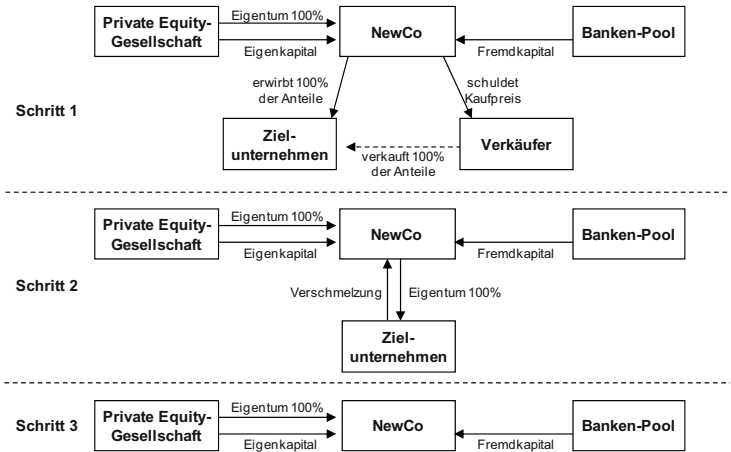


Abbildung 17: Struktur einer Private-Equity-Transaktion (Quelle: Eigene Darstellung).

Nach der Verschmelzung enthält die Bilanz dieser NewCo sowohl alle Aktiva als auch Passiva des erworbenen Unternehmens. Demnach befindet sich nun auch die Verbindlichkeit aus der Kaufpreiszahlung gegenüber dem Alt-Eigentümer in der Bilanz der NewCo und wird mit der aus der Finanzierung resultierenden Liquidität getilgt.

Die Private-Equity-Gesellschaft ist nun bestrebt, sich ihren Teil des Kaufpreises möglichst zügig wieder aus dem erworbenen Unternehmen zurückzuholen, um es für weitere Transaktionen benutzen zu können. Dies kann über verschiedene Konstruktionen wie bspw. Kapitalherabsetzungen, Re-Kapitalisierungen oder Tilgungen auf Gesellschafterdarlehen geschehen.

Eine Private-Equity-Transaktion wird in der Regel mittels verschiedener Finanzierungsformen umgesetzt. Es handelt sich dabei um eine Mischung der bereits in Kapitel 3 vorgestellten Finanzierungsinstrumente im Rahmen der Fremd- und Beteiligungsfinanzierung. Typischerweise erfolgt die Finanzierung aus Eigenkapital, Fremdkapital und Mischformen, dem Mezzanine-Kapital (Schiliz 1991). Die Eigenkapitalkomponente, die zwischen 20% und 30% des Finanzierungsvolumens liegt, wird von der Private-Equity-Gesellschaft mit Hilfe ihres Fonds gestemmt. Im Rahmen eines MBO steuert das Management entsprechend ihres Zielanteils am Unternehmen ebenfalls Eigenkapital bei (Tobler 1998: 46 sowie Leopold et al. 2003: 23). Die Private-Equity-Gesellschaft refinanziert diese Eigenkapitalkomponente, wie bereits anfangs in diesem Kapitel dargestellt, wiederum zum größten Teil meist über eingesammelte Fondsgelder und einer geringen eigenen Komponente, die zwischen 1% und 3% liegt.

Die Fremdkapitalkomponente der Finanzierungsstruktur wird von Banken bzw. Bankenkonsortien beigesteuert. Das Fremdkapital, welches in der Regel zwischen 70% und 80% der Transaktionssumme ausmacht, wird in Form vorrangig besicherter Darlehen gewährt. Nach einer Analyse von DeRidder (1990: 60) werden meist zuvor bestehende Bankkredite durch die neuen Fremdkapitalgeber zurückgeführt und weitere Betriebsmittelkredite und sonstige Finanzierungen bereitgestellt. Die Fremdkapitalstruktur ist meist auf einen Zeitraum von ca. 5 Jahren ausgelegt und während dieser Zeit von Tilgungsleistungen befreit. Dies dient der Entlastung des Cashflows des erworbenen Unternehmens. DeRidder (1990: 60) weist aber darauf hin, dass Zinszahlungen während der tilgungsfreien Zeit trotzdem geleistet werden müssen. Er führt weiter aus, dass in den Kreditverträgen stets Bestimmungen, sogenannte Covenants, enthalten sind, welche Eingriffsmöglichkeiten der Banken gestatten, falls bestimmte Ziele nicht erreicht werden (Siehe dazu auch Abschnitt 3.2.1 zur Trade-off-Theorie sowie DeRidder 1990: 61). Diese Covenants sichern der Bank Informations- und Kontrollrechte. Verläuft die Zeit nach der Übernahme nach Plan, werden die Darlehen nach der vereinbarten Zeit regulär endfällig. Die Varianten nach der ersten Akquisitionsrundung sind nun vielfältig. Hat das Unternehmen in der Zeit vor der Fälligkeit des Fremdkapitals Gewinne erwirtschaftet, ist das Eigenkapital deutlich gestiegen. Der hohe Fremdkapitalanteil ist nun relativ geringer, obwohl er nach wie vor in der gleichen Höhe wie



am Tag der Akquisition in den Büchern des erworbenen Unternehmens steht. Durch die hohe Eigenkapitaldecke ist nun aber das Risiko der Rückzahlung des Fremdkapitals deutlich gesunken, was die Möglichkeit der Umstrukturierung des Akquisitionsdarlehens in ein normales Darlehen mit Zins- und Tilgungsleistungen erlaubt. Es kommt aber auch die Möglichkeit des Verkaufs bestimmter Fremdkapitaltranchen an weitere institutionelle Finanzinvestoren in Betracht, was als Re-Leveraging bezeichnet wird (Darauf wird in Abschnitt 5.4.1.3 noch ausführlich eingegangen. Aber auch die Darstellungen bei Golder 1998: 65, Norton und Tenenbaum 1992: 20-29, Norton und Tenenbaum 1993a: 32-41 sowie Tobler 1998: 49 sind sehr hilfreich für eine weitergehende Erforschung).

Im Gegensatz zu vorrangigem Fremdkapital wird nachrangiges Fremdkapital und Mezzaninekapital, neben Banken auch von spezialisierten Mezzaninegebern, Beteiligungsgesellschaften oder dem Veräußerer selbst bereitgestellt (Nach der Meinung von Gompers 1997: 7, Hill und Kaplan 1998: 152 sowie Frommann 1992: 128 sind finanzielle Commitments des Veräußerers aber auch des Managements deswegen als wichtiges Signal zu werten, weil sich diese auch nach der Transaktion noch selbst im Kapitalverlustrisiko befinden). Aufgrund des gegenüber vorrangigem Fremdkapital höheren Risikos ist die Verzinsung von Mezzaninekapital höher. Im Falle einer Liquidation wird Mezzaninekapital zwar vor dem haftenden Eigenkapital bedient, aber erst nach Befriedigung der vorrangigen Fremdkapitalgeber (Weitere Ausführungen zur Rückführung im Liquidationsfall finden sich bei Jensen 1989: 70, DeRidder 1990: 62 sowie Frommann 1992: 126-127).

#### **4.5 Wertsteigerungspotenziale durch Private Equity**

Im Rahmen der Betrachtung der Wertsteigerungspotenziale wird deutlich werden, wie wichtig gerade die Betreuungskomponente zur Erzielung von Wettbewerbsvorteilen gegenüber herkömmlichen Finanzierungsformen ist. Eingangs in diesem Kapitel wurde die Entstehungsgeschichte von Private Equity als Finanzierungsform für Unternehmen näher betrachtet. Gerade in Europa, aber auch weltweit, handelt es sich dabei um eine im Vergleich zu herkömmlichen Finanzierungsformen wie bspw. dem Darlehen, um eine sehr junge Finanzierungsquelle. In der Literatur finden sich verschiedene Standpunkte zum Thema der Dauerhaftigkeit dieser Finanzierungsform. Rappaport (1990: 96-98) ist der Ansicht, es handelt sich bei Private-Equity-Transaktionen und -Organisationen lediglich um ein transitorisches Phänomen. Er begründet dies mit der einschränkenden Wirkung des hohen Fremdkapitalanteils. Dieser hemme gerade die notwendige Flexibilität des Unternehmens und der unternehmerischen Entscheidungen. Desweiteren argumentiert er über die begrenzte Laufzeit der Private-Equity-Fonds, die, wie in Abschnitt 4.1 beschrieben, bei ca. 10 Jahren liegt. Da die Private-Equity-Investition in diesem Zeitraum getätigt und wieder abgestoßen wird, könne die Organisationsform, die durch die Private-Equity-Transaktion resultiert, nur von vorübergehender Dauer und keinesfalls als langfristig anzusehen sein. Andere Forscher, wie Jensen

(1989: 68), Wright et al. (1997) oder Kaplan (1989: 217-254) argumentieren hingegen, dass es sich bei Private Equity dank zahlreicher Vorteile um eine sehr effiziente Organisationsform von langer Dauer handelt. Eines ihrer Hauptargumente ist dabei, dass Unternehmen, die in privatem Besitz sind und wenigstens zu einem Teil dem Management gehören, nicht mit den Problemen, die durch die Teilung von Eigentum und Kontrolle des Eigentums entstehen, konfrontiert sind. Nach Jensen (1989: 68) sowie Liebeskind und Wiersma (1992: 73) erfolgt ein Gleichlauf der Interessen von Eigentümer und Management. Dieses Phänomen wird unter finanzierungstheoretischen Gesichtspunkten noch näher in Abschnitt 5.1 betrachtet. Es wird darüber hinaus argumentiert, dass sich die Unternehmensführung durch die Beteiligung von Private Equity verbessert, da die Private-Equity-Gesellschaften kritischere Eigner sind. Somit erfolgt eine viel engere Kontrolle der Vorstände und Geschäftsführer der Beteiligungsunternehmen (Heilmann 2007: 13).

Eine abschließende Beurteilung kann noch nicht erfolgen. Zieht man als Beurteilungskriterium die stetig wachsende Zahl an Private-Equity-Fonds, Fonds-Volumen oder Transaktionsanzahl und -volumina heran, befindet sich diese Finanzierungsform erst im Aufbau. Kaplan (1991: 290) gelangt zu der recht treffenden Schlussfolgerung, dass ein „[...] typical Buyout neither short lived nor permanent“ ist.

Zahlreiche empirische Studien untermauern bisher zudem den Verdacht, dass Private Equity als Finanzierungsform in der Lage ist, zur Wertgenerierung des Zielunternehmens überproportional beizutragen (EVCA 2001a: 4 sowie EVCA 2001b: 3). In der Forschung zum Thema der Wertgenerierung werden dabei grundsätzlich drei Arten von Wertgenerierungspotenzialen unterschieden, die in den folgenden Abschnitten kurz erläutert werden: Der Werttransfer, Value Capturing, sowie die direkte und indirekte Wertschöpfung, Value Creation (Diese Unterscheidung nehmen auch Porter 1985, Stabell und Fjeldstad 1998: 413-437 sowie Berg und Gottschalg 2004: 5 vor).

#### 4.5.1 Werttransfer

Der Werttransfer erfolgt durch die Ausnutzung externer Marktgegebenheiten. Da der Markt für Private Equity durch eine hohe Intransparenz und zugleich signifikante Informationsasymmetrie gekennzeichnet ist, bestehen finanzielle Arbitragemöglichkeiten zwischen dem Kauf und dem Verkauf einer Beteiligung. Der Werttransfer erfolgt nicht durch eine Verbesserung der operativen Leistungsfähigkeit der Beteiligung sondern lediglich durch besondere Fähigkeiten der Private-Equity-Gesellschaft in Bezug auf die Prognose der Marktentwicklung. Ein Werttransfer entsteht demnach nur in der Kauf- oder Verkaufsphase der Beteiligung. Berg und Gottschalg (2004: 6) sowie Anders (1992: 85) zählen zu diesen besonderen Fähigkeiten eine überlegene Marktkennntnis und Transaktionsabwicklungsfähigkeit, die Antizipation der Marktbewertung und die Optimierung des Fokus' der Beteiligung.

Die überlegene Marktkenntnis kommt nach Auffassung dieser Autoren durch das besondere Branchen-Know-how der Private-Equity-Gesellschaften zustande. Sie verfügen im Haus über Experten oder ein externes Netzwerk, welches sie in die Lage versetzt, Chancen und Risiken einer potenziellen Beteiligung sehr gut einschätzen zu können. Somit kann der wahre Wert einer Beteiligung besser eingeschätzt und daraus ein Wettbewerbsvorteil gegenüber dem Verkäufer abgeleitet werden (Anders 1992: 68 sowie Rhein 1996: 51).

Die Transaktionsabwicklungsfähigkeit kommt auch darin zum Ausdruck, Unternehmen zu erwerben, welche anderen Private-Equity-Gesellschaften gar nicht erst zum Kauf angeboten wurden. Dadurch sind Kaufpreise geringer und Wertsteigerungspotenziale höher. Erfolgreiche Private-Equity-Gesellschaften zeichnen sich durch ein hohes Maß an Transaktionen aus, welche nicht über standardisierte Verkaufsprozesse erworben wurden (KPMG 2005: 9, Berg und Gottschalg 2004: 8 sowie Wegner 2004:186).

Die Antizipation einer Veränderung in der Marktbewertung verhilft der Private-Equity-Gesellschaft nach Analysen von Berg und Gottschalg (2004: 6) sowie Hachmeister (1996: 251-277 sowie 1999: 24) ebenfalls zur Wertgenerierung durch Werttransfer. Erwirbt sie ein Unternehmen einer Branche, welche in Zukunft überproportional von Interesse ist, kann sie ohne im Unternehmen zusätzlich Wert generiert zu haben, die Beteiligung über ihrem Einstandswert veräußern.

Eine Optimierung des Unternehmensfokus' korreliert mit der überlegenen Marktkenntnis der Private-Equity-Gesellschaften. So werden Unternehmen teilweise unter sogenannten Conglomerate Discounts übernommen, d.h. ein aus mehreren Teilen bestehendes Unternehmen wird unter dem Preis der einzelnen enthaltenen Unternehmen erworben. Anschließend wird das Unternehmen zerschlagen und in Einzelteilen wieder verkauft (Diese Vorgehensweise ist auch bekannt unter dem Synonym des Asset Stripping und führte in der Folge zur Heuschreckendebatte, weil diese Zerschlagung für die operativ weniger erfolgreichen Teilspartern meist die Schließung bzw. Abwicklung bedeutet und mit entsprechendem Arbeitsplatzabbau einhergeht).

#### 4.5.2 Indirekte Wertschöpfungshebel

In Anlehnung an die Untersuchungen von Smit und DeMaeseneire (2005: 3) sowie Easterwood et al. (1989: 33) konstituieren die Auswahl eines qualifizierten Managements und der Disziplinierungsinstrumente die indirekten Wertschöpfungshebel. Der Erfolg einer Private-Equity-Transaktion hängt maßgeblich von der Qualität des Managements im übernommenen Unternehmen ab. Die Aufgabe der Private-Equity-Gesellschaft besteht darin, im Vorfeld zu erkennen, ob sich ein derartig geeignetes Management bereits im Unternehmen befindet oder welcher Art der Neubesetzung des Managements es bedarf. Durch ihre Netzwerke verfügen die Private-Equity-Gesellschaften über einen Pool von geeigneten Managern, die dem ursprünglichen Management an die Seite gestellt werden oder dieses ersetzen. Nach Lück

(1990: 73), Gräper (1993: 55) sowie Achleitner und Fingerle (2003a: 16) bieten neben der Selektion vor allen Dingen die Gestaltung der Zusammenarbeit, die vorhandene Motivation und die gemeinsame Interessenausrichtung besondere Chancen.

Disziplinierungsinstrumente dienen der Herstellung der Interessensymmetrie der beteiligten Parteien hinsichtlich gemeinsamer Ziele. Diese Angleichung von Interessen untersucht die Agency-Theory. Durch Instrumente zur Reduktion der aus der Beziehung zwischen Principal und Agent stammenden Probleme werden bereits während der Pre-Deal-Phase und dem Transaktionsabschluss indirekt Grundlagen für eine spätere Wertschöpfung in der Beteiligungsphase gelegt (Während der finanzierungstheoretischen Betrachtung in Abschnitt 5.1 wird darauf noch ausführlicher eingegangen. Auch bei Berg und Gottschalg 2004: 15 finden sich entsprechende Hinweise). Agency-Probleme können dabei vornehmlich reduziert bzw. vermieden werden durch die Kontrollfunktion des Fremdkapitals und den damit verbundenen Tilgungspflichten, direktes Monitoring der Beteiligung, Eigenbeteiligung des Managements und aktives Mentoring des Managements der Beteiligung.

Die Disziplinierung über den Mechanismus des Fremdkapitals erfolgt über die eingeschränkten Verwendungsmöglichkeiten des Free-Cashflows (Jensen 1993: 868-869). Jensen (1989: 68) beschreibt den Disziplinierungsmechanismus wie folgt: „Debt is a substitute for dividends. It forces managers to disgorge cash rather than waste it“. Ein hoher Grad an Fremdverschuldung motiviert das Management, mehr denn je nur die rentabelsten Investitionsprojekte anzugehen und dadurch zur Maximierung des Unternehmenswertes beizutragen. Zahlreiche empirische Studien belegen, dass Buyouts mit einem höheren Verschuldungsgrad tendenziell größere Verbesserungen der operativen Performance aufweisen (Ravenscraft und Long 1993: 23-24 haben dazu entsprechende Analysen vorgenommen). Das Disziplinierungsinstrument des hohen Fremdkapitals hat aber auf der anderen Seite einen hohen Preis, der sich in der Zinsbelastung des Zielunternehmens und der eingeschränkten finanziellen Handlungsfähigkeit niederschlägt.

Durch konsequentes Monitoring der Beteiligung kann die Private-Equity-Gesellschaft mindestens ebensoviel Disziplin bei der Beteiligung erreichen (Fenn et al. 1997: 33 sowie Easterwood et al. 1989: 33). Denn über den Kontrolleinfluss auf das Management hat die Private-Equity-Gesellschaft letztlich auch die Kontrolle über das Unternehmen inne. Die aktive Rolle beim Monitoring bietet dabei eine effiziente und effektive Möglichkeit zur Disziplinierung des Managements. Damit ist nach der Auffassung von Jensen (1993: 863) und Anders (1992: 83) auch die Erhöhung der operativen Performance der Beteiligung verbunden. Neben der Möglichkeit zur Disziplinierung und der damit verbundenen Steigerung der operativen Performance kommt dem Monitoring aber insbesondere auch im Rahmen der Risikominimierung eine besondere Bedeutung zu (Scheffczyk 2006: 35).

Nach Rhein (1996: 14-19) ist die Beteiligung des Managements am Eigenkapital des Unternehmens eine weitere Möglichkeit, die Motivation und Interessen des Managements mit denen des Investors in Einklang zu bringen. Studien von Phan und Hill (1995: 730) sowie

Easterwood et al. (1989: 35) zufolge ist eine erhöhte Beteiligung des Managements ein weitaus effizienterer und effektiverer Mechanismus zur Erhöhung der operativen Leistungsfähigkeit als das Disziplinierungsinstrument des erhöhten Fremdkapitalanteils (Auch Untersuchungen von Bader 1996: 122 und Sharp 2003: 8 unterstreichen dies). Darüber hinaus kann das Management mit gezielt eingesetzten variablen Gehaltsbestandteilen nach Jensen (1989: 68) exakt in die Richtung incentiviert werden, die die Private-Equity-Gesellschaft einschlagen möchte. Auch das Instrument der Aktienoptionen erlaubt es nach Auffassung von Fenn et al. (1997: 32) und Lück (1990: 73), das Management dahingehend zu beeinflussen, seine Handlungen stets zum Wohl eines gesteigerten Unternehmenswertes einzusetzen und die Ziele an denen des Eigentümers auszurichten. Die Summe dieser das Management betreffenden Maßnahmen zielt darauf ab, eine derartige gezielte Kontrolle auszuüben, dass Handlungsspielräume zunehmend begrenzt werden und die verbleibenden Spielräume im Interesse der Private-Equity-Gesellschaft ausgenutzt werden.

Das Mentoring-Konzept rundet die Auswahl der Disziplinierungsinstrumente ab. Unter Mentoring, auch als Parenting bezeichnet, wird die aktive Betreuung und Beratung der Beteiligungsfirma verstanden. Durch die Zusammenarbeit zwischen Private-Equity-Gesellschaft, Management und in der Folge dem Unternehmen wird die geplante Strategie operativ umgesetzt. Je verlässlicher dabei das Management ausgewählt wurde und demnach im Interesse der Private-Equity-Gesellschaft arbeitet, desto geringer muss nach einer Analyse von Wegner (1994: 194) der Aktivitätsgrad der Betreuung ausfallen.

Besonders hervorzuheben ist, dass das Mentoring und Monitoring, neben dem positiven Beitrag zur Wertsteigerung des Zielunternehmens, auch zur Risikominimierung eingesetzt wird. Damit werden gleichzeitig Beratungsfunktionen ebenso wie Informations- und Kontrollfunktionen angeboten und eingesetzt, die ihre Bedeutung sowohl auf Ebene des Zielunternehmens als auch auf der der Private-Equity-Gesellschaft entfalten können. Über die indirekten Wertschöpfungshebel beeinflusst die Private-Equity-Gesellschaft maßgeblich das Geschehen und die operative Performance der Beteiligung. Diese Hebel wirken ihrerseits wiederum, zum Teil über das Management, auf die direkten Wertschöpfungsmöglichkeiten.

#### 4.5.3 Direkte Wertschöpfungshebel

Direkte Wertschöpfungshebel sind das Financial Engineering, die Steigerung der operativen Effizienz und die strategische Differenzierung (Berg 2005: 88-122 sowie Bader 1996: 68-74). Sie wirken direkt auf die Performance und Profitabilität der Beteiligung, indem sie Umsatz, Margen und Kosten beeinflussen. Welche Rolle die Private-Equity-Gesellschaft bei der Wertschöpfung in der Beteiligung spielt, hängt entscheidend von ihrer Investitionsstrategie und ihren Fähigkeiten ab.

Unter dem Begriff Financial Engineering werden die Aktivitäten der Private-Equity-Gesellschaften subsumiert, die der Optimierung der Kapitalkosten sowie der Minimierung und

Vermeidung von Risiken durch finanzielle Maßnahmen dienen. Darüber hinaus dient das Financial Engineering dazu, finanzielle Handlungsspielräume zu ermöglichen, um für die Zukunft größtmögliche Flexibilität hinsichtlich zusätzlicher Investitionen zur Sicherung und zum Ausbau der Wettbewerbsposition gewährleisten zu können (Sudarsanam 2003: 131 sowie Anders 1992: 85). Im Gegensatz zu reinen Finanzinvestoren, die das Financial Engineering als komparativen Wettbewerbsvorteil aufweisen können strategische Investoren ihre Marktposition und ihre Fähigkeiten einzusetzen, um Wettbewerbsvorteile zu generieren.

Die Minimierung von Risiken, wie Zinsänderungs- oder Kreditausfallrisiken, wird meist über die klassischen Instrumente des Risikomanagements, wie durch die Etablierung von Frühwarnsystemen oder den Abschluss von Versicherungen, verwirklicht. Die Optimierung der Kapitalkosten erfolgt über die situationsbedingte Auswahl der richtigen Finanzierungsinstrumente und der Bestimmung des richtigen Fremd- und Eigenkapitalverhältnisses, dem Leverage. Neben den bereits diskutierten Disziplinierungsvorteilen eines höheren Fremdkapitalanteils kann dieser auch steuerlich vorteilhaft eingesetzt werden und durch die richtige Auswahl des Finanzierungsinstrumentes sogar noch vergrößert werden. Diese Tatsache findet nicht zuletzt im Rahmen des Shareholder-Value-Konzeptes Berücksichtigung, in dem der Steuersatz in Form des Tax Shields und die mit den Finanzierungsinstrumenten einhergehenden Kapitalkosten in Form der WACC, der Weighted Average Cost of Capital, Berücksichtigung finden (Ausführungen zu den WACC finden sich bspw. bei Miles und Ezzell 1980: 719-730 oder Sharpe 1964: 425-442). Über die Allokation zu den entsprechenden Finanzierungsinstrumenten und deren Kombination kann die Private-Equity-Gesellschaft im Rahmen des Financial Engineering dadurch letztlich direkt den Unternehmenswert beeinflussen. Dies schlägt sich nicht nur im Shareholder Value, sondern auch in weiteren finanziellen Kennzahlen, wie der Eigenkapitalrentabilität, nieder. Die Eigenkapitalrentabilität lässt sich durch eine Erhöhung des Verschuldungsgrads so lange steigern, wie die intern erwirtschaftete Rendite, die Gesamtkapitalrentabilität, größer ist als die Fremdkapitalkosten, die Verzinsung des Fremdkapitals.

Während das Financial Engineering ein ganzes Maßnahmenrepertoire umfasst, welches im Wesentlichen im Vorfeld und zu weiteren punktuellen Anlässen in Erscheinung tritt, repräsentiert die Steigerung der operativen Effizienz einen Zielkatalog, der die Steigerung der Produktivität, der Profitabilität und des Cashflows sowie letztlich des Unternehmenswertes enthält und über den ganzen Beteiligungszeitraum realisiert wird. Unabhängig von der strategischen Neuausrichtung wird über eine veränderte und effizientere Allokation der internen Unternehmensressourcen das Ziel der Steigerung der operativen Effizienz verfolgt. Zu den Maßnahmen zählen Berg und Gottschalg (2004: 10) organisatorische Veränderungen, wie Hierarchieabbau, Verkürzung von Kommunikations- und Entscheidungswegen und die Implementierung von Managementinformationssystemen. Einen weiteren Schwerpunkt stellt die Konzentration auf die Kostenblöcke des Unternehmens dar. Über Personalreduktion werden Fixkosten reduziert, die Optimierung des Einkaufs trägt zur Verbesserung der Marge

bei und Make-or-buy-Entscheidungen dienen der Reduktion sowohl fixer als auch variabler Kosten. Häufig wird zudem ein zuvor vernachlässigtes Working-Capital-Management etabliert, welches darauf abzielt, Forderungen schneller einzutreiben, Zahlungen hinauszuzögern und die Lagerumschlagsgeschwindigkeit zu erhöhen um somit Lagerbestände zu reduzieren. Die Summe dieser Maßnahmen zielt auf die Steigerung der operativen Cashflows und die Verbesserung der Bilanzstruktur ab, um eine verbesserte Allokation der im Unternehmen verfügbaren Mittel zu erhalten. Zahlreiche empirische Studien und Analysen belegen, dass die operative Performance von Beteiligungsunternehmen im Vergleich zu Unternehmen ohne Beteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft überdurchschnittlich gestiegen ist (Achleitner und Fingerle 2003a: 14, Singh 1990: 152-153, Easterwood et al. 1989: 41-42 sowie Berg und Gottschalg 2004: 10-12). Wright et al. (2001: 111) und Güllmann (2007: 20-21) weisen darauf hin, dass aus den Kapitalreserven und der freigesetzten Liquidität Zusatzinvestitionen getätigt werden, die ohne den Investor nicht oder nur schwer hätten realisiert werden können. Die Private-Equity-Gesellschaft muss dabei nicht selbst über das notwendige Branchen-Know-how verfügen. Je nach Investitionsstrategie und Grad der Aktivität von Monitoring und Mentoring, kann sie dies auch über Unternehmensberatungen oder Branchenexperten steuern.

Richten sich die Maßnahmen zur Steigerung der operativen Effizienz im Wesentlichen auf die Optimierung der Kosten- und Reserve Seite der Beteiligung, wird im Rahmen der strategischen Differenzierung nach zusätzlichen Wachstums- und Entwicklungsmöglichkeiten gesucht. In Abschnitt 4.1.2 wurde im Rahmen der Transaktionsanlässe bereits der Anlass der Restrukturierung erläutert. Die Beteiligung litt vor Verkauf unter der Tatsache, nicht mehr im Kernfokus des Konzerns zu stehen. Somit wurden meist Potenziale außer Acht gelassen und notwendige Investitionen aufgeschoben. Durch die Übernahme rückt die Beteiligung aber wieder in den Fokus des Interesses und kann wieder strategisch sinnvolle Maßnahmen verfolgen. Im Rahmen der häufig bereits in der Pre-Deal-Phase festgelegten strategischen Ausrichtung der Beteiligung können bspw. bereits Zukäufe weiterer sinnvoller Ergänzungsbeteiligungen oder Maschineninvestitionen vorgesehen sein, die der Erreichung einer vordefinierten Marktstellung dienen.

Aktuellen Studien zufolge spielt gerade die strategische Ausrichtung bei der Wertgenerierung der Beteiligungen eine besondere Bedeutung. Der Fokus wird dabei vermehrt weg vom reinen Financial Engineering hin zu einem integrativeren Ansatz verschoben, einer Mischung aus finanziellem und strategischem „Engineering“ (Aktuelle Studien finden sich beim EVCA. Hier ist in den vergangenen Jahren aus den veröffentlichten Yearbooks erkennbar, dass die Beiträge zur Wertgenerierung mehr und mehr aus operativen Effizienzgewinnen und, viel bedeutender, aus strategischen Differenzierungen stammen, und weniger aus dem klassischen Financial Engineering). Daher ist aus den Erkenntnissen von Wegner (2004: 143-248), Wright et al. (2001: 112), Achleitner und Fingerle (2003a: 15), Phan und Hill (1995: 722), Gräper (1993: 125), Jensen (1989: 63) sowie Smit und DeMaeseneire (2005: 3) auch ableitbar, dass die

relative Bedeutung des Financial Engineering im Rahmen der Wertschöpfung in der Beteiligung zugunsten anderer Wertschöpfungshebel weiterhin rückläufig ist, während Private-Equity-Gesellschaften den Maßnahmen im Rahmen des Monitoring oder Mentoring immer größere Bedeutung beimessen.

#### **4.6 Der Private-Equity-Markt**

Das rasante Wachstum des Marktes für Private Equity wurde zum einen eingangs in dieser Arbeit und zum anderen verstärkt in diesem Kapitel herausgestellt. Es erscheint daher zweckmäßig, tiefer in diese Tendenzen einzugehen und aktuelle Entwicklungen vorzustellen und zu untersuchen. Bereits bei der Darlegung der Entstehungsgeschichte von Venture Capital und Private Equity wurde die Bedeutung des US-amerikanischen bzw. angelsächsischen Marktes hervorgehoben. Dadurch, dass Private Equity in den anglo-amerikanischen Märkten bereits als besonders etabliert gilt, nehmen diese Märkte eine Art Vorreiterrolle für Private Equity im (übrigen) europäischen Markt ein (EVCA Financial Yearbook 2003: 26). Frommann und Dahmann (2003: 8-12) sind zum einen der Meinung, dass diese Märkte durch ihren zeitlichen Vorsprung gegenüber dem europäischen Private Equity Markt des Festlandes einen deutlichen Vorteil in Bezug auf Liquidität und Größe haben. Zum anderen sprechen sie den anglo-amerikanischen Märkten auch im Hinblick auf die legislativen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen Vorteile zu. In diesem Abschnitt werden nun die Entwicklungstendenzen des europäischen und des deutschen Teilmarktes für Private Equity näher betrachtet.

##### **4.6.1 Der europäische Private-Equity-Markt**

Bis Mitte der neunziger Jahre waren Transaktionszahl und Transaktionsvolumina noch positiv korreliert. Mit zunehmender Anzahl der Transaktionen nahm auch das in entsprechenden Transaktionen investierte Volumen zu. Mitte der neunziger Jahre bis zum Jahre 2001 wurde dieser Trend unterbrochen. Bei konstanter Transaktionszahl nahm das in die entsprechenden Transaktionen investierte Volumen ab. Zudem verlief die Entwicklung am europäischen Private-Equity-Markt bis zum Jahr 2001 dabei nicht konstant, sondern in Zyklen (Berg 2005: 20-23, Züchner 2006: 127 sowie Frommann und Dahmann 2003: 12). In dieser Zykлизität kamen die allgemeinen konjunkturellen Einflüsse der vergangenen Jahre zum Tragen, die eng mit Fondsgrößen, Fundraising und Exit-Möglichkeiten verknüpft sind (EVCA 2003a:1 sowie 2003b). Seit 2002 ist ein deutlicher Aufschwung am Private-Equity-Markt zu verzeichnen, der im Rahmen der Transaktionsvolumen sogar exponentiell verläuft.

Das Transaktionsvolumen nahm von 2002 bis 2005 von EUR 27,6 Mrd. um EUR 19,5 Mrd. auf EUR 47,1 Mrd. zu. Von 2005 auf 2006 war sogar ein weiterer Zuwachs um EUR 24,1 Mrd. auf EUR 71,2 Mrd. in 2006 zu verzeichnen. 2007 wurde dieses hohe Niveau mit EUR 73,8 Mrd. erfolgreich verteidigt. Während die Transaktionszahl von 2002 mit 9.976 Transaktionen zunächst auf 10.375 Transaktionen in 2003 zunahm, fiel sie in 2004 wieder



leicht auf 10.236 Transaktionen. In 2005 wurden mit 10.912 Transaktionen 6,6% mehr durchgeführt als noch 2004. In 2006 sank die Transaktionsanzahl im Vergleich zu 2005 um 1,4% auf 10.760 Transaktionen, während das Transaktionsvolumen um 51,2% anstieg. Dies impliziert, dass in jüngster Vergangenheit insgesamt weniger Transaktionen mit deutlich höheren Transaktionsvolumen getätigt wurden. In 2007 verstärkte sich dieser Trend nochmals, indem trotz eines leicht höheren Volumens lediglich noch 8.411 Transaktionen getätigt wurden. In 2005 betrug das durchschnittliche Volumen pro Transaktion noch EUR 4,3 Mio., in 2006 wurden pro Transaktion durchschnittlich bereits EUR 6,6 Mio. und in 2007 sogar EUR 8,8 Mio. investiert. Die folgende Abbildung verdeutlicht diese Zusammenhänge bis zum Jahr 2007. Für die Jahre 2008 und voraussichtlich 2009 muss aufgrund der Finanzkrise mit einem Rückgang der durchschnittlichen Transaktionsvolumina gerechnet werden. Die eingeschränkte Kreditverfügbarkeit wirkt sich negativ auf die großen Buyouts aus und die zunehmende Gefahr der Unternehmenskrisen wird die Bereitschaft der Private-Equity-Gesellschaften, große Investitionen zu tätigen, ebenfalls nicht positiv beeinflussen.

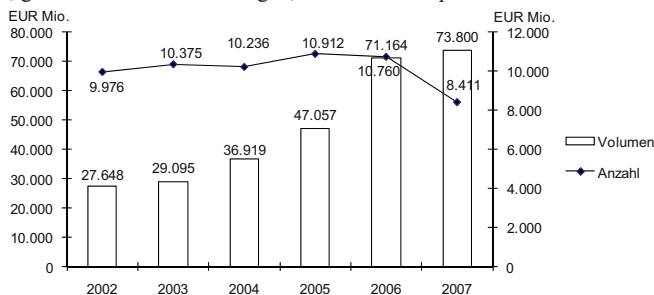


Abbildung 18: Entwicklung des europäischen Private Equity Marktes nach Transaktionsanzahl und -volumen (Quelle: Eigene Darstellung, Daten aus EVCA Financial Yearbooks 2003-2008).

Die Einteilung nach den verschiedenen Investitionsphasen (gemessen anhand der investierten Volumina) stellt sich für die Jahre 2002 bis 2007 wie folgt dar:

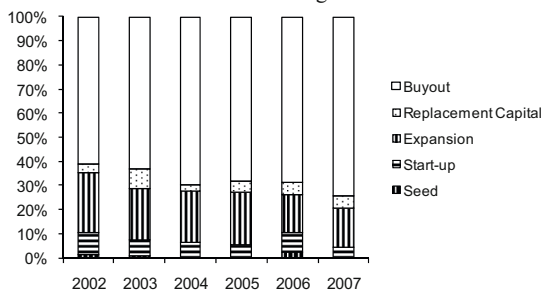


Abbildung 19: Private-Equity-Investitionen nach Phasen in Europa von 2002 bis 2007 (Eigene Darstellung, Daten aus EVCA Financial Yearbooks 2003-2008).

Die folgenden Abbildungen stellen die länderspezifische Entwicklung der einzelnen Märkte nach Transaktionsvolumen und -anzahl für die Jahre 2005 und 2006 dar. Während die erste Abbildung eine Zunahme der Volumina zeigt, offenbart die zweite Abbildung dagegen einen leichten Rückgang der Transaktionszahlen von 2005 auf 2006.

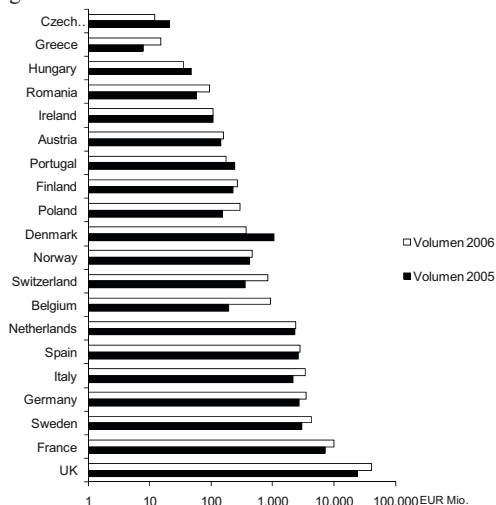


Abbildung 20: Entwicklung der Ländervolumina von 2005 auf 2006 (Quelle: Eigene Darstellung, Daten aus EVCA Financial Yearbook 2007).

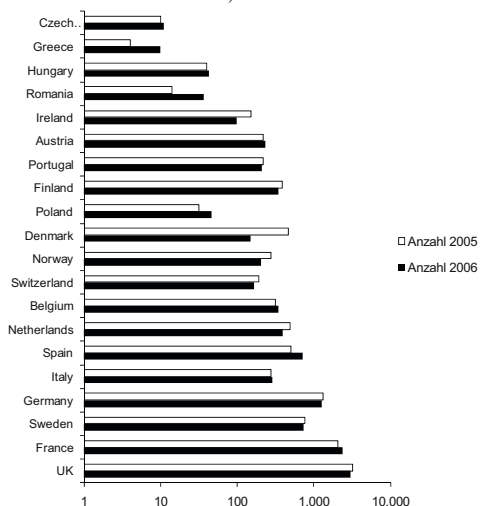


Abbildung 21: Entwicklung der Länder-Transaktionsanzahl von 2005 auf 2006 (Quelle: Eigene Darstellung, Daten aus EVCA Financial Yearbook 2007).

Neben der Entwicklung der Transaktionsanzahl und -volumen ist die Entwicklung der Exits und Renditen zur Beurteilung des Private-Equity-Marktes unerlässlich. Folgende Abbildung

gibt einen Überblick über die Entwicklung des Exit-Volumens, gegliedert nach den Kategorien Trade Sale, IPO, Write-Off und Other Means von 2002 bis 2007. Unter Write-Off wird die vollständige Abschreibung einer Beteiligung in den Büchern der Private-Equity-Gesellschaft verstanden. Other Means kennzeichnet im Wesentlichen Verkäufe an weitere Finanzinvestoren und Private-Equity-Gesellschaften, sogenannte Secondaries.

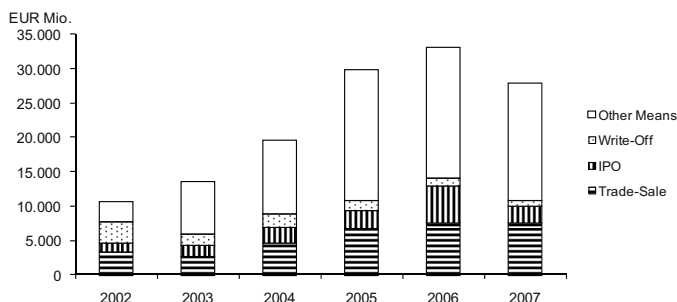


Abbildung 22: Entwicklung der Exits in Europa von 2002 bis 2007 (Quelle: Eigene Darstellung, Daten aus EVCA Financial Yearbooks 2003-2008).

Bei Betrachtung der Exits fällt auf, dass sich die Schwäche im Bereich der IPO's, die sich an das Platzen der Neue-Markt-Blase und dem Zusammenbruch der New Economy anschloss, noch bis ins Jahr 2003 fortsetzte (EVCA Yearbooks 2003-2008). Alte Höchststände im Bereich des IPO wurden aber bereits 2006 schon wieder übertroffen. Während das Jahr 2007 hinsichtlich der IPO's stark begann, schwächte sich dieser Trend im zweiten Halbjahr aufgrund der sich abzeichnenden Finanzkrise und der resultierenden Ungewissheit dramatisch ab. Im Verlauf der vorliegenden Arbeit wurde mehrfach die Bedeutung der, relativ zu anderen Finanzierungsformen, hohen Renditen bei Private-Equity-Transaktionen hervorgehoben. Die folgende Abbildung stellt die Entwicklung der in der Vergangenheit erzielbaren Fünf-Jahres-Renditen am Private-Equity-Markt im Vergleich zum S&P 500 dar.

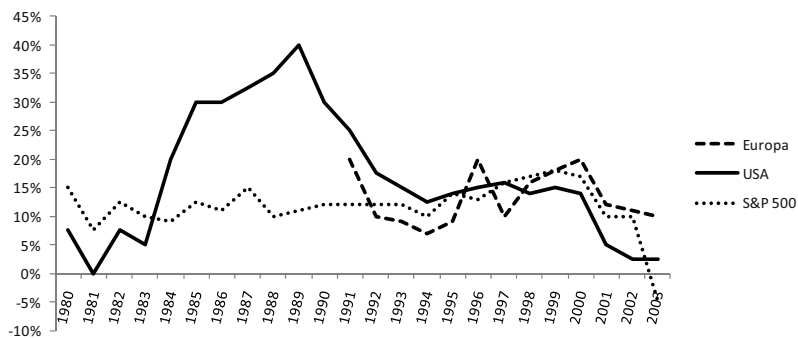


Abbildung 23: Vergleich der Entwicklung der erzielten Fünf-Jahres-Renditen am Private-Equity-Markt in Europa, USA mit der Rendite des S&P 500 (Thomson Financial 2007).

Auffallend ist dabei, dass nach den Boom-Jahren zu Zeiten des Neuen Marktes der Trend der durchschnittlichen Fünf-Jahres-Renditen bis zum Jahr 2003 klar negativ ist. Zieht man die durchschnittlich erzielten Ein-Jahres-Renditen zur Beurteilung heran, so kann erstmals im Jahr 2006 eine Wende bei den Private-Equity-Renditen identifiziert werden, wobei diese von alten Höchstständen, wie sie Anfang der neunziger Jahre oder um die Jahrtausendwende vorlagen, weit entfernt sind (EVCA 2007).

#### 4.6.2 Der deutsche Private-Equity-Markt

Der deutsche Markt für Private Equity konnte nicht immer mit den hohen Zuwächsen der übrigen europäischen Märkte mithalten. Paffenholz (2004: 44) merkt an, dass dem deutschen Markt stets schlechte Rahmenbedingungen, Illiquidität und Unterentwicklung nachgesagt wurden. Es existiert aber eine Reihe von Indizien dafür, dass die Transaktionszahl und die investierten Volumina weiterhin ihre positive Entwicklung fortsetzen werden. Besonders nennenswert sind dabei eine verstärkte und dabei neuerdings auch positive Wahrnehmung von Private Equity in Deutschland. Während vor einigen Jahren Private-Equity-Gesellschaften noch despektierlich als Heuschrecken bezeichnet wurden, finden sich in jüngster Zeit sogar Bezeichnungen wie Honigbienen (Güllmann 2007: 20-21). Diese verstärkte und positivere Wahrnehmung geht zum einen damit einher, dass die in Deutschland sehr geringen Eigenkapitalquoten gerade der mittelständischen Unternehmen Wachstum und Internationalisierung verhindern, diese aber dringend für das Fortbestehen der Unternehmen notwendig sind. Auf der Suche nach finanziellen Handlungsspielräumen stoßen die mittelständischen Unternehmen vermehrt auf Private-Equity-Gesellschaften, die ihnen von Banken verwehrte Liquidität zukommen lassen können.

Zum anderen wird dieser Trend noch verstärkt durch die neuen Eigenkapitalrichtlinien von Basel II, die eine restriktivere Fremdmittelvergabe der Banken nach sich ziehen (Deutsche Bundesbank: Konsultationspapiere zur neuen Eigenkapitalverordnung Basel II). Achleitner und Fingerle (2003a: 5) antizipieren aufgrund dieser Restriktionen in der Folge steigende Finanzierungskosten.

Ein weiterer Indikator für eine weiterhin positive Entwicklung des deutschen Private-Equity-Marktes wurde bereits in Abschnitt 4.1.2 erwähnt: Das Motiv der Unternehmensnachfolge. Schätzungen von Schmeisser und Grothe (2003: 3) zufolge werden über 300.000 Unternehmen in Deutschland in den kommenden Jahren mit Nachfolgeproblemen konfrontiert sein. Auch hier wird eine Orientierung der Unternehmer hin zu Private-Equity-Gesellschaften als Nachfolger zu erwarten sein.

Analog zur Darstellung der Entwicklungstendenzen des europäischen Private-Equity-Marktes werden im Folgenden Transaktionsvolumen und -anzahl, Exit-Kanäle und Investitionsverteilung für den deutschen Markt dargestellt (Auf die Darstellung der erzielten Rendite (IRR) wird an dieser Stelle bewusst verzichtet, weil Deutschland in der europäischen

Darstellung enthalten ist. Selbst der BVK veröffentlicht die europäischen Zahlen, da keine zuverlässigen Zahlen für Deutschland vorzuliegen scheinen).

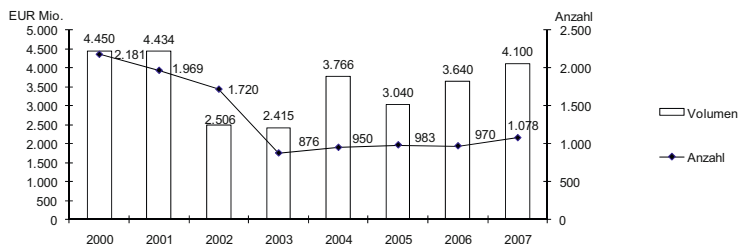


Abbildung 24: Entwicklung von Transaktionsvolumen und -anzahl in Deutschland von 2000 bis 2007 (Quelle: Eigene Darstellung, Daten aus BVK Jahresstatistiken 2001-2008).

Bis zum Jahr 1996 konnte der deutsche Private-Equity-Markt ein konstantes Wachstum von jährlich ca. 10% verzeichnen (BVK Jahresstatistik 2005). Von 1996 auf 1997 verdoppelte sich das Transaktionsvolumen und nahm bis 1999 exponentiell zu. Im Jahr 1999 und 2000 wurde mit einem Transaktionsvolumen von ca. EUR 4,5 Mrd. das vorläufige Hoch erreicht. Analog zur Entwicklung der europäischen Märkte ging das Volumen nach 2001 schlagartig zurück und ist in jüngster Zeit wieder angewachsen. Gerade in 2007 wurden alte Höchststände nahezu wieder erreicht.

Die Transaktionsanzahl entwickelte sich bis zum Jahr 1999 proportional zum Transaktionsvolumen. Während das Transaktionsvolumen 1999 und 2000 aber nahezu auf konstantem Niveau lag, stieg die Anzahl der Investitionen von 1.369 Transaktionen um fast 60% auf 2.181 Transaktionen. In dieser Zeit wurden demnach vorwiegend viele kleine Investitionen getätigt. Bis zum Jahr 2003 halbierte sich die Anzahl der Transaktionen und blieb trotz steigender Volumen bis zum Jahr 2005 konstant. Daher deutet der Trend in Deutschland, wie auch in Europa, auch auf weniger dafür aber größere Investitionen hin. Die Verteilung der Investitionen entwickelte sich im Zeitablauf wie folgt:

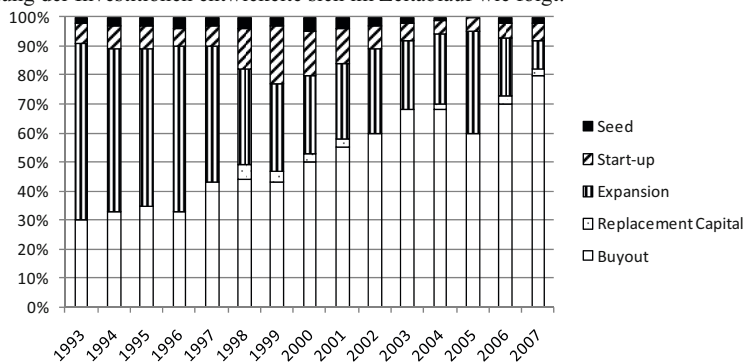


Abbildung 25: Entwicklung der Investitionen nach Phasen in Deutschland von 1993 bis 2007 (Quelle: Eigene Darstellung, gemessen am investierten Volumen, Daten aus BVK Jahresstatistik 2008).

Ein Trend zu einer zunehmenden Anzahl von Turnaround-Investitionen lässt sich dabei nicht unmittelbar aus den vorliegenden Statistiken der Private-Equity-Verbände ableiten. Während ein Investment vergleichsweise einfach als LBO oder Seed-Finanzierung charakterisiert werden kann, ist es deutlich schwieriger, ein einheitliches Klassifizierungsschema für Turnarounds zu finden. Somit finden sich innerhalb der einzelnen Cluster, mit der Ausnahme von Seed- und Start-up-Investitionen, mittelbar Turnaround-Investitionen, ohne dass diese direkt ablesbar sind. So ist bspw. die Übernahme der COM-Sparte der Siemens AG (bestehend aus den Teilen Enterprise Networks und Home and Office Communication Devices) statistisch als Buyout erfasst, obwohl diese Zielunternehmen durchaus objektiv auch als Turnaround- bzw. Distressed-Investitionen gekennzeichnet werden könnten. Aktuelle Analysen und Studien untermauern jedoch eindeutig die Tendenz zur Zunahme von Turnaround-Investitionen (Deutsche Bank Research 2007: 13-15, Endlweber 2007: 22-23, Passmann 2007: 12-17, Schäfer 2007: 17, Hedstück 2007: 68-69 sowie Roland Berger Studies 2006). Abschnitt 5.3 zeigt zudem explizit den Trend zunehmender Turnaround-Investitionen im Rahmen der Expansions-Investitionen, unter denen der EVCA die Turnarounds aufführt, sofern sie eindeutig als solche identifiziert wurden. Auch anhand der Auflegung neuer Fonds einiger Private-Equity-Gesellschaften, die unter den Titeln Restructuring- oder Opportunity-Funds auf der Suche nach interessanten Turnaround-Fällen sind, wird das gestiegene Interesse an diesem Bereich deutlich (So haben EQT, H.I.G oder APAX solche Fonds seit einigen Jahren auch in Europa aufgelegt). Die Aufteilung der Exit-Kanäle ist bei Betrachtung der Realoptionen nahezu identisch zu der auf europäischer Ebene.

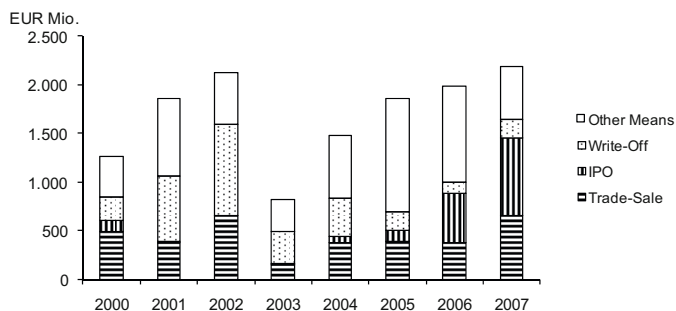


Abbildung 26: Entwicklung der Exit-Kanäle in Deutschland von 2000 bis 2007 (Quelle: Eigene Darstellung, Daten aus BVK Jahresstatistik 2008).

Während im Jahr 2000 der Exit über den Börsengang noch eine gewisse Rolle spielte, verlor dieser Exit-Weg im Nachgang an das Platzen der Neue-Markt-Blase vollständig an Bedeutung. In den folgenden Jahren wurden die Beteiligungen vorwiegend komplett abgeschrieben. Erst im Jahr 2004 gewann der IPO wieder an Bedeutung und auch in jüngster Vergangenheit spielten Börsengänge wieder eine bedeutendere Rolle, wobei die zukünftige Entwicklung am IPO-Markt stark von den Folgen der Finanzkrise geprägt sein kann.

## **5. Analytische Betrachtung von Private Equity und Implikationen für Private-Equity-Gesellschaften**

Während in Kapitel 4 die Finanzierungsform Private Equity aus deskriptiver Sicht aufgearbeitet wurde, erfolgt nunmehr die analytische Weiterverarbeitung der bereits gewonnenen Erkenntnisse. Zusammenfassend lassen sich drei Strömungsrichtungen aus den bisher erfolgten Ausarbeitungen festhalten, die die Grundlage der Beantwortung der Forschungsfragestellungen darstellen:

- Unterscheidung zwischen originärer Finanzierung bzw. Kapitalkonstitution der Private-Equity-Gesellschaft und Finanzierung einer Transaktion durch die Finanzierungsform Private Equity (Abschnitt 4.4)
- Generierbare Wertsteigerungspotenziale durch die intensive Betreuung (Abschnitt 4.5)
- Zunahme der Private-Equity-Transaktionsvolumina und -zahl (Abschnitt 4.6).

Mit Private Equity verbundene Eigenschaften, die Private-Equity-Gesellschaften in Turnaround-Investitionen comparative Wettbewerbsvorteile verschaffen können und daher ein Engagement in der Unternehmenskrise nahelegen, werden im Rahmen der finanzierungstheoretischen Betrachtung in Abschnitt 5.1 analysiert. Dafür werden im Folgenden aus finanzierungstheoretischer Sicht die Aussagen der Trade-off- und Pecking-Order-Theory bezüglich deren Implikationen auf Private Equity diskutiert und überprüft. In Anlehnung an die Diskussion der beiden Theorien in Abschnitt 3.2 werden zudem Elemente der Agency-Theory aufgegriffen. Die Zunahme von Transaktionsvolumen und -zahl wird in Abschnitt 5.2 hinsichtlich der Folgen des sich abzeichnenden Mittelüberhangs (Overhang-of-Funds) näher betrachtet.

Während die Finanzierungstheorie Turnaround-Investitionen als Chance zur Differenzierung und zum Aufbau und Ausbau von komparativen Wettbewerbsvorteilen begreift, lässt der Overhang-of-Funds durchaus den Rückschluss zu, dass die Spezialisierung auf die Situation der Unternehmenskrise aus einer marktinduzierten Notwendigkeit heraus erfolgt. Abschnitt 5.3 vereint die beiden Entwicklungstendenzen und leitet Implikationen für Private Equity ab. Somit werden Antworten auf die ersten beiden Forschungsfragestellungen gegeben. Abschließend wird in diesem 5. Kapitel in Abschnitt 4 die Differenzierung und unterschiedliche Ausgestaltung von Private-Equity-Gesellschaften näher betrachtet, was zur Beantwortung der dritten Fragestellung im Hinblick auf den Einfluss der originären Finanzierungsstruktur auf die Investitionssituation dient. Dazu wird eine Unterscheidung in eigenkapital- und fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften vorgenommen. Zusammen mit der daraufhin im 6. Kapitel beginnenden Analyse der verschiedenen Finanzierungsformen zur Eignung vor dem situativen Kontext der Unternehmenskrise erlaubt diese konzeptionelle

Analyse daraufhin eine abschließende Beurteilung zur erwarteten Vorteilhaftigkeit von Private-Equity-Turnaround-Investitionen.

## **5.1 Finanzierungstheoretische Analyse von Private Equity**

Als Untersuchungsleitfaden für die finanzierungstheoretische Analyse werden die in Abschnitt 3.2.3 dargestellten Kernaussagen der Finanzierungstheorie, gegliedert nach den Schwerpunkten Profitabilität, Investitionsbedarf, Fremdkapitalanteil und Dividende herangezogen. Aufgrund der Komplexität des Forschungsfeldes der Finanzierungstheorie werden die Aussagen im Folgenden einleitend zusammengefasst bevor die Implikationen auf Private Equity analysiert und überprüft werden.

Ein Unternehmen, welches sich durch eine hohe Profitabilität auszeichnet, wird nach der Trade-off-Theory einen hohen Verschuldungsgrad aufweisen. Maßgeblich verantwortlich hierfür ist, neben den geringen Bankruptcy-Kosten und der Steuerersparnis auf Unternehmensebene, im Wesentlichen die Disziplinierungsfunktion. Dadurch, dass steigende Zins- und Tilgungszahlungen mit einem erhöhten Verschuldungsgrad einhergehen, erfährt der Cashflow des Unternehmens eine Verwendungsbeschränkung. Ein größerer Anteil des Cashflows wird nun dem Verfügungsbereich des Managements des Unternehmens entzogen und für die Bedienung der mit dem Fremdkapital verbundenen Verpflichtungen verwendet. Umgekehrt gilt dies für Unternehmen mit geringer Profitabilität, bei denen ein niedriger Verschuldungsgrad zu erwarten ist. Im Gegensatz zur Trade-off-Theory geht die Pecking-Order-Theory bei hoher Profitabilität von einem geringeren Verschuldungsgrad aus. Dies ist auf die Motivation des Managements zurückzuführen. Investitionen werden zunächst mit der am einfachsten erschließbaren Finanzierungsquelle, dem Innenfinanzierungspotenzial, beglichen. Bei Unternehmen mit geringer Profitabilität ist zunächst ein Anstieg des Verschuldungsgrades zu erwarten bevor der Fremdkapitalanteil und somit der Verschuldungsgrad durch die Ausgabe weiteren Eigenkapitals wieder abnimmt.

Neben den Auswirkungen auf den Verschuldungsgrad können Aussagen über die Dividende sowie deren Höhe im Verhältnis zur Profitabilität von Unternehmen abgeleitet werden. Dabei besteht zwischen den beiden Finanzierungstheorien Einigkeit darin, dass die Profitabilität und die Dividendenhöhe positiv korreliert sind. Während die Trade-off-Theory eine hohe Dividende, anlog zur hohen Verschuldung, als Disziplinierungsinstrument für die freien Cashflows ansieht, geht die Pecking-Order-Theory davon aus, dass bei profitablen Unternehmen das Innenfinanzierungspotenzial die Investitionen übersteigt und der Überschuss somit ausgeschüttet wird. Allerdings sieht die Pecking Order die Ausschüttungshöhe einer gewissen Trägheit unterworfen, das heißt Änderungen in der Profitabilität oder der Investitionshöhe werden nach Ausschöpfung des Innenfinanzierungspotenzials zunächst über einen erhöhten Verschuldungsgrad absorbiert.



Bezogen auf hohe erwartete Investitionen treffen die Trade-off-Theory und das komplexe Modell der Pecking-Order-Theory mit Zukunftsbetrachtung die Aussage, dass ein geringerer Verschuldungsgrad das Ergebnis sei. Die Trade-off-Theory argumentiert mit der gesunkenen Notwendigkeit zur Disziplinierung des Managements, da dieses, als Folge der höheren Investitionen, weniger freie Cashflows zur Verfügung hat. Das komplexe Modell der Pecking-Order-Theory führt dies auf das Vorhalten einer niedrigverzinslichen Kreditlinie zurück, die dazu dient, hohe erwartete Investitionen nicht verschieben zu müssen. Noch ist diese Linie aber nicht ausgeschöpft, weswegen der Verschuldungsgrad niedrig ist. Sobald sich die erwarteten Investitionsausgaben materialisieren und zu einem Liquiditätsabfluss führen, können entweder die Dividendenauszahlungen gesenkt oder neues Eigenkapital ausgegeben werden. Eine Änderung des bislang niedrigen Verschuldungsgrades kommt nur bei einer Änderung der Profitabilität in Betracht. Das simple Modell der Pecking Order widerspricht den beiden Aussagen aber. Bei steigenden erwarteten Investitionen steigt danach auch direkt der Verschuldungsgrad in der Gegenwart, da die Investitionen das Innenfinanzierungspotenzial übersteigen und zum Verschieben der Investitionen führen könnten.

Einigkeit besteht wiederum zwischen Trade-off-Theory und beiden Pecking-Order-Varianten dahingehend, dass die hohen Investitionen mit geringeren Dividendenzahlungen verbunden sind. Während bei der Trade-off-Theory der Disziplinierungseffekt zur Erklärung herangezogen wird, weist die Pecking-Order-Theory darauf hin, dass zur Finanzierung eines steigenden Investitionsbedarfs bei gleichbleibender Profitabilität vornehmlich die Dividendenzahlungen gekürzt werden, bevor weiteres und somit teureres Fremdkapital aufgenommen wird.

Sowohl aus der Trade-off- als auch der Pecking-Order-Theory lässt sich die Aussage ableiten, dass ein hoher Verschuldungsgrad sowie eine hohe Dividendenzahlung tendenziell bei großen Unternehmen anzutreffen sind. Beide Theorien führen dies auf die geringere Volatilität durch die Größe und Diversifizierung zurück. Auch bei der Tatsache, dass es sich bei Verschuldungsgrad und Dividende um Substitute handelt, sind sich die Theorien einig, obgleich die Erklärung erneut unterschiedlich ausfällt. Einerseits bedient sich die Trade-off-Theory des Disziplinierungsarguments und andererseits führt die Pecking-Order-Theory diese Tatsache darauf zurück, dass bei bereits bestehendem hohen Verschuldungsgrad das Innenfinanzierungspotenzial für Investitionen verwendet wird, statt es auszuschütten und teureres Fremdkapital aufzunehmen.

In den vorangegangenen Abschnitten dieses Kapitels wurde bereits aufgezeigt, welches Muster an Zielunternehmen von Private-Equity-Gesellschaften favorisiert wird: Profitable Unternehmen, mit nachhaltig hohen Cashflows, welche aufgrund einer gewissen Diversifizierung einer geringen Volatilität unterworfen sind. Durch die vorhandene Ertragskraft fällt das Aufbürden eines (hohen) Kaufpreises sehr leicht (Eine Beschreibung dieser für Private-Equity-Gesellschaften typischen Vorgehensweise findet sich in Abschnitt 4.4). Zweitens erlauben die konstanten Cashflows eine vorausschauende Planung, welche sich nicht zuletzt

auf die Konditionen der Kreditversorgung positiv auswirkt. Die Diversifizierung und geringe Volatilität der Ertragskraft und somit der Cashflows dient auch als konjunktureller Risikopuffer für die Investition der Private-Equity-Gesellschaft. Zudem eröffnet sich die Möglichkeit, hohe Dividendenzahlungen abzuschöpfen oder den Verschuldungsgrad weiterhin zu erhöhen.

Welche Aussage der Finanzierungstheorie ist aber nun für Private Equity relevant bei hoher Profitabilität des Zielunternehmens? Von einer hohen Dividende gehen beide Theorien aus. Bezüglich des Verschuldungsgrades herrscht aber Uneinigkeit. Ein profitables Unternehmen, welches von einer Private-Equity-Gesellschaft erworben wurde, lässt in erster Linie einen hohen Verschuldungsgrad erwarten, weil das Zielunternehmen selbst zum Schuldner des Kaufpreises wird. Somit trifft zwar die Aussage der Trade-off-Theorie zu, auf den ersten Blick aber nicht die der Pecking-Order-Theorie. Die Disziplinierungsfunktion bezüglich der Verwendung der Cashflows setzt die Private-Equity-Gesellschaft gezielt ein. Für die abweichende Pecking-Order-Aussage, dass der Verschuldungsgrad niedrig sei, kann die Motivation des Managements, zunächst sämtliche Innenfinanzierungspotenziale auszuschöpfen, als ursächlich angesehen werden. Durch den Erwerb des Unternehmens findet aber ein automatischer, wenngleich unfreiwilliger, Motivationsersatz statt. Durch die Kaufstruktur schuldet das Zielunternehmen nun selbst den Kaufpreis. Die Aussage der Pecking-Order-Theorie ist damit aber nicht falsch, lediglich die Perspektive ändert sich. Der erste Schritt der Hackordnung, die Nutzung des Innenfinanzierungspotenzials, wird dabei aber von der Private-Equity-Gesellschaft selbst anstatt vom Zielunternehmen befolgt. Sie überlässt die Finanzierung eines erworbenen Assets damit quasi diesem Asset und seiner Ertrags- bzw. Innenfinanzierungskraft selbst. Die Finanzierungstheorien lassen bezüglich der Profitabilität aber noch eine weitere Aussage zu. Vor dem Zeitpunkt des Transaktionsabschlusses lassen beide Theorien einen gegensätzlichen Verschuldungsgrad erwarten. Die Implikation auf das Verhalten der Private-Equity-Gesellschaft ist dabei besonders interessant. Trifft sie auf ein profitables Unternehmen, welches der Trade-off-Theorie folgt und einen hohen Verschuldungsgrad aufweist, ist der Kaufpreis entsprechend geringer, da sich dieser aus dem Gesamtunternehmenswert abzüglich der Schulden berechnet. Ein der Pecking Order folgendes Unternehmen wird zum Zeitpunkt des Transaktionsabschlusses einen geringeren Verschuldungsgrad besitzen, wodurch sich der Kaufpreis aber entsprechend erhöht. Nach Durchführung der Transaktion werden beide Unternehmen aber exakt den gleichen Verschuldungsgrad aufweisen. Letztlich ist diesbezüglich der Unterschied beider Theorien nur ein vorübergehendes, transitorisches Phänomen.

Kann die Einigkeit beider Theorien bezüglich der Korrelation von Dividendenhöhe und Profitabilität mit Private Equity in Zusammenhang gebracht werden? Grundsätzlich wird jeder Investor ein Interesse an der Ausschüttung möglichst hoher Dividenden haben. Hohe Dividenden in der Vergangenheit sind zudem zwar kein Garant, aber zumindest ein Indiz für eine gewisse Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells. Die hohen Dividenden können auf der

einen Seite weiterhin abgeschöpft werden, eröffnen aber auch weitere Handlungsalternativen für die Private-Equity-Gesellschaft. So kann der vorhandene Spielraum als Risikopuffer für wirtschaftlich schwächere Phasen dienen, für Investitionen genutzt oder der Verschuldungsgrad schneller gesenkt werden. Auch Private-Equity-Gesellschaften setzen die Dividendenzahlung nicht zuletzt als Disziplinierungsinstrument ein, um das Management zu einem bewussten Umgang mit den Unternehmensressourcen anzuleiten. Erhält das Management Anteile am Eigenkapital des Unternehmens, ist durch die Dividendenzahlung zudem ein Motivationsinstrument etabliert und eingesetzt, welches die gemeinsame Interessenausrichtung herstellt. Die Finanzierungspraxis von Private Equity bestätigt darüber hinaus die beiden Theorieaussagen bezüglich des Verhaltens von Verschuldungsgrad und Dividendenhöhe im Sinne von nahezu perfekten Substituten. Denn entweder wird die Möglichkeit, hohe Dividenden auszuschütten genutzt und der Verschuldungsgrad bleibt hoch oder die Dividende und dadurch der Verschuldungsgrad werden reduziert.

Bezüglich eines Unternehmens, welches durch hohe erwartete Investitionen gekennzeichnet ist, treffen die Trade-off-Theory sowie das komplexe Modell der Pecking Order die Aussage, ein niedriger Verschuldungsgrad sei zu erwarten. Die Einordnung von Private Equity in diese Aussage ist vielschichtig. Bei der Trade-off-Theory ist der Verschuldungsgrad deswegen gering, weil der Disziplinierungsbedarf bereits durch die Einschränkung der Cashflow-Verwendung dank der hohen Investitionen gegeben ist. Für die Private-Equity-Gesellschaft bedeutet das Antreffen eines niedrig verschuldeten Unternehmens mit hohen erwarteten Investitionen zunächst notwendiges Verhandlungsgeschick in der Transaktionsabschlussphase. Denn die hohen erwarteten Investitionen müssen sich kaufpreismindernd auswirken, da sie sich im Anschluss an die durchgeführte Investition als Verschuldung im Unternehmen wiederfinden und somit den Unternehmenswert reduzieren werden. Trifft die Private-Equity-Gesellschaft auf ein Unternehmen, welches dem komplexen Modell der Pecking Order folgt, wird der Verschuldungsgrad ebenfalls niedrig sein, aber zusätzlich bereits eine niedrigverzinsliche Kreditlinie angelegt sein. Diese Kreditlinie kann die Private-Equity-Gesellschaft als Argument nutzen, um die Dringlichkeit und Notwendigkeit der erwarteten Investition gegenüber dem Verkäufer deutlich zu machen und um darüber hinaus direkt nach dem Einstieg über eine Versorgungsquelle für Fremdkapital zu verfügen. Auch bei einem der Pecking Order folgenden Unternehmen liegt der Schlüssel zur Reduktion des Kaufpreises im Gegenwert der erwarteten hohen Investitionen, die sich in Form von Verschuldung in der Bilanz des Zielunternehmens niederschlagen und somit den Unternehmenswert reduzieren werden. Das simple Modell der Pecking Order lässt hingegen einen bereits zum Zeitpunkt des Transaktionsabschlusses höheren Verschuldungsgrad erwarten. Eine generelle Übertragbarkeit auf Private Equity ist dabei schwierig. Einerseits wird eine Kombination aus hohen erwarteten Investitionen und hoher Verschuldung abschreckend wirken. Denn die Aufnahme weiteren Fremdkapitals zur Finanzierung der erwarteten Investitionen scheint nicht nur schwer, sondern gleichzeitig teuer zu sein, da es sich um riskanteres Fremdkapital im Sinne der Pecking Order

handelt. Andererseits kann diese Kombination bei entsprechenden Auswirkungen auf den Kaufpreis dennoch für eine Investition interessant sein. Sowohl die Trade-off-Theorie als auch beide Pecking-Order-Modelle gehen zudem bei hohen Investitionen von geringen Dividendenzahlungen aus. Auch hierbei handelt es sich für die Private-Equity-Gesellschaft nicht um den grundsätzlichen Zielunternehmens-Fokus. Denn der Handlungsspielraum, den eine hohe Dividende im Zusammenhang mit hohen Investitionen geboten hätte, ist verlorengegangen. Auch an dieser Stelle kann die Transaktion nur über eine signifikante Reduktion des Kaufpreises von Interesse für einen Investor sein.

Die letzte zu untersuchende Aussage der beiden Finanzierungstheorien ist die positive Korrelation von Verschuldungs- und Dividendenhöhe mit der Unternehmensgröße. Die klassische Private-Equity-Gesellschaft, mit ihrem Fokus auf großen diversifizierten Unternehmen mit weniger stark ausgeprägter Volatilität, wird somit auf Zielunternehmen treffen, welche hohe Dividendenzahlungen oder hohe Verschuldungsgrade aufweisen. Ob es sich dabei nun um geeignete Zielunternehmen handelt, entscheiden dann die Profitabilität, die Erwartung an die zu tätigenen Investitionen sowie letztlich der Kaufpreis. Die Tabelle fasst die Analyse der finanzierungstheoretischen Aussagen zusammen.

Zustand des Unternehmens	Trade-off-Theory	Pecking-Order-Theory	Implikation auf Private Equity
Hohe Profitabilität	Hoher Verschuldungsgrad	Geringer Verschuldungsgrad	Tendenziell hohe Verschuldung des Unternehmens nach Transaktion durch Kaufpreisschuld. Nur scheinbarer Widerspruch zu Pecking Order durch Motivationsersatz. Zudem Quasi- Innen- Finanzierung des Zielunternehmens.
	Hohe Dividende	Hohe Dividende	Präferenz für hohe Dividende bestätigt beide Theorieaussagen. Abschöpfung vs. schnelle Rückführung Verschuldung, Disziplinierung und Motivation des Managements.
Hohe erwartete Investitionen	Geringer Verschuldungsgrad	<i>Komplex:</i> Geringer Verschuldungsgrad <i>Simple:</i> Hoher Verschuldungsgrad	Hohe erwartete Investitionen verbunden mit geringer Verschuldung erfordern Berücksichtigung in Unternehmensbewertung, da bei Materialisierung der Investition unter Regie der Private-Equity-Gesellschaft Verschuldungsgrad steigt. Vorteil Unternehmen, das der Pecking Order folgt: Nutzung niedrig-verzinslicher Kreditlinie. Keine Parallelen zwischen simplem Modell der Pecking Order sowie deren implizit hohen Verschuldungsgrad und klassischem Private Equity, aber Indiz für situativ notwendige Abweichungen.
	Geringe Dividende	Geringe Dividende	Geringe Dividende bedeutet geringen Handlungsspielraum für Private-Equity-Gesellschaft. Analog zum hohen Verschuldungsgrad des simplen Pecking-Order-Modells situative Abweichung notwendig.
Hohe(r) Verschuldungsgrad/Dividende (Substitute)	Großes Unternehmen (mit geringer Volatilität)	Großes Unternehmen (mit geringer Volatilität)	Präferenz der Private-Equity-Gesellschaften für große Unternehmen mit geringer Volatilität, Kaufpreisübernahme durch Zielunternehmen darstellbar. Nach Transaktion: Reduktion Verschuldung versus Steigerung Dividende.

Tabelle 2: Finanzierungstheoretische Implikationen auf Private Equity (Quelle: Eigene Darstellung).

Ohne den folgenden Abschnitten vorzugreifen, wird an dieser Stelle durch die Analyse und Überprüfung der Aussagen der Trade-off- und Pecking-Order-Theory bereits deutlich, dass Stellschrauben existieren, die Investitionen für Private-Equity-Gesellschaften unter situativ unterschiedlichsten Umfeldbedingungen interessant machen können. Ein Beispiel dafür ist ein potenzielles Zielunternehmen, welches eine geringe Profitabilität und somit gemäß den Finanzierungstheorien eine geringe Dividende aufweist. Handelt es sich nun zudem um ein großes Unternehmen, ist als Folge der zu erwartende Verschuldungsgrad hoch. Ein weiteres Beispiel wäre die Kombination aus hohen erwarteten Investitionen und hohem Verschuldungsgrad gemäß dem simplen Modell der Pecking Order. Nur eine hohe Profitabilität, die allerdings bei hohem Verschuldungsgrad wiederum im Widerspruch zur Pecking Order selbst stehen würde, könnte dieses Unternehmen interessant machen. In beiden Fällen passt das potenzielle Zielunternehmen nicht in den beschriebenen Fokus klassischer Private-Equity-Gesellschaften. Die Analyse und Überprüfung der Trade-off- sowie der Pecking-Order-Theory legt daher nahe, dass die Finanzierungsform Private Equity situativen Anpassungsbedarf in Form einer Differenzierung vom klassischen Investitions-Fokus haben kann. Allerdings geben die Theorien nur Hinweise für eine mögliche Entwicklungsrichtung in Form einer Abkehr vom klassischen Private-Equity-Konzept und einer Entwicklung hin zu einer Spezialisierung auf bestimmte Korrelationsmuster von Profitabilität, Verschuldungsgrad, Investitionsbedarf, Unternehmensgröße und Dividendenhöhe.

In Abschnitt 3.2 wurde die Entstehungsgeschichte beider Theoriestränge erläutert. Auffällig dabei ist, dass in beide Theorien Elemente aus dem Bereich der Behavioural Finance Einzug hielten. Die Trade-off-Theory weist auf die Disziplinierungsfunktion einer Verwendungsbeschränkung des Cashflows hin und die Pecking-Order-Theory argumentiert noch grundsätzlicher mit der Motivation des Managements zur Finanzierung mithilfe der am einfachsten zugänglichen Finanzierungsquelle. Daher ist es naheliegend, diese bereits in der Finanzierungstheorie im Rahmen des Behaviourismus angewandten verhaltenssoziologischen Elemente bei der Betrachtung von Private Equity mit einzubeziehen. Dazu zählt die Analyse asymmetrisch verteilter Informationen und deren Einfluss auf den Prozess der Entscheidungsfindung. Im weiteren Verlauf werden unter Berücksichtigung der asymmetrisch verteilten Informationen die einzelnen Schritte des Private-Equity-Transaktionsverlaufes (in Anlehnung an den in Abschnitt 4.3 beschriebenen Prozess) analysiert. Die Agency-Theory dient dabei als Modell zur Erklärung des Verhaltens auf den entsprechenden Märkten. Die als Basis für die folgende Analyse zugrundegelegten Ausführungen zu asymmetrisch verteilten Informationen finden sich bei Varian (1999: 617-638), Terberger (1987: 158-232), Fischer (1999), Laux (1990), Thiele und Wambach (1998), Amit et al. (1998), Pauly (1968) sowie Smith und Warner (1979).

Im Rahmen der Pre-Deal-Phase gilt es zunächst festzuhalten, dass der Markt für Unternehmensbeteiligungen, auf dem Angebot und Nachfrage von Private Equity zusammentreffen, als in volkswirtschaftlicher Hinsicht unvollkommen gekennzeichnet werden

kann. Dies kommt insbesondere darin zum Ausdruck, dass der Markt aufgrund einer hohen Intransparenz durch Informationsineffizienzen geprägt ist, was in der Folge zu hohen Transaktionskosten der Beteiligungssuche und der Beteiligungsbewertung führt. Die aus dem Such-, Analyse- und Bewertungsprozess resultierenden Informationen haben dabei vornehmlich nicht-öffentlichen Charakter. Die Kapitalgeber, in Form der Private-Equity-Gesellschaften, die auf der Suche nach Informationen sind, weisen im Vergleich zu den Zielunternehmen und dessen Eigentümern einen schlechteren Informationsstand auf. Daraus resultiert ein hoher Grad an Informationsasymmetrie.

In der Pre-Deal-Phase und während des Transaktionsabschlusses ist die Private-Equity-Gesellschaft mit dem Phänomen der Hidden Information konfrontiert. Diese Hidden Information führt durch eine gewisse Qualitätsunsicherheit zur Adverse Selection. Bei der Adverse Selection besteht das Problem darin, dass der Eigentümer das Potenzial seines Unternehmens meist sehr gut einschätzen kann, der Investor jedoch nur schwer. Zusätzlich kann der Investor lediglich in Verbindung mit sehr hohen Transaktionskosten Chancen und Risiken des Unternehmens abwägen. Die Private-Equity-Gesellschaft wird die Risikoprämie, die sie zu zahlen bereit ist, daher auf Basis eines gepoolten Marktes errechnen. Diese Risikoprämie auf den Unternehmenswert spiegelt aber aufgrund der gepoolten Basis nur eine durchschnittliche Unternehmensqualität wider. Für risikoreiche Unternehmen ist die Risikoprämie zu hoch, für chancenreiche Unternehmen zu gering. Es besteht demnach die Gefahr, dass es für risikoreiche Unternehmen interessanter ist, Private-Equity-Finanzierungen einzugehen. Dadurch wird die Verdrängung der chancenreichen Unternehmen vom Markt unterstützt.

Nach Transaktionsabschluss, in der Post-Deal-Phase, ist die Private-Equity-Gesellschaft dem Problem der Hidden Action und Hidden Characteristics ausgesetzt. Diese Phänomene münden in der Moral-Hazard-Problematik. Diese kommt darin zum Ausdruck, dass die Private-Equity-Gesellschaft den Unternehmer bzw. das Management und dessen Motivation und Einsatzbereitschaft, nach Abschluss einer Transaktion, nicht sicher steuern oder kontrollieren kann (Rhein 1996: 71 schildert diesen Mangel an Steuerungs- bzw. Kontrollpotenzial anschaulich am Beispiel eines Management Buyouts).

Bereits in Abschnitt 4.5 wurden im Rahmen der Identifikation von Wertsteigerungspotenzialen besondere Charakteristika von Private-Equity-Gesellschaften vorgestellt. Diese Eigenschaften versetzen die Private-Equity-Gesellschaften in die Lage, den Problemen der asymmetrisch verteilten Informationen adäquat begegnen zu können. Nicht zuletzt dieser Tatsache verdanken Private-Equity-Gesellschaften darüber hinaus sogar einen komparativen Wettbewerbsvorteil gegenüber Gesellschaften, welche die herkömmlichen Finanzierungsformen anbieten (Admati und Pfleiderer 1994: 371-402, Sahlman 1990: 473-521 oder Gompers 1995: 1461-1489). Zum einen dient das gezielte Monitoring der Beteiligungen durch ständige Beobachtung und Kontrolle dazu, das Moral-Hazard-Problem einzugrenzen. Lerner (1995: 301-318) und Sahlmann (1990: 473-521) sind sich einig, dass das Moral-Hazard-Risiko umso stärker

reduziert werden kann, je aktiver die Beteiligung betreut und dabei operativ und strategisch eingegriffen wird. Zum anderen kann das Konzept des gezielten Monitoring auch auf die Pre-Deal-Phase ausgedehnt werden, indem die Beteiligungssuche und -analyse durch aktives Monitoring des Marktes unterstützt wird (Amit et al. 1998: 441-466). Neben dem Monitoring stellt das Instrument des Signalling eine weitere Möglichkeit dar, Risiken zu begrenzen und Wettbewerbsvorteile zu etablieren. Signalling ist eine Möglichkeit, die Adverse Selection zu bekämpfen. Chancenreiche Unternehmen versuchen über das Setzen gewisser Signale, die Investoren auf sich aufmerksam zu machen. Dadurch können sie sich von den risikobehafteten Unternehmen, die sich ebenfalls im gepoolten Markt bewegen, separieren. Spremann (1996: 721) überträgt die Aussagen von Spence (1973: 355-374) sowie Leland und Pyle (1977: 371-387) zumindest ansatzweise auf Private Equity und nennt als Beispiel für ein solches Signal eine effiziente, transparente und kostengünstige Produktionsinfrastruktur. Aber auch eine hohe Eigenkapitalbeteiligung des Unternehmers bzw. des Managements kommt in Frage. Zu diesen aus der Agency-Theory bekannten Mechanismen zur Bekämpfung der Informationsasymmetrie ist auch eine strukturierte Vertragsgestaltung zu zählen, die einen weiteren Ansatzpunkt zur Bewältigung der aus der Adverse Selection und dem Moral Hazard resultierenden Probleme darstellt. So sind Garantien von den Eigentümern über einen bestimmten Zustand oder eine Tatsache im Unternehmen als Signal für eine hohe Qualität zu werten.

Während die Anbieter herkömmlicher Finanzierungsinstrumente wie Banken, Leasinggesellschaften, Anlagefonds oder Investmentbanken nicht auf eine derartige Informationsasymmetrie eingerichtet sind, können Private-Equity-Gesellschaften, indem sie sich auf den gezielten Umgang mit asymmetrisch verteilten Informationen spezialisieren, Wettbewerbsvorteile generieren. Entscheidend für die wirtschaftliche Überlebensfähigkeit von Private Equity als Finanzierungsform ist die Wahrnehmung dieser Spezialisierung. Denn genau dies versetzt die Private-Equity-Gesellschaften in die Lage, einen komparativen Transaktionskostenvorteil zu erzielen und darüber hinaus die Principal-Agent-Beziehung zum Unternehmer bzw. Management so zu steuern, dass ein Interessengleichlauf sichergestellt ist. Die identifizierten Eigenschaften bzw. Mechanismen können nunmehr reflexiv auf die aus der Trade-off- und Pecking-Order-Theory gewonnen Erkenntnisse bezüglich der differenzierten Korrelationsmuster Anwendung finden. Dies impliziert die situative Suche nach einem Umfeld bzw. Umweltbedingungen, in denen diese besonderen Merkmale von Private-Equity-Gesellschaften über Gebühr zur Geltung kommen. Diese Zusammenführung und Reflexion findet in Abschnitt 5.3 statt, bevor in Abschnitt 5.4 vor dem Hintergrund der originären Finanzierung auf die Mechanismen eingegangen wird, die Private-Equity-Gesellschaften in die Lage versetzen, den aus den Principal-Agent-Beziehungen resultierenden Problemen zu begegnen und die Wettbewerbsvorteile voll auszuschöpfen. Zunächst wird aber im folgenden Abschnitt 5.2 der sich am Private-Equity-Markt abzeichnende Trend zur Sättigung durch

Mittelüberhang, ein Overhang-of-Funds, und dessen Einfluss auf die Zunahme an Turnaround-Investitionen näher betrachtet.

## **5.2 Das Phänomen des Overhang-of-Funds**

Während in Abschnitt 5.1 die finanzierungstheoretische Betrachtung in Form einer Analyse und Überprüfung der Theorieaussagen erfolgte, wird im Folgenden ein wesentliches Entwicklungselement aus der Finanzierungspraxis näher beleuchtet. Die Beantwortung der zweiten Leitfragestellung zur Erklärung des Forschungsziels soll dabei klären, welche Rückschlüsse aus der, in der Finanzierungspraxis beobachtbaren, starken Investitionsmittelzunahme am klassischen Private-Equity-Markt gezogen werden können.

Mitte der 80er Jahre gelangte Private Equity über den angelsächsischen Raum auch in verstärktem Maße nach Zentraleuropa. Der unablässige Zufluss von Liquidität förderte die Gründung immer neuer Fonds mit stetig anwachsenden Volumina. Infolgedessen konzentrierten sich Private-Equity- und Venture-Capital-Gesellschaften zunehmend auf Non-Venture-Finanzierungen, die stark von ihrem ursprünglichen Fokus abwichen. Hierzu zählten insbesondere kapitalintensive Transaktionen, die mit einem geringen Maß an anschließender operativer und strategischer Betreuung einhergingen. Einige Autoren sehen darin auch den Zusammenhang zur Zunahme der großen Leveraged Buyouts (Fenn et al. 1997: 23, Bader 1996: 169 oder Bygrave und Timmons 1992: 62). Nach Bygrave und Timmons (1992: 66) resultierte daraus auch die Abkehr von dem Prinzip, mit Seed- oder Start-up-Finanzierungen Company Building zu betreiben. Stattdessen konzentrierten sich die Investoren nun nahezu ausschließlich auf Financial Engineering. Durch den enormen Kapitalzufluss und die Tatsache, dass mehr Kapital zur Verfügung stand, als sinnvoll investiert werden konnte, drehte der Markt aus Sicht der Private-Equity-Gesellschaften vom Anbieter-Markt zum Nachfrager-Markt. Private-Equity-Gesellschaften sahen sich starkem Wettbewerb um mögliche Zielunternehmen ausgesetzt. Der zunehmende Wettbewerb führte zu einer Überhitzung des Marktes und Mitte der 80er Jahre nicht nur in den USA schließlich zu einer rapiden Abnahme der erzielbaren Renditen. Eine Bereinigung auf dem Markt der Investoren und die Bildung eines Sekundärmarktes für Private-Equity-Fondsanteile waren nach Bygrave und Timmons (1992: 62) sowie Bader (1996: 169) die Folge.

Gerade heutzutage setzen Finanzintermediäre wie Investmentbanken die Private-Equity-Gesellschaften zusätzlich unter Druck, da sie sich ebenfalls vermehrt auf die asymmetrische Informationsverteilung spezialisieren oder diese Expertise einkaufen. Im Bereich des Bridge Financing, der Vorfinanzierung eines bevorstehenden Börsengangs, stellen Leopold et al. (2003: 28) und Zemke (1998: 213) sogar fest, dass Investmentbanken in jüngster Zeit den Wettbewerb um die Konditionen derart erhöht haben, dass sich Private-Equity-Gesellschaften aus diesem Stadium der Finanzierung zurückziehen. Eine Kostenführerschaftsstrategie im Wettbewerb mit den etablierten Finanzintermediären können sie sich



aufgrund der Strukturen und erwarteten Renditen nicht erlauben. In der Literatur wird dieser, sich auch heute wieder abzeichnende Mittelüberhang, auch als Overhang-of-Funds bezeichnet (Züchner 2006: 143, Renz 2007: 10-14 sowie Leopold et al. 2003: 239).

### 5.2.1 Grundlagen des Overhang-of-Funds

Grundsätzlich kann der Private-Equity-Markt vor dem Hintergrund eines zeitlichen Einteilungsschemas in drei Teilmärkte untergliedert werden. Dazu zählen der Markt für Beteiligungskapital (Fundraising), der Markt für Investitionskapital (Investitionen) und der Markt für Desinvestitionen. Folgende Abbildung veranschaulicht diesen Zusammenhang.

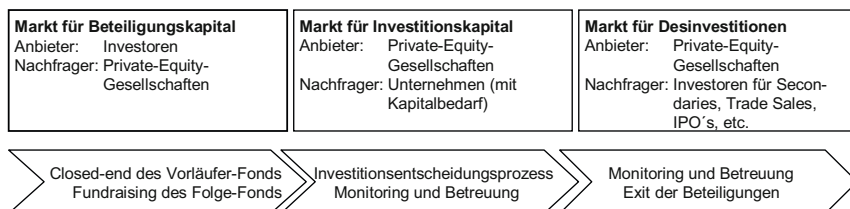


Abbildung 27: Teilmärkte und -prozesse des Private Equity (Quelle: Eigene Darstellung)

Mit den drei Teilmärkten sind gleichzeitig drei grundsätzliche Probleme verbunden. Auf dem Markt für Beteiligungskapital sind mehr liquide Mittel vorhanden, als auf dem Markt für Investitionskapital nachgefragt werden. Daraus resultiert der als Overhang-of-Funds bezeichnete Mittelüberhang. Auf dem Investitionsmarkt werden nun mehr Unternehmen finanziert, als auf dem dritten Teilmarkt, dem der Desinvestition, veräußert werden können. Das Ergebnis sind Unternehmen, welche als Living Dead im Portfolio der Private-Equity-Gesellschaften verbleiben (Ruhnka et al. 1992: 137-155). Gleichzeitig werden auf dem dritten Teilmarkt mehr Unternehmensanteile zum Verkauf angeboten, als am Sekundärmarkt nachgefragt werden. Tendenziell kommt es daher am Sekundärmarkt zu einem Preisverfall, der sogenannten Long-Run-Underperformance, und letztlich insgesamt zur Bildung spekulativer Blasen (Reilly und Hatfield 1973: 83-90 greifen das Phänomen der Long-Run-Underperformance erstmals auf). Diese Zusammenhänge und die resultierenden Phänomene veranschaulicht die folgende Abbildung.

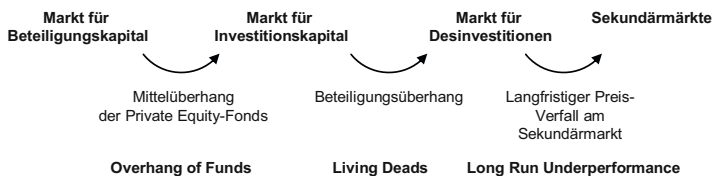


Abbildung 28: Engpässe innerhalb des Private-Equity-Marktes (Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an die Ausführungen von Reilly und Hatfield 1973, Ruhnka et al. 1992 sowie Züchner 1996).

Nach wie vor lässt sich auch in der Gegenwart feststellen, dass zwischen der Liquidität, die den Private-Equity-Gesellschaften zufließt und den aktuellen sowie zukünftigen Beteiligungsmöglichkeiten kein Zusammenhang besteht. Die Investoren der Private-Equity-Gesellschaften orientieren sich an alternativ erzielbaren Renditen am Aktien- oder Rentenmarkt sowie an Vorjahresrenditen im Private-Equity-Segment. Empirische Untersuchungen von Züchner (1996: 164-197), Gompers (1998: 1097), Gompers und Lerner (2000: 305) sowie Bieber et al. (2003) untermauern die Orientierung der Anleger an mittel- und langfristig erzielbaren Renditen und erklären somit auch die Abhängigkeit der Mittelzuflüsse von den bisher erzielten Renditen. Dabei können ebenfalls Rückschlüsse auf den Anlagehorizont der eher kurzfristig orientierten Investoren gezogen werden. Dass aus diesem Verhalten ein Mittelüberhang resultiert, ist nicht gleich ersichtlich, da sich Investoren lediglich an den tatsächlich erreichten Renditen orientieren. Der Mittelüberhang charakterisiert ein Marktungleichgewicht, welches durch den Preis, in diesem Fall durch die erzielbare Rendite, wieder das Gleichgewicht erreichen sollte. Dass dieses Gleichgewicht jedoch nicht erreicht wird, führt Züchner (1996: 165) auf das Verhalten verschiedener Investorengruppen zurück. Langfristig orientierte Investoren blieben auch in schwächeren Marktphasen investiert, wodurch stets genug Investitionskapital zur Verfügung stünde, um die Nachfrage ausreichend bedienen zu können. Dieser stets vorhandene Sockelbetrag, der ausreichend für die Private-Equity-Investitionen sei, geriet durch extrem kurzfristig orientierte Anleger ins Schwanken, die auf Renditechancen kurzfristig mit starken Kapitalzuflüssen reagieren würden. Zu den wesentlichen kurzfristig orientierten Investoren zählen laut Züchner (1996: 166) insbesondere die Pensionsfonds. Die beiden folgenden Abbildungen zeigen die Mittelzuflüsse und -abflüsse der Private-Equity-Portfolios in Deutschland und in Europa. Dabei zeichnet sich vor allem in Europa ein Investitionsüberschuss ab, da die Mittelzuflüsse die Mittelabflüsse nachhaltig über einen längeren Zeitraum übersteigen.

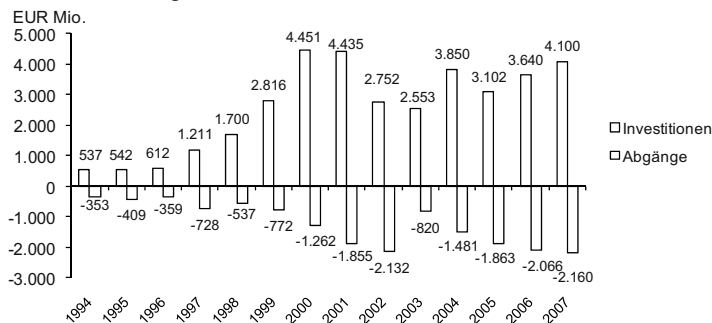


Abbildung 29: Investitionen und Abgänge in Deutschland von 1997 bis 2007 (Quelle: Eigene Darstellung, Daten aus BVK Jahresstatistik 2008).

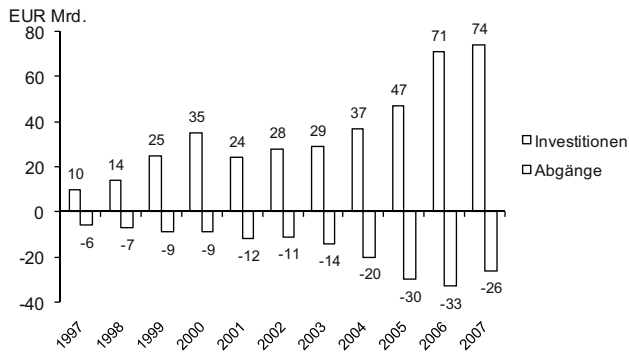


Abbildung 30: Investitionen und Abgänge in Europa von 1997 bis 2007 (Quelle: Eigene Darstellung, Daten aus EVCA Financial Yearbooks 1998-2008).

Bevor in Abschnitt 4.8.3 auf die mittel- und langfristigen Auswirkungen des Overhang-of-Funds näher eingegangen wird, erfolgt zunächst die Untersuchung der besonderen Rolle der Unternehmensbewertungen.

### 5.2.2 Die Rolle der Unternehmensbewertungen

Bereits bei der Analyse der Wertsteigerungspotenziale in Abschnitt 4.5 wurde ersichtlich, dass den Unternehmensbewertungen eine Schlüsselrolle zukommt. Sie sind maßgeblich verantwortlich für die Höhe der letztlich erzielbaren Renditen. Unternehmensbewertungen sind im Private-Equity-Markt in drei grundsätzlichen Situationen bzw. Stadien mit jeweils unterschiedlichen Anbieter-Nachfrager-Konstellationen relevant (Einen guten Überblick über die Bewertungsverfahren gibt Temple 1999). Zunächst wird bei der Beurteilung potenzieller Akquisitionen eine erste Unternehmensbewertung durchgeführt. Einem Zielunternehmen wird durch verschiedene Analyseverfahren und die Ergebnisse des Due-Diligence-Prozesses ein bestimmter Unternehmenswert zugewiesen, der sogenannte Anteilswert. Eine zweite Unternehmensbewertung findet im Rahmen der Performancemessung einzelner Private-Equity-Gesellschaften bzw. innerhalb deren Fonds statt. Hierbei wird der Wert des gesamten Portfolios und dabei jedes einzelnen Portfoliounternehmens berechnet. Durch diese Portfoliobewertung lässt sich die bisher mit dem Fonds erzielte Rendite berechnen (Die wichtigste Kennzahl der Performancemessung ist die Internal Rate of Return (IRR)). Nach Leopold et al. (2003: 130-132) spiegelt die Internal Rate of Return die erzielte Rendite in Form eines kumulierten jährlichen Zinsfußes nach Berücksichtigung von Gebühren und Honoraren der Private-Equity-Gesellschaft wider. Der EVCA 2007 definiert die Internal Rate of Return wie folgt: „The IRR is calculated as an annualised effective compounded rate of return, using monthly cash flows and annual valuations“). Die dritte Stufe der Unternehmensbewertung findet im Rahmen des Exits statt. Bei der Wahl des IPO als Exit-Kanal wird dies besonders

deutlich. Am Kapitalmarkt bestimmen Angebot und Nachfrage den Wert bei der Preisfindung im Rahmen des IPO. Nach erfolgtem Börsengang wird diese Bewertung als Post-IPO-Bewertung bezeichnet. Diese drei-stufige Unternehmensbewertung ist das Bindeglied zwischen den drei Teilmärkten des Private-Equity-Marktes. Auf jeweils zwei Teilmärkten bildet die Bewertung den Preis für das Unternehmen.

### 5.2.3 Auswirkungen des Overhang-of-Funds

Die Erarbeitung einer möglichen Kausalitätenkette steigender Anteilsbewertungen auf den Kapital- und Private-Equity-Märkten hilft bei der Untersuchung der Auswirkungen des Overhang-of-Funds. Die folgende Abbildung stellt die Zusammenhänge zunächst grafisch dar, bevor sie im Anschluss erläutert werden.

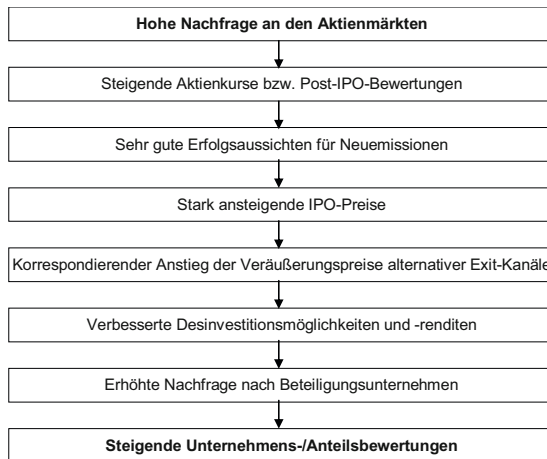


Abbildung 31: Kausalitätenkette steigender Anteilsbewertungen (Quelle: Eigene Darstellung).

Zu Beginn dieser Kausalitäten steht zunächst eine gesteigerte Nachfrage an den Börsen, wie sie zur Jahrtausendwende oder in der ersten Hälfte des Jahres 2007 vorherrschte, als bspw. der Deutsche Aktienindex von ca. 6.400 Punkten im Januar auf über 8.000 Punkte im Juli anstieg. Die Gründe einer derartigen gesteigerten Nachfrage an den Börsen, wie bspw. ein niedriges Zinsniveau oder steigende Unternehmensgewinne, wurden in zahlreichen Abhandlungen untersucht und sollen hier als gegeben angenommen werden.

Eine hohe Nachfrage an den Börsen führt, zumindest kurzfristig, bei gleichbleibendem Angebot zu steigenden Preisen und somit zu steigenden Aktienkursen und Anteilsbewertungen. Mit den Kurssteigerungen bei den bereits gehandelten Aktien sind bessere Aussichten und höhere Bewertungen für Neuemissionen verbunden. Nach Amit et al. (1998: 442) ist der Wert eines über den IPO zu veräußernden Portfoliounternehmens vor allem an den gegenwärtig erfolgreichen Börsengängen zu messen, was in der Folge dazu führt, dass die

Erstnotierungen in dieser Zeit besonders renditeversprechend sind. Beteiligungsunternehmen können zu diesen Zeiten sehr lukrativ an den Börsen platziert werden und durch die Veräußerungen erzielen die Private-Equity-Gesellschaften die höchstmöglichen Erlöse und Renditen. Die übrigen Exit-Kanäle, wie der Trade Sale oder der Secondary Buyout, profitieren unter Renditegesichtspunkten ebenfalls von den überdurchschnittlich hohen Renditen des IPO's. Möchte ein strategischer Investor ein Beteiligungsunternehmen einer Private-Equity-Gesellschaft erwerben, muss sein Angebot mindestens den Marktpreis erzielen, in diesem Fall der Unternehmenswert, der durch einen IPO erzielbar wäre. Ein positives Börsenumfeld wirkt sich demnach positiv auf die Desinvestitionsmöglichkeiten und in der Folge auch auf die erzielbaren Renditen aus.

Aufgrund der zu jedem Zeitpunkt vorherrschenden Mittelüberflüsse führen positive Desinvestitionsmöglichkeiten und hohe erzielbare Renditen zu einer verstärkten Nachfrage nach Beteiligungsunternehmen durch die Private-Equity-Gesellschaften. Diese hohe Nachfrage nach Investitionsmöglichkeiten lässt die Preise für Beteiligungsunternehmen in Form ihrer Anteilsbewertungen steigen. Investitionen erfolgen zu diesem Zeitpunkt zu höheren Preisen. Die nun zu aktuellen Marktkonditionen abgeschlossenen Transaktionen dienen den Private-Equity-Gesellschaften gemäß ihrer Bewertungsgrundsätze dazu, ihr bestehendes Beteiligungsportfolio auf diese Marktkonditionen aufzuwerten, was einen sich selbst verstärkenden Kreislauf in Gang setzt. Durch die Aufwertung erfolgt direkt eine Renditesteigerung des Gesamtportfolios, die bereits häufig aufgrund quartalsweiser Berichterstattung auch direkt publiziert wird (Bestehende Beteiligungen werden anhand der Anpassung des sogenannten Residual Value aufgewertet. Die Bewertung potenzieller Beteiligungsunternehmen erfolgt anhand des Net Asset Value).

Wie eingangs in diesem Abschnitt dargestellt wurde, treffen viele Investoren ihre Anlageentscheidung auf Basis der kurzfristigen Ein-Jahres-Renditen. Durch diesen kurzfristigen Zeithorizont steigen die Mittel auf dem Teilmarkt des Fundraising durch den Markteintritt neuer Investoren stark an. Es bildet sich schnell ein Overhang-of-Funds. Die Folgen des Overhang-of-Funds bei den Private-Equity-Gesellschaften sind vielschichtig. Vor allem in einzelne Regionen, Branchen und Unternehmen wird schlagartig über Gebühr investiert. (Diese hohen, facettenartigen Investitionen werden auch als Overinvesting bezeichnet. Die dadurch überhöhten, vom Markt im weiteren Verlauf nicht mehr akzeptierten Emissionskurse, sind nach Reichel und Weitnauer 2001: 395 auch einer der Gründe, die zu einer degressiven Entwicklung der Aktienmärkte führen können).

Veränderte Wettbewerbsbedingungen zwischen Private-Equity-Gesellschaften auf der einen Seite und potenziellen, finanzierungswürdigen Unternehmen auf der anderen Seite lassen die Preise auf dem Teilmarkt der Investitionen noch weiter steigen. Die Portfoliobewertungen werden in der Folge erneut nach oben korrigiert und die ausgewiesenen kurzfristigen Renditen steigen weiter. Weitere kurzfristig orientierte Investoren drängen in den Markt. Es entsteht ein sich selbst verstärkender Kreislauf aus weiteren Mittelzuflüssen, steigenden kurzfristigen

Renditen, Portfolio-Aufwertungen und in der Konsequenz weiterem Overhang-of-Funds. Die folgende Abbildung fasst diesen Sachverhalt grafisch zusammen.

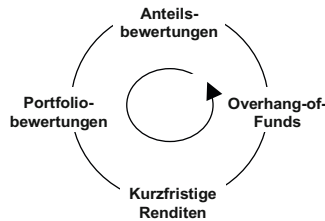


Abbildung 32: Sich selbst verstärkender Kreislauf (Quelle: Eigene Darstellung).

Der daraus resultierende Investitionsdruck führt dazu, dass Portfolio-Manager die Kriterien zur Beurteilung der Finanzierungswürdigkeit potenzieller Beteiligungsunternehmen lockern. Peacock und Cooper (2000: 75) leiten ab, dass dieser Druck zur Tötung von Investitionen eine Abnahme der hohen Ansprüche an Zielunternehmen und der Qualität des Portfolios nach sich zieht. Die Beteiligungsunternehmen erhalten weniger Aufmerksamkeit und wenn die ehrgeizig gesetzten Ziele nicht erreicht werden, folgen keine weiteren Investitionen. Die Aufmerksamkeit des Managements der Private-Equity-Gesellschaft gilt in diesen Phasen vielmehr bereits potenziellen Neuinvestitionen und die sinkende Mentoring- und Monitoringkapazität sowie zunehmende Passivität in der Betreuung führt bei dem bestehenden Beteiligungsportfolio zu sinkenden Bewertungen. Eine steigende Zahl von Beteiligungsunternehmen verbleibt nun unveräußerbar im Portfolio der Private-Equity-Gesellschaften. Aus diesem Grund bezeichnen Ruhnka et al. (1992) diese Unternehmen, wie in Abschnitt 5.2.1 bereits angesprochen, daher auch recht treffend als Living Dead. Um die gestiegenen, kurzfristig ausgewiesenen und aus der Beteiligungsaufwertung stammenden Renditen zu unterlegen, entsteht ein Renditedruck. Dieser schlägt sich in einem erhöhten Druck zur Veräußerung von Beteiligungen nieder, die häufig Zielvorgaben nicht erreichten und operativ aufgrund der Vernachlässigung keine besonders positiven Zahlen vorweisen können. Damit gelangen Beteiligungsunternehmen in die Exit-Kanäle, die nicht den Erwartungen der Sekundärmärkte entsprechen. Durch kurzfristig orientierte Investoren besteht aber auch am Sekundärmarkt selbst nach diesen Unternehmen, mit schlechterer Qualität, eine hohe Nachfrage. Die Post-Exit- bzw. Post-IPO-Bewertungen sind deutlich geringer als die IPO-Bewertungen. Reilly und Hatfield (1969) führten dazu auch den Begriff der Long-Run-Underperformance ein. Der Kreislauf bedingt letztlich neben dem Aufbau einer Spekulationsblase auf dem Aktienmarkt auch einen entsprechenden Effekt auf dem Markt für Private Equity. Das Bindeglied auf den Teilmärkten des Fundraising, der Investitionen und der Desinvestitionen sind die dort angewandten Formen der Unternehmensbewertung (Eine entsprechende Vorstellung erfolgte in Abschnitt 5.2.2). Die folgende Grafik fasst diesen Zusammenhang abschließend zusammen.

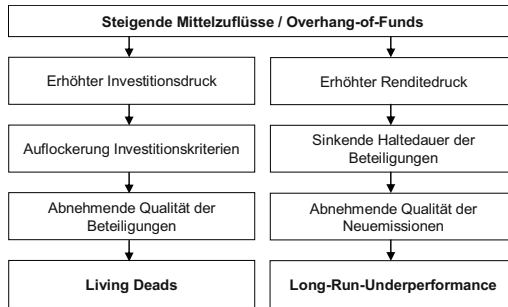


Abbildung 33: Folgen des Mittelüberhangs (Quelle: Eigene Darstellung).

Dieser gesamte, sich selbst verstärkende Kreislauf ist auf den ersten Blick nicht mit der klassischen Kapitalmarkttheorie vereinbar. Auf einem gleichgewichtigen Wertpapiermarkt bildet sich der Preis als Residualgröße von Rendite und Risiko. Das in dem sich selbst verstärkenden Kreislauf erkennbare Risiko müsste zu einer Reduktion der Preise führen und in der Folge letztlich zur Abnahme der Mittelzuflüsse und zur Reduktion des Mittelüberhangs. Als Erklärung kann abermals die kurzfristige Orientierung von Investoren herangezogen werden, die als Folge auf kurzfristig steigende Renditen weitere Mittel investieren (Empirische Studien von Gompers 1998 sowie Gompers und Lerner 2000 belegen diese Tatsache. Sie stellen weiterhin fest, dass eine Verdopplung der Mittelzuflüsse zu einer Preissteigerung von 20% führt). Denn während in der klassischen Kapitalmarkttheorie zukünftige Cashflows und das mit ihnen verbundene Risiko die Grundlage für die Anteilsbewertung darstellen, kann zwischen der langfristig erzielbaren Rendite im Private-Equity-Markt und zugrundeliegender Cashflows sowie verbundener Risiken kein Zusammenhang abgeleitet werden. Dies ist damit erklärbar, dass die eigentliche Rendite erst mit Veräußerung des Beteiligungsunternehmens entsteht, was wiederum nachhaltig von den aktuell vorherrschenden Marktbedingungen abhängt. Züchner (2006: 258-261) stellt zudem fest, dass Private-Equity-Anlagen in Phasen starker Mittelzuflüsse rentabler scheinen, wodurch weitere Mittel angezogen werden. Die tatsächlich in diesem Zeitraum erzielte Rendite lässt sich erst viel später, nämlich bei Desinvestition des Portfolios berechnen. Ist der Zugang zum Sekundärmarkt, wie bspw. der zum IPO-Markt, aufgrund der aktuellen Bedingungen schwierig, sind aus steigenden Portfoliobewertungen resultierende Renditen nicht länger erziel- und haltbar. Daher zeigt sich bei Betrachtung eines langfristigen Zeithorizontes, dass Private-Equity-Gesellschaften, die in Zeiten geringer Mittelzuflüsse investierten, auch die höchsten durchschnittlichen Renditen erzielten. Private-Equity-Gesellschaften, die in Zeiten hoher Mittelzuflüsse investierten, hatten auf der anderen Seite die geringsten Renditen vorzuweisen (Fenn et al. 1995: 57 leiten diese Erkenntnis aus einer Evaluierung der National Venture Capital Association 2001 ab). Das bedeutet, dass Portfolien, die in Zeiten hoher Mittelzuflüsse konstituiert wurden, also in Phasen des Overhang-of-Funds, die niedrigsten Wertsteigerungen erzielen konnten. Dies ist

einerseits auf das gestiegene Niveau bei Anteilsbewertungen, andererseits auf fehlende Exit-Möglichkeiten, die hohe Veräußerungspreise und Renditen verhindern, zurückzuführen. Eine erfolgreiche Desinvestition wird umso unwahrscheinlicher, je höher der Einstandspreis bei Erwerb war.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass das Zusammentreffen der steigenden Nachfrage am Investitionsmarkt mit dem kurzfristig konstanten Angebot zu einem Ansteigen der Preise führt. Mit dem Ansteigen der Preise am Investitionsmarkt gehen in der Folge für Private-Equity-Gesellschaften erzielbare Wertsteigerungspotenziale und Renditen verloren. Die Auswirkungen auf die Anlageentscheidung sind gravierend. Private-Equity-Gesellschaften unterliegen einem zunehmenden Anlagedruck, der aus hohen Mittelzuflüssen und dem dadurch verschärften Wettbewerb um erfolgversprechende Beteiligungsunternehmen resultiert. Die Manager der Private-Equity-Gesellschaften haben lediglich die Möglichkeit, die Restriktionen der Investitionen in Form der Investmentkriterien aufzulockern. Dadurch beteiligen sie sich durchaus bewusst vermehrt an Unternehmen, die von schlechterer Qualität sind. Selbst etablierte Private-Equity-Gesellschaften könnten geneigt sein, in diesen Zeiten höhere Risiken einzugehen. Andernfalls müssten sie bereit sein, geringere Renditen zu akzeptieren oder die Märkte des Mittelüberhangs zu verlassen. Somit ist die Folge des in der Finanzierungspraxis zu beobachtenden Mittelüberhangs als marktinduzierter Druck zur Differenzierung vom klassischen Private-Equity-Konzept zu werten. Obwohl dies im Ergebnis mit der Entwicklungsrichtung, die sich aus der finanzierungstheoretischen Betrachtung ergibt, übereinstimmt, ist doch der Auslöser auf den ersten Blick nicht die Ergreifung einer Chance zur Spezialisierung. In den beiden folgenden Abschnitten und dem abschließenden 8. Kapitel zur Beurteilung der Finanzierungsformen wird auf diese beiden unterschiedlichen Auslösemechanismen der Differenzierung durch Spezialisierung noch näher eingegangen.

### **5.3 Implikationen für Private Equity**

Im Rahmen der finanzierungstheoretischen Betrachtung von Private Equity wurde deutlich, dass für die wirtschaftliche Überlebensfähigkeit von Private Equity als Finanzierungsform die Spezialisierung auf den Umgang mit vorhandenen Informationsasymmetrien eine Chance ist, durch Differenzierung komparative Wettbewerbsvorteile zu erzielen. Hierbei spielen insbesondere Vorteile bei der Beteiligungssuche sowie die Betreuung der Beteiligung durch Monitoring und Mentoring nach erfolgter Übernahme eine besondere Rolle, welche die Erzielung und Ausnutzung von Transaktionskostenvorteilen ermöglichen. Daneben wurde aus der Finanzierungstheorie deutlich, dass die Differenzierung das Ergebnis der Neu-Kalibrierung auf veränderte Korrelationsmuster des Private-Equity-Marktes ist. Private-Equity-Gesellschaften besitzen Stellschrauben, die Investitionen unter den unterschiedlichsten situativen Bedingungen interessant machen können (Siehe dazu Abschnitt 5.1).



Neben diesen Erkenntnissen, die aus der finanzierungstheoretischen Betrachtung abgeleitet werden können, spielt ein zweites Phänomen bei der zukünftigen Entwicklung von Private Equity eine besondere Rolle: Der Mittelüberhang bzw. Overhang-of-Funds. Hierbei handelt es sich im Vergleich zur finanzierungstheoretischen Betrachtung um eine marktinduzierte Notwendigkeit, statt um eine Chance zur Differenzierung. Die aus diesem Phänomen resultierenden Mittelüberschüsse und mangelnden Investitionsmöglichkeiten fördern den Trend zur Differenzierung der Private-Equity-Gesellschaften. Eine Differenzierung muss dabei sowohl von den herkömmlichen Finanzierungsformen als auch von den Wettbewerbern innerhalb des Private-Equity-Marktes erfolgen. Nicht zuletzt durch das steigende Mittelaufkommen werden Anlageentscheidungen dahingehend beeinflusst, dass selbst etablierte Private-Equity-Gesellschaften höhere Risiken eingehen beziehungsweise geringere Renditen akzeptieren müssen (Untersuchungen von Gompers 1998: 1090, Peacock und Cooper 2000: 69-76 sowie KPMG 2007 bestätigen dies). Schmeisser (2000: 192) sieht eine Ausweichmöglichkeit darin, zielstrebigere Akquisitionen durchzuführen. Lange Zeit reagierten die Private-Equity-Gesellschaften lediglich auf die bestehende Nachfrage nach ihrem Kapital. Als Auswahlkriterium potenzieller Zielunternehmen könnte ein Branchen- oder Investitionsphasenfokus dienen. Gompers und Lerner (1999c: 157-170) sprechen der aktiven und gezielteren Auswahl jedoch nur begrenztes Investitionssteigerungspotenzial zu. Andere Marktteilnehmer werden die gleiche Strategie aufgreifen und der Vorteil dieser aktiven Selektion verschwindet. Eine zweite Auswahlmöglichkeit bestünde darin, die Investitionskriterien aufzulockern und höhere Unternehmensbewertungen zuzuweisen. Dadurch würden höhere Kaufpreise für die Zielunternehmen gezahlt. Auch diese Ausweichmöglichkeit kann nicht von langfristiger Dauer sein, da andere Marktteilnehmer ebenfalls nachziehen würden und sich der Markt in der Folge überhitzt.

Aus diesen Überlegungen folgt die Erkenntnis, dass sich Private-Equity-Gesellschaften auf Investitionsmöglichkeiten konzentrieren sollten, bei denen ihnen ihre besonderen Fähigkeiten der Beteiligungsauswahl, des Monitorings und der aktiven Managementunterstützung einen komparativen Vorteil gegenüber Banken, Leasinggesellschaften, Anlage-Fonds oder Investmentbanken geben. Die Investitionsziele sollten zudem so gewählt sein, dass sich auch gegenüber anderen Private-Equity-Gesellschaften Wettbewerbsvorteile erzielen lassen, indem komparative Transaktionskostenvorteile durch Spezialisierung und Abkehr von den bisherigen, klassischen Korrelationsmustern geschaffen werden. Dies empfiehlt eine Ausrichtung und Differenzierung auf Unternehmen und Branchen mit hohem Kontroll- und Betreuungsaufwand sowie auf Situationen, die durch ein hohes Maß an asymmetrisch verteilten Informationen gekennzeichnet sind.

In der Praxis ist bereits eine Differenzierung durch die Spezialisierung nach Branchenschwerpunkten oder Finanzierungsstufen zu beobachten. Bader (1996: 38) sowie Kley (2007: 66-68) stellen fest, dass die Differenzierung durch Spezialisierung auf Finanzierungsstufen schon sehr früh begann. Seither agieren bestimmte Private-Equity-

Gesellschaften ausschließlich in ausgewählten Finanzierungsstufen, wie bspw. Seed Financing (klassische Venture-Capital-Gesellschaft) oder Growth-Private-Equity (Finanzierungen von reiferen Unternehmen). Die Differenzierung durch Spezialisierung auf Branchenschwerpunkte ist ebenfalls bereits etabliert. So agieren Gesellschaften am Markt, die bspw. ausschließlich in Biotech-Unternehmen oder Industrieunternehmen investieren. Mit der Spezialisierung geht jedoch auch eine gewisse Risikokonzentration einher. Bygrave (1987: 139-154) sowie Norton und Tenenbaum (1993b: 431-442) sind jedoch der Meinung, dass das mit der Spezialisierung erworbene Branchen- und Fach-Know-how die Private-Equity-Gesellschaften in die Lage versetzt, den Nachteil der Risikokonzentration bzw. der offensichtlich mangelnden Risikodiversifikation mehr als zu kompensieren.

Neben der Differenzierung durch Spezialisierung auf eine bestimmte Branche oder Finanzierungsstufe ist als weitere Spezialisierungsstrategie die Konzentration auf besondere Unternehmenssituationen, die Special Situations, zu beobachten. Hommel et al. (2001: 2) und Schefczyk (2000: 92) weisen darauf hin, dass dies noch um die Jahrtausendwende als unwahrscheinlich galt, da die Private-Equity-Gesellschaften aufgrund des hohen Fremdkapitalanteils bei der Übernahme des Zielunternehmens auf nachhaltig positive Cashflows angewiesen waren, um die damit einhergehende hohe Zins- und Tilgungslast tragen zu können. Die Special Situations zeichnen sich aber gerade nicht durch nachhaltige positive Cashflows aus. Innerhalb des Bereichs der Special Situations kann wiederum eine Konzentration auf Turnaround-Investitionen identifiziert werden (Deutsche Bank Research 2007: 13-15, Endlweber 2007: 22-23 sowie Passmann 2007: 12-17). In der Literatur und in praxisnahen Statistiken werden Turnaround-Investitionen meist im Rahmen von Expansions-Investitionen darstellt, da eine Trennung aufgrund mangelnder Turnaround-Kriterien schwer fällt (EVCA Financial Yearbook 2007: 329-330. Danach ist Expansion definiert als „Financing provided for [...] an operating company, which may or may not be breaking even or trading profitably.“ Im Rahmen dieser Expansion definiert der EVCA nun Turnaround wie folgt: „Financing made available to existing business which has experienced trading difficulties, with a view to re-establishing prosperity“). Folgende Abbildung verdeutlicht die hohe Bedeutung in diesem Investitionsstadium in Europa.

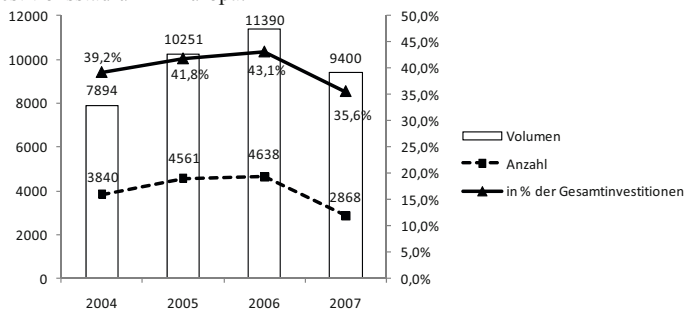


Abbildung 34: Zunahme der Expansion-Investments in Europa nach Volumen (Quelle: Eigene Darstellung, Daten aus EVCA Financial Yearbook 2008).

Im Rahmen der Gesamtinvestitionen nehmen die Expansions-Investitionen, mit durchschnittlich ca. 40% Anteil, eine bedeutende Rolle in Europa ein (EVCA, Financial Yearbook 2007: 72). Auch in Deutschland erfolgte die letzten Jahre eine deutliche Zunahme der Expansions-Investitionen, wobei dort der Anteil und somit die Bedeutung mit fast 50% in den vergangenen Jahren nochmals vergleichsweise höher ist (EVCA Financial Yearbook 2007: 156). Dies unterstreicht die besondere Stellung, die diese Investitionen gerade in Deutschland besitzen.

Messer (2007: 6-7) nennt spezielles Know-how, Risikobereitschaft und hohen Management-einsatz als die erforderlichen Schlüsselfaktoren, um Unternehmen in derartigen Situationen zu unterstützen. Private-Equity-Gesellschaften können dabei ihre Stärken aus dem effizienten Screening des Beteiligungsmarktes und dem aktiven Monitoring und Mentoring nach der Übernahme des Zielunternehmens optimal ausspielen. Hinzu kommt die Managementunterstützung durch erfahrene Turnaround-Spezialisten sowie die ausgeprägten Kontakt-Netzwerke der Private-Equity-Gesellschaften zu Politik, Wirtschaft und Verbänden. Am Beispiel der Unternehmenskrise, die einen Teil der Expansions-Investitionen darstellt, wird dies besonders deutlich: Für Private-Equity-Gesellschaften ist es keine Entscheidung aus einer Notlage heraus, sondern eine logische Konsequenz, die Sanierung von Unternehmen in der Krise zu finanzieren. Sie investieren nicht in ein Unternehmen obwohl es sich in der Krise befindet, sondern gerade weil es sich in eben jener befindet. Auch Schefczyk (2006: 38) erkennt dies und weist darauf hin, dass diese intensive Form der Beratung in der Praxis vornehmlich in Situationen auftritt, die durch besondere Themen- und Aufgabenstellungen gekennzeichnet sind, wie vor allem die Situation der Unternehmenskrise. Wie in Abschnitt 2.3.2 erarbeitet wurde, verlangt die Situation der Krise nach besonderem Know-how, hohem Managementeinsatz und aktiver operativer sowie strategischer Begleitung. Hinzu kommt, dass gerade die Situation der Unternehmenskrise von einem hohen Maß asymmetrisch verteilter Informationen geprägt ist.

Aus der finanzierungstheoretischen Betrachtung von Private Equity ergab sich, dass die Spezialisierung eine Chance durch Differenzierung auf besondere Situationen darstellt. Die marktinduzierte Notwendigkeit zur Differenzierung ergab sich hingegen aus dem Phänomen des Overhang-of-Funds. Werden diese beiden Faktoren vereint, kann die Zunahme der Turnaround-Investitionen in der Situation der Unternehmenskrise erklärt werden.

Die aus der finanzierungstheoretischen Betrachtung ableitbaren Vorteile begünstigen die vorherrschende Zunahme der Aktivität im Bereich der Turnaround-Investitionen daher ebenso, wie die allgemeinen Entwicklungstrends auf den Private-Equity-Märkten. Denn der anhaltende Kapitalzufluss und das damit verbundene starke Wachstum dieses Marktes, die zunehmende Internationalisierung und Professionalisierung und die rückläufigen Durchschnittsrenditen verbunden mit einer erhöhten Markttransparenz und -effizienz zwingen die Private-Equity-Gesellschaften zum Handeln.

Ob eine Differenzierungsstrategie über die Spezialisierung auf die Situation „Turnaround – Finanzierung von Unternehmen in der Krise“ eine adäquate und nachhaltige Strategie für Private-Equity-Gesellschaften darstellt, hängt nicht zuletzt maßgeblich von der antizipierten Überlegenheit gegenüber anderen Finanzierungsformen ab. Dies wird im 8. Kapitel zur Beurteilung der Eignung in der Unternehmenskrise abschließend diskutiert.

#### **5.4 Differenzierung und Ausgestaltung von Private-Equity-Gesellschaften**

Ziel dieses Abschnittes ist die Beantwortung der dritten Forschungsfrage, wie der Einfluss der Klassifizierung in eigenkapital- und fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften zu werten ist. Dazu werden die besonderen differenzierten Ausprägungsmerkmale dieser beiden Formen untersucht. In Abschnitt 4.2 wurde erläutert, dass Private-Equity-Gesellschaften nach verschiedenen Kriterien, wie Fondsgröße, Branchen- bzw. Industrieschwerpunkt oder Finanzierungsstadium unterschieden werden können. In der wissenschaftlichen Literatur existieren zahlreiche Studien, die anhand bestimmter Kriterien, wie Fonds- und Investmentgrößen, rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen oder Beteiligung des Managements, Vor- und Nachteile der Charakteristika herausarbeiten oder ableiten (Dazu gibt Schefczyk 2006: 142-145 einen guten Überblick).

In der vorherrschenden Literatur wird häufig die Strategie als Unterscheidungsmerkmal zwischen verschiedenen Ausprägungen von Private-Equity-Gesellschaften herangezogen. Folgende Einteilung nimmt bspw. Berg (2005: 99) vor:

- Private-Equity-Gesellschaften mit starkem finanziellem Fachwissen,
- Private-Equity-Gesellschaften mit teilweise operativem bzw. unternehmerischem Fachwissen,
- Private-Equity-Gesellschaften mit starkem operativem bzw. unternehmerischem Fachwissen.

Auch Leopold et al. (2003: 7-9) verfolgen in ihrer Ausarbeitung die strategische Ausrichtung und leiten daraus Konsequenzen ab. Sie ziehen die geschäftspolitische Auswahl von Arbeitsschwerpunkten der Private-Equity-Gesellschaften als Unterscheidungsmerkmal heran und unterscheiden drei wesentliche Geschäfts- bzw. Investitionsstrategien. Danach sind Innovationsspezialisten für die Pionieraufgabe verantwortlich. Sie sind im Wesentlichen in der Frühphasenfinanzierung (Early-stage, Seed, Start-up) engagiert, weniger stark jedoch im Bereich Expansion. Die Financial Engineers sind bei MBO's/MBI's u.ä. Finanzierungssituationen, aber auch im Bereich der Sonderanlässe (Special Situations) besonders aktiv. Die Allrounder sind im Wesentlichen im Bereich Expansion anzutreffen. Folgende Strategien liegen nach Leopold et al. (2003) den drei Typen zugrunde:

- Pionieraufgabe: Mit dieser Strategie wird das Ziel verfolgt, „new concepts for products or services that will change the way people live and work“, zu finanzieren (Bygrave und Timmons 1992: 6).

- Financial Engineering: Hierbei steht die schnelle Realisation finanzieller Gewinne bei der Entwicklung und Umstrukturierung von Beteiligungen im Vordergrund. Ziel ist der Verkauf der Beteiligung nach wenigen Jahren mit möglichst hohem Kapitalgewinn. Als Anlässe kommen Wachstumserwartung, Nachfolgeregelung, Neustrukturierung, Ausgliederung, Erwerb von Geschäftsbereichen oder Realisierung stiller Reserven in Betracht.
- Allrounder-Strategie: Die Allrounder-Strategie schließt die Pionieraufgabe und das Financial Engineering nicht aus. Sie erweitert sie um jede Situation, in der Finanzierungsbedarf besteht, aber kein externer Dritter bereit ist, diesen zu befriedigen. Meist entsteht dieser bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen, ohne Zugang zu geregelten Märkten.

Die gemeinsame Schnittmenge dieser Definitionen ist die Unterscheidung in Private-Equity-Gesellschaften mit ausgeprägtem finanziellem Hintergrund und Interesse, den Financial Engineers auf der einen Seite, und solche mit starkem operativem Engagement und Interesse, den unternehmerisch veranlagten Private-Equity-Gesellschaften auf der anderen Seite. Die in den vorangegangenen Abschnitten dargestellten Ausarbeitungen zur Differenzierung von Private-Equity-Gesellschaften erfordern aber eine Erweiterung der Unterscheidungsmerkmale im Rahmen des finanziellen Hintergrunds und des operativen Engagements der Private-Equity-Gesellschaften.

Zum einen wurde nämlich bereits deutlich, dass ein wesentlicher Beitrag zur Wertgenerierung durch das Monitoring bzw. Mentoring der Beteiligungen nach Übernahme stattfindet (Die Bedeutung des Monitoring und Mentoring wurde zwar empirisch mehrfach belegt, doch als Unterscheidungskriterium zur Erzielung komparativer Wettbewerbsvorteile wurde es nicht herangezogen. Vgl. bspw. Wright et al. 1995: 461-482, Kaplan und Stein 1993: 72-88 oder Walsh 1999: 25-31). Zum anderen wurde in Abschnitt 4.1 herausgearbeitet, dass Private Equity, privates Eigenkapital, die Investitionsform darstellt, aber das Kapitalzustandekommen auf klassischen Finanzierungsformen, wie der Auflegung von Fonds und einer Eigenkapitalkomponente der Private-Equity-Gesellschaft selbst beruht (Bei jeder Private-Equity-Transaktion wird privates Eigenkapital zur Verfügung gestellt. Wie bereits gezeigt wurde, setzt sich dieses jedoch originär aus verschiedenen Komponenten zusammen).

Der Grad mit dem Monitoring und Mentoring, also die Betreuung nach Übernahme der Beteiligung, mehr oder weniger aktiv betrieben wird und die Konsequenzen der Form und Zusammensetzung des Kapitalaufkommens, welches für Investitionen eingesetzt werden kann, sollen im Folgenden näher betrachtet werden. Monitoring und Mentoring haben dabei, über direkte und indirekte Hebel, einen entscheidenden Einfluss auf die Wertgenerierung und Risikosteuerung der Zielunternehmen. Form und Zusammensetzung des notwendigen Kapitalaufkommens lösen bestimmte Mechanismen aus, die es den Private-Equity-Gesellschaften erlauben, komparative Wettbewerbsvorteile gegenüber klassischen Finanzierungsformen zu erzielen, indem sie besondere Vorteile auf einem von asymmetrisch verteilten Informationen

gezeichneten Markt erzielen können. Zur Beurteilung von Private Equity als Finanzierungsform in Turnaround-Situationen ist es unumgänglich, die diversen Ausprägungsformen näher zu betrachten. Diese haben, wie bereits dargestellt, wesentlichen Einfluss auf die Differenzierung von den klassischen Finanzierungsformen und auf die Differenzierung der Private-Equity-Gesellschaften untereinander. Im weiteren Verlauf dieses Abschnittes werden die diversen Ausprägungsformen näher betrachtet. Dabei wird eine idealtypische Einteilung der Private-Equity-Gesellschaften nach den Kriterien „Finanzierung“ auf der einen, und „Involvement nach Übernahme der Beteiligung“ auf der anderen Seite vorgenommen. Darauf folgt die Erarbeitung des Fokus' von Zielunternehmen, die von Interesse für eine potenzielle Beteiligung sind. Folgende Abbildung fasst die Unterscheidungsstatbestände zusammen:

		Finanzierung	
		Fonds- bzw. Fremdkapital	Eigenkapital
Involvement	passiv	Passive, fonds-finanzierte Private Equity-Gesellschaft <b>5.4.1</b>	Passive, eigenkapital-finanzierte Private Equity-Gesellschaft <b>5.4.2</b>
	aktiv	Aktive, fonds-finanzierte Private Equity-Gesellschaft <b>5.4.1</b>	Aktive, eigenkapital-finanzierte Private Equity-Gesellschaft <b>5.4.2</b>

Abbildung 35: Unterscheidungskriterien zur weiteren Differenzierung von Private-Equity-Gesellschaften (Quelle: Eigene Darstellung).

#### 5.4.1 Fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften

Bei fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften setzt sich das Kapitalaufkommen vornehmlich aus eingesammelten Fondsgeldern zusammen. Dieser Typ von Private-Equity-Gesellschaft stellt die Mehrheit der im Markt agierenden Private-Equity-Gesellschaften dar (Cramer 2000: 169, BVK 2000: 9). Im Anschluss an die Darstellung der Finanzierung und des strukturellen Aufbaus erfolgt die Erläuterung der Art und Weise, mit der diese Private-Equity-Gesellschaften nach der Transaktion die Betreuung der Beteiligung durchführen.

Abschließend wird der Investitionsfokus festgelegt. Es werden Charakteristika potenzieller Zielunternehmen herausgearbeitet, die sich aus den Implikationen der Finanzierung und des Involvements ergeben.

#### 5.4.1.1 Finanzierung der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften

Der Transaktionsverlauf wurde grundsätzlich im Abschnitt 4.3 erläutert und unterteilt sich in die Bereiche Pre-Deal-Phase, Transaktionsabschluss, Post-Deal-Phase und Exit. An dieser Stelle soll jedoch detaillierter auf ausgewählte Merkmale einzelner Phasen eingegangen werden, um vorhandene Unterschiede identifizieren und herausarbeiten zu können.

Innerhalb der Pre-Deal-Phase beginnt der Prozess der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften mit dem Fundraising. Unter Fundraising wird das Akquirieren finanzieller Mittel verstanden (Züchner 2006: 42). Investoren zahlen ihren Anlagebetrag in den dafür gegründeten Private-Equity-Fonds mit dem Ziel ein, eine entsprechende Rendite zu erzielen. Sie beauftragen somit das Fonds-Management, über die Mittelverwendung zu entscheiden. Der Einzahlungsmodus, der sogenannte Take-down-Schedule, mit dem die Investoren ihr Kapital in den aufgelegten Private-Equity-Fonds einzahlen, hat sich über die Jahre jedoch gravierend verändert. Bader (1996: 157) stellt fest, dass während in den siebziger Jahren üblicherweise der komplette Fondsbetrag direkt durch die Investoren bei Beginn der Laufzeit des Fonds eingezahlt wurde, bereits in den achtziger Jahren nur noch eine 25%-ige Einzahlung auf den gesamten Fondsbetrag erfolgte. Erst in den darauf folgenden Jahren wurden dann drei bis vier weitere Zahlungen geleistet, bis der Fondsbetrag zu 100% eingezahlt war. Dies liegt darin begründet, dass das Fondsmanagement in der Regel im ersten Jahr nicht in der Lage ist, den ganzen Fonds zu investieren, die Investoren aber 100% ihrer zugesagten Mittel aus ihrem Verantwortungsbereich und somit in das Risiko gaben. Zudem beginnt ab diesem Zeitpunkt die Messung der Rendite des entsprechenden Fonds. Die Private-Equity-Gesellschaften der Gegenwart sind inzwischen sogar zu einer Just-in-Time-Bereitstellung der Fondsgelder übergegangen. Dieser Mechanismus trägt neben der relativen Renditesteigerung des Fonds auch zur Risikoreduktion der Investoren bei. Die Investoren können weitere Mittelzuflüsse verweigern, wenn sie der Ansicht sind, die potenziell erzielbare Rendite ist zu gering oder das mit weiteren Investitionen verbundene Risiko zu hoch. Jedoch ist die Verweigerung der zugesagten Einzahlungen mit Sanktionen verbunden (Bader 1996: 157). Dies macht aus Sicht der Investoren daher nur Sinn, wenn der potenzielle Schaden weiterer Einzahlungen höher ist, als die resultierenden Sanktionskosten.

Bevor die weiteren Schritte des Transaktionsverlaufs untersucht werden, erscheint es zweckmäßig, die grundlegende strukturelle Aufbau- und Ablauforganisation der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften näher zu betrachten, da diese untrennbar mit der Finanzierung verbunden ist. Unabhängig davon, ob die Private-Equity-Gesellschaft anglo-amerikanischen oder europäischen Ursprungs ist, gleicht sich der grundsätzliche Aufbau der Führungs-, Kontroll- und Beratungsorgane (Castanga und Bucher 1999: 30-32). Folgende Abbildung zeigt den Aufbau und die Struktur einer Private-Equity-Gesellschaft, die fondsfinanziert ist.

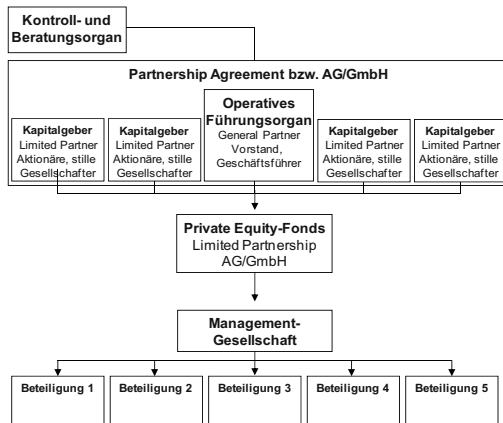


Abbildung 36: Struktur einer fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft nach US-amerikanischem und deutschem Recht (Quelle: Castanga und Bucher 1999: 30-32).

Während in den USA das Partnership die vorherrschende Rechtsform ist, liegt gerade in Deutschland häufig eine GmbH, GmbH & Co. KG oder eine AG vor (El Khodr 1999: 33-41). Im Folgenden werden die Struktur und Aufgaben der einzelnen Organe näher betrachtet. Dabei wird unterschieden in operative Führungsorgane, Kontroll- und Beratungsorgane, innere Organisation, Managementgesellschaft und Beteiligungsvermögen.

Operatives Führungsorgan der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft ist die Geschäftsführung oder der Vorstand. Beim Partnership ist dies der General-Partner, der zu den Fonds-Eigentümern gehört und meist die Anteilmehrheit inne hat. Während die beteiligten Limited Partners nur begrenzt mit ihrer Einlage haften, kann der General Partner je nach Konstruktion uneingeschränkt mit seinem ganzen Vermögen haften (Castanga und Bucher 1999: 30-32). Eine der ersten Aufgaben der operativen Führungsorgane ist die Beschaffung der notwendigen Finanzierungsmittel im Rahmen des bereits eingangs in diesem Abschnitt beschriebenen Fundraising. Darüber hinaus ist dieses Organ nach Leopold et al. (2003: 110) verantwortlich für die Entwicklung der Anlagestrategie, die innere Organisation und die Veräußerung der Beteiligungen.

Die Auswahl von Zielunternehmen, deren Übernahme und die laufende Betreuung wird operativ meist durch Managementgesellschaften durchgeführt. Die Verantwortung liegt jedoch stets bei dem operativen Führungsorgan. Wie bereits in Abschnitt 4.2.1 angesprochen wurde, stellt der General Partner, Geschäftsführer oder Vorstand eine Management Fee zwischen 1% und 3% für die Private-Equity-Gesellschaft in Rechnung. Zusätzlich wird am Ende der Laufzeit des Fonds ein ca. 20%-iger Anteil an der erzielten Wertsteigerung einbehalten (Gompers und Lerner 1999a: 3-44). Der Kapitaleinsatz der operativen Führungsorgane liegt in der Regel bei ungefähr 1% des Fondsvolumens (Bader 1996: 155).



Durch die vorhandene Begrenzung der Laufzeit der Fonds auf sieben bis zehn Jahre ist der größte erzielbare finanzielle Nutzen des Führungsorgans die Realisation der Wertsteigerung bei Verkauf der Beteiligungen. Um seinen Nutzen zu optimieren besteht daher der Anreiz, die Liquidation des Fonds bis zum Ende der Laufzeit durch Exits der Beteiligungen durchgeführt zu haben (Perez 1986: 51).

Ein weiteres Instrument zur Herstellung des Interessengleichlaufs zwischen Investoren und Private-Equity-Gesellschaft ist die Gewinnbeteiligung, der sogenannte Carried Interest (Der Anspruch auf den Carried Interest begründet sich meist auf die Beteiligung der Private-Equity-Gesellschaft von ca. 1 % am aufgelegten Fondsvolumen). In den meisten Fällen hat die Private-Equity-Gesellschaft Anspruch auf 20% der erzielten Wertsteigerung des Fonds während der Laufzeit. In der Regel erfolgt die Gewinnbeteiligung in Anlehnung an das Erreichen bestimmter Minimalanforderungen an die Entwicklung des aufgelegten Fonds, der sogenannten Hurdle Rate (Bader 1996: 155-157). Meist besteht diese Minimalanforderung in der mindestens vollständigen Rückzahlung des anfangs investierten Kapitals an die Investoren. In diesem Fall liegt die Hurdle Rate bei 100%. Wird die Hurdle Rate auf 100% festgesetzt, so entspricht der Prozentsatz, um den die Hurdle Rate übertroffen wird, der mit dem Fonds erzielten Rendite. Eine niedrige Management Fee und eine hohe Gewinnbeteiligung setzen dabei Anreize zu einem wertmaximierenden Verhalten der Private-Equity-Gesellschaft. Die meisten Private-Equity-Gesellschaften verfügen, unabhängig von ihrer Rechtsform, über ein Kontroll- und Beratungsorgan (Bader 1996: 156 sowie Leopold et al. 2003: 110). Je nach Rechtsform tritt dieses Organ in der Form eines Aufsichtsrates, Beirates oder Verwaltungsrates in Erscheinung. Die Aufgaben sind stets bspw. mit denen des Aufsichtsrates bei der Aktiengesellschaft vergleichbar. Im US-amerikanischen Konstrukt, bei der das operative Führungsorgan aus dem General Partner besteht, kann sich das Kontroll- und Beratungsorgan auch aus Limited Partnern konstituieren. Zu den Aufgaben zählen zum einen maßgebliche Entscheidungen über den Erwerb oder die Veräußerung von Beteiligungen, die nicht alleine vom operativen Führungsorgan getroffen werden können und zum anderen Entscheidungen über die Beschaffung von Finanzierungsmitteln (Gompers 1996: 133-156). Weiterhin obliegen dem Kontroll- und Beratungsorgan die Prüfung und gegebenenfalls Feststellung des Jahresabschlusses sowie das Fällen wesentlicher Personalentscheidungen, wie die Bestellung oder Abberufung des operativen Führungsorgans. Analog zu den Gremien in Banken wie bspw. einem Kredit-Committee, werden einzelne Aufgaben in Bezug auf ihre Bedeutung an Zwischengremien übertragen. Dies dient der Entlastung der Kontroll- und Beratungsorgane (Leopold 2003: 110). So werden regelmäßig gewisse Betragsgrenzen festgesetzt, unterhalb derer dann Zwischengremien wie Anlage- oder Investitionsausschüsse Entscheidungen treffen können. Die personelle Zusammensetzung wird meist von den Investorengruppen bestimmt. So wird einerseits sichergestellt, dass der Interessengleichlauf hergestellt ist und andererseits eine gewisse Expertise vorhanden ist, da sich häufig Finanzexperten, als Vertreter der Kapitalgeber selbst, in den Gremien befinden. Leopold et al. (2003: 110) führen aus, dass

darüber hinaus häufig auch Unternehmer bzw. Industrielle in diesen Gremien vertreten sind, die Branchen- und Praxiserfahrungen in die Entscheidungsfindung mit einbringen können. Auch Wissenschaftler, Unternehmensberater und Investmentbanker sind meist anzutreffen, was dem Kontroll- und Beratungsorgan eine umfassende Expertise für die wesentlichen Entscheidungen gibt.

Unter organisationstheoretischen Gesichtspunkten handelt es sich bei Private-Equity-Gesellschaften im Allgemeinen nicht um Großorganisationen. Die Mitarbeiterzahl ist gering und die Entscheidungswege sind dementsprechend kurz. So kommen Private-Equity-Gesellschaften, deren Portfolio mehrere Milliarden Euro beträgt, teilweise mit deutlich unter 50 Mitarbeitern aus. Die Anzahl der eigentlichen Investment Professionals, also der Mitarbeiter, die mit dem originären Kerngeschäft der Private-Equity-Gesellschaft betraut sind, ist wiederum nur ein Teil dieser Größe (So stellt die Private-Equity-Gesellschaft 3i plc., mit ihren nahezu 1000 Mitarbeitern, eine der großen Ausnahmen dar. Auch die Deutsche Private-Equity-Gesellschaft Deutsche Beteiligungs AG (DBAG) führt zwar ein Portfolio von ca. 0,5 Milliarden Euro mit 50 Mitarbeitern, stellt aber auch eindeutig einen Ausreißer in Bezug auf die Mitarbeiterzahl dar. So belief sich bspw. im Jahre 2001 der durchschnittliche Beschäftigungsstand an Investment Professionals in deutschen Private-Equity-Gesellschaften gemäß der BVK Jahresstatistik 2001 auf rund 10 Mitarbeiter). Neben den Investment Professionals, die den einen Zweig der Funktions- bzw. Mitarbeitergruppen bilden, gibt es den Bereich der Support-Funktionen, wie Finanzen, Controlling, Personal, Organisation und Verwaltung. In der internen Ablauforganisation besteht gegenüber ordinären kaufmännisch organisierten Unternehmen kein wesentlicher Unterschied. Je nach Größe des Portfolios können weitere Funktionen hinzukommen bzw. die Bedeutung und Befugnis bestehender Funktionen besonders hervorgehoben werden. Bei Zunahme der betreuten Unternehmen wird meist ein Beteiligungscontrolling etabliert, welches die Erreichung und Einhaltung bestimmter Vorgaben überwacht. Die Bildung von Kern-Projektteams zur Betreuung umfangreicher Großprojekte oder die Gruppierung von Spezialistentteams können weitere Maßnahmen darstellen. Teilweise ist auch die Beschaffung von Finanzmitteln im Rahmen eines ständigen Fundraising einer eigenen Funktion zugeordnet. Die Entscheidung über Zentralisierung oder Dezentralisierung der Private-Equity-Gesellschaften unterscheidet sich ebenfalls nicht wesentlich von Unternehmen in anderen Branchen. Dies gilt sicherlich auch für die Verfolgung von Internationalisierungsstrategien.

Nach Bader (1996: 156-158) sind die meisten von Private-Equity-Gesellschaften aufgelegten Fonds sogenannte Closed-End-Fonds. Barry (1994: 3-15) definiert Fonds dann als „closed“, wenn diese nach dem Fundraising der notwendigen finanziellen Mittel den Beitritt weiterer Investorengruppen nicht zulassen. Dieser Fall wurde im Verlauf dieses Kapitels mehrfach implizit zugrunde gelegt, da im bisherigen Verlauf der vorliegenden Arbeit eine Unterscheidung keinen Erkenntnisgewinn gebracht hätte. Nach Investition des verfügbaren Kapitals wird der Fonds dann nach einer vereinbarten Zeit, meist zwischen sieben und zehn

Jahren, durch Exit der erworbenen Beteiligungen liquidiert. Ungefähr 80% des Fondsvermögens, inklusive der erzielten Wertsteigerungen, wird an die Investoren ausgezahlt, die verbleibenden ca. 20% stehen der Private-Equity-Gesellschaft zu. Im Gegensatz zum Closed-End-Fonds stellt nach Barry (1994: 3-15) ein Open-End-Fonds die Grundlage für ein auf Dauer ausgerichtetes Beteiligungsmodell dar. Dieses Modell verhält sich analog zum Geschäftsmodell von Kreditinstituten, die im Rahmen ihres Einlagengeschäfts laufend Gelder einnehmen und im Rahmen ihres Kreditgeschäfts laufend diese Gelder wieder verleihen, ohne dabei einer zeitlichen Beschränkung zu unterliegen. Während bei einem Closed-End-Fonds eine Trennung von Managementgesellschaft und Beteiligungsvermögen obligatorisch ist, muss diese Trennung beim Open-End-Fonds nicht zwingend erfolgen. Beim Closed-End-Fonds wird einmalig eine bestimmte festgesetzte Investitionssumme akquiriert und mit dem Ziel investiert, möglichst alle damit finanzierten Projekte innerhalb eines festgelegten Zeitraums mit höchstmöglicher Wertsteigerung zu veräußern. Dabei werden die Aufgaben der gesamten, in Abschnitt 4.3 dargestellten Teilschritte vom Fundraising bis zum Exit von einem Team spezialisierter Investment Professionals durchgeführt. Diese Professionals bringen ihre Qualifikation und Expertise zur Durchführung derartiger Transaktionen und zur Erzielung entsprechender Renditen durch ihren Track Record gegenüber den potenziellen zukünftigen Investoren zum Ausdruck. Der Track Record bezeichnet die bisherigen Erfolge und erzielten Renditen eines Teams von Professionals. Das Ziel der Auflegung von Closed-End-Fonds liegt in der flexiblen Realisierung gezielter Markt- und dementsprechend Investitionschancen. Die bereits beschriebene überlegene Marktkenntnis verhilft Private-Equity-Gesellschaften, günstige Marktchancen für die Investition ihres Kapitals zu nutzen (Abschnitt 4.5.2). So wird nur für einen bestimmten Zeitraum ein bestimmtes Fondsvolumen aufgelegt und eingesammelt, welches daraufhin auch ausschließlich für Investitionen in definierte unternehmerische Vorhaben investiert wird. Gegenüber den Investoren tritt die Private-Equity-Gesellschaft in solch einem Fall daher mit Closed-End-Investitionsmöglichkeiten auf und charakterisiert diese Fonds bspw. über Verkaufsprospekte auch dementsprechend. Werden während der Fondslaufzeit weitere erfolgversprechende Entwicklungen in Märkten identifiziert, wird dazu ein weiterer Closed-End-Fonds ins Leben gerufen. Leopold et al. (2003: 114-155) sprechen daher im Rahmen des Closed-End-Fonds-Prinzips durch die Stetigkeit des Management-Teams von Investment Professionals auch von einer dauerhaften Organisation. Eine Einschränkung bezüglich der Neuauflage weiterer Closed-End-Fonds besteht meist darin, dass ein Folge-Fonds erst dann neu aufgelegt bzw. „ge-raised“ werden darf, wenn mindestens 50% des Vorgänger-Fonds in entsprechende Beteiligungen investiert wurde. Diese Restriktion dient dazu, dass die Private-Equity-Gesellschaft sich auf das Ziel der Gewinnmaximierung konzentriert und der Fokus nicht zu schnell von einem Fonds auf den anderen verlagert wird. Bader (1996: 158) stellt fest, dass somit durch die Restriktion dieser Mindestanlagehürde zur Neuauflage weiterer Fonds auch eine Risikoreduktion der Investoren gewährleistet wird. Wird das Beteiligungsvermögen getrennt von der Management-

gesellschaft gehalten, erfolgt eine Verbindung der beiden Strukturen mittels entgeltlicher Geschäftsbesorgungsverträge (Leopold et al. 2003: 114).

Den nächsten, sich an die Pre-Deal-Phase anschließenden, Schritt im Transaktionsverlauf stellt der eigentliche Transaktionsabschluss dar. Dieser wurde bereits ausführlich in Abschnitt 4.3.2 diskutiert. Gerade fondsfinanzierte Gesellschaften lagern in diesem Prozess in großem Umfang mit dem Vertragsabschluss verbundene Tätigkeiten an externe Spezialisten wie Unternehmensberatungen und Rechtsanwaltskanzleien aus. Auf die immense Bedeutung der Vertragsausgestaltung wurde bereits mehrfach eingegangen. Auch aufgrund der Tatsache, dass fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften häufig Leveraged Buyouts durchführen, kommt im Rahmen des Transaktionsabschlusses auch der Darstellung der Finanzierung in Zusammenarbeit mit Banken und Investmentbanken eine besondere Bedeutung zu.

Die Betreuung im Rahmen der Post-Deal-Phase stellt, wie bereits erwähnt, ein entscheidendes Kriterium zur Wertgenerierung in der Beteiligung dar. Daher wird diese im folgenden Abschnitt gesondert betrachtet. Der verbleibende Schritt des Exits wurde ebenfalls bereits in Abschnitt 4.3.4 erläutert. Der Exit-Prozess wird bei den fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften, bis auf die Entscheidung über den Zeitpunkt des Exits, von externen Beratern durchgeführt, die die Gesellschaft beraten und bei Verhandlungen vertreten.

#### 5.4.1.2 Involvement der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften

Im Rahmen dieser Arbeit wurde bereits in Abschnitt 4.5 dargestellt, dass der Betreuung durch Mentoring und Monitoring der Beteiligung eine besondere Bedeutung im Rahmen der Wertgenerierung bei den Beteiligungsunternehmen zukommt. Eine weitere Funktion der Betreuung liegt, wie ebenfalls bereits diskutiert, in der Risikobegrenzung. Im Folgenden wird dargestellt, in welchem Maß diese Betreuungsfunktion durch fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften ausgeübt wird. Besonders beachtet wird dabei, inwieweit die fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaft bei einem entsprechenden Zielunternehmen engagiert ist und in welchem Maß sie strategisch, aber vor allen Dingen auch operativ, im Geschäft des Zielunternehmens involviert ist. Die wissenschaftliche Literatur ist sich darin einig, dass in der Gestaltung des Monitoring- und Mentoring-Konzeptes zusammen mit der Finanzierung (Financial Engineering) und der sorgfältigen Erstausswahl des Zielunternehmens der bedeutendste Beitrag zur laufenden aktiven Beeinflussung des Beteiligungserfolgs zu finden ist (Cable und Shane 1997: 145-156, Fredriksen et al. 1990: 258-261 sowie Berg 2005: 88-122). Es ist daher nicht weiter verwunderlich, dass Fredriksen et al. (1990: 503-510) feststellen, dass die Investment Professionals einen großen Teil ihrer verfügbaren Arbeitszeit für die Auswahl und Unterstützung des Managements der Beteiligungen aufwenden. Eine idealtypische Kategorisierung des Grads, mit dem fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften im Geschäft ihrer Beteiligungen involviert sind, stellt folgende Einteilung dar (In Anlehnung an Schefczyk 2006: 35 und Bader 1996: 133):

- Passive Fonds: Für die Bereitstellung von Kapital erhalten passive Fonds im Gegenzug nur wenige, typischerweise rein finanzwirtschaftliche Informationen, bspw. auf Quartals- oder Halbjahresbasis. In Kontroll- und Beratungsorganen sind sie in der Regel nicht vertreten. Zusammenfassend üben passive Fonds demnach kein Involvement auf Beteiligungsunternehmen aus;
- Semi-aktive Fonds: Betreuung über Kontroll- und Beratungsorgane wie Beirat, Aufsichtsrat, Verwaltungsrat, Gesellschafterausschüsse und sonstige Oversight Boards. Im Kontroll- und Beratungsorgan sind vor allem Finanz-, Analyse-, Industrie- und Marktkenntnisse vorhanden, meist aber kein Unternehmensführungs- oder technisches Know-how. Beratung und Unterstützung wird demnach nur im weiteren Sinne ausgeübt. Der Fokus liegt wie bei den passiven Fonds nach wie vor vornehmlich auf finanzwirtschaftlichen Kennzahlen. Trotz geringen Involvements erfolgt die Betreuung in Form einer „hands-off“-Strategie;
- Aktive Fonds: Direkte Eingriffe bei finanziellen Problemen des Zielunternehmens, Unterstützung bei der Erstellung von Planungsrechnungen, Akquisition zusätzlicher Finanzierungsquellen, Kredit- und Leasingverhandlungen. Durch dieses verstärkte Involvement erfolgt die Betreuung in Form einer „hands-on“-Strategie.

Insbesondere die Grenze zwischen semi-aktiven und aktiven fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften kann schwer punktgenau gezogen werden. Auch der semi-aktive Fonds greift bei Erkennen finanzieller Probleme in das Geschäft der Beteiligung ein. Der Unterschied besteht aber darin, dass der aktive Fonds verstärkt auch operative Probleme der Beteiligung angeht und aktiv versucht, diese zu beseitigen. Das Management des aktiven Fonds besteht weniger aus Finanzspezialisten als vielmehr aus ehemaligen Unternehmern, technischen bzw. operativen Experten und Managementspezialisten. Der Grad, mit dem sie in der Beteiligung engagiert und involviert sind, unterscheidet sie von den semi-aktiven Fonds: „The active venture capitalist is somewhat akin to a permanent strategy and industry consultant, with a serious financial commitment to the business“ (Lorenz 1989: 118). Bei dieser Definition ist zu beachten, dass obwohl hier von Venture Capitalists die Rede ist, dennoch Private-Equity-Gesellschaften erfasst sind, da dieses Zitat aus einer Zeit stammt, in der sich Private Equity als Begriff in der Finanzwirtschaft noch nicht etabliert hatte. Aktive Fonds zeichnen sich nach Schefczyk (2006: 36) durch die während des „[...] interaktiven Prozesses im Arbeitsalltag realisierte, professionelle, ganzheitlich und temporär begrenzte Unterstützung [...]“ durch Mitarbeiter der Private-Equity-Gesellschaft zur Lösung betriebswirtschaftlicher Probleme aus. Schefczyk (2006: 36) führt weiter aus, dass dies mit Beratung im engeren bzw. klassischen Sinne gleichgesetzt werden kann, die „darauf ausgerichtet ist, Entscheidungen und Verhaltensweisen des Managements der Beteiligung [...] zu beeinflussen“. Diese Beratung der Beteiligung im engeren Sinne findet vornehmlich außerhalb von Gremien statt. In Anlehnung an die wissenschaftliche Literatur lässt sich die aktive Beratung in die zwei Teilbereiche der inhaltlichen Beratung bei Fachfragen und der Methoden- und Prozessunterstützung

unterscheiden (Schefczyk 2006: 37-38, Sapienza et al. 1996: 439-469, Cable und Shane 1997: 142-176 sowie Sweeting und Wong 1997: 125-152). Bei inhaltlichen Fachfragen hilft die aktive Private-Equity-Gesellschaft, wenn die Qualifikation des Managements der Beteiligung nicht ausreicht oder bei Entscheidungen, die von großer Bedeutung sind und daher eine enge Abstimmung erforderlich machen. Fachliche Inhalte sind vorwiegend finanziellen, strategisch planerischen, personellen oder organisatorischen Ursprungs (Schröder 1992: 238-240, Ehrlich et al. 1994: 75-76). Methoden- und Prozessunterstützung wird ausgeübt, indem die Private-Equity-Gesellschaft Vorschläge, Strategien und Ideen der Beteiligung im Hinblick auf deren Realisierbarkeit und Wirtschaftlichkeit untersuchen, sich an der Maßnahmenplanung beteiligen und ihr Kontakt-Netzwerk zur Verfügung stellen und einsetzen (Gorman und Sahlman 1989: 237 sowie Bruno et al. 1987: 55).

Während sich laut Bader (1996: 134) passive Fonds über die Laufzeit einer Beteiligung nur selten durch verschiedene Grade an Engagement und Involvement bei ihren Beteiligungen unterscheiden lassen, kann sich ein semi-aktiver Fonds während der Beteiligungsdauer durchaus zu einem aktiven Fonds wandeln und vice versa. Bovaird (1990: 82) propagiert, dass die Betreuungsintensität grundsätzlich positiv mit der Finanzierungsstufe des Investments korreliert. Die folgende Tabelle zeigt in einer Zusammenfassung die Untersuchungsergebnisse von Bovaird, gegliedert nach der Erwartungshaltung der befragten Zielunternehmen hinsichtlich der in der Investitionsstufe anzutreffenden Art von Engagement der Private-Equity-Gesellschaften.

<b>Phase</b> <b>Vorkommen</b>	<b>Seed / Start-up</b>	<b>Early Stage</b>	<b>Later Stage</b>
<b>Häufig</b>	Aktiv	Semi-Aktiv	Passiv
<b>Mittel</b>	Semi-Aktiv	Aktiv	Semi-Aktiv
<b>Selten</b>	Passiv	Passiv	Aktiv

Tabelle 3: Betreuungsintensität der verschiedenen Typen von Private-Equity-Gesellschaften (Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an die Untersuchungen von Bovaird 1990).

Gerade im Bereich der Later-Stage-Finanzierungen sind passive Fonds der idealtypische Investor, denn die befragten Unternehmen erwarten nahezu keinen Betreuungsaufwand. Wenn Betreuung angeboten wird, dann erfolgt sie über Gremien, deren Sitzungsfrequenz nach Schefczyk (2006: 36) typischerweise so niedrig ist, dass das verfolgte Ziel im Wesentlichen die Vermeidung eines Totalverlustrisikos ist. Beratungsfunktionen im engeren Sinne, wie dies aktive Fonds zur Wertgenerierung der Beteiligung erbringen, können passive Fonds nicht anbieten. Daher üben passive Fonds über die Gremien risikominimierende Informations- und Kontrollaktivitäten aus. Die Informationsrechte bestehen regelmäßig aus Berichterstattungs- und Prüfungsrechten zu folgenden Punkten (Bouillet-Cordonnier 1992: 91-101, Brinkrolf 2002: 156-162):

- Umsatzentwicklungen und Berichte zu Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung, Cashflows,
- aktueller Stand und Entwicklung der Geschäftslage, Daten und Informationen zu Markt, Auftragsbestand sowie Entwicklung der Kostenstruktur,
- ereignisorientierte Meldungen, wie bedeutende Vertragsabschlüsse oder Investitionsvorhaben.

Die Kontrollrechte werden meist über die Zustimmungspflicht bei wesentlichen Geschäftsvorfällen ausgeübt. Durch zustimmungspflichtige Geschäfte schaffen die passiven Fonds eine Basis, auf derer sie die Einhaltung der im Business Plan vereinbarten Ziele und Strategien sicherstellen können. Die folgende tabellarische Übersicht fasst die Bereiche und die Maßnahmen zustimmungspflichtiger Geschäfte zusammen. Dabei erfolgt eine Unterscheidung nach Strukturmaßnahmen, Verfügungen, Markttransaktionen, Personal, Planung/Kontrolle, Finanzierung sowie Recht. Die einzelnen Bereiche werden mit entsprechenden zustimmungspflichtigen Regelungsinhalten unterlegt. Nach der grafischen Darstellung erfolgt eine kurze Erläuterung der Regelungsinhalte bevor auf weitere Formen der Einflussmöglichkeiten näher eingegangen wird.

	<b>Bereich</b>	<b>Zustimmungspflichtiger Regelungsinhalt</b>
1	Strukturmaßnahmen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Veräußerung des Unternehmens in Teilen oder als Ganzes</li> <li>- Neugründung/Liquidation von Gesellschaften</li> <li>- Gewinnbeteiligungen und wesentliche Verträge</li> </ul>
2	Verfügungen über Wirtschaftsgüter	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Verfügungen über materielle Güter einer bestimmten Grenze</li> <li>- Investitionen ab einer bestimmten Grenze</li> <li>- Verfügungen über immaterielle Güter ab einer Grenze</li> </ul>
3	Markttransaktionen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vertriebs-/Lizenzverträge ab einer bestimmten Grenze</li> <li>- Wettbewerbsverbote</li> </ul>
4	Personalmaßnahmen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bestellung/Abberufung von Geschäftsführern und Vorständen</li> <li>- Bestellung/Abberufung von Mitarbeitern in Schlüsselpositionen</li> <li>- Dienstverhältnisse ab bestimmten Grenzen sowie Altersbezüge</li> </ul>
5	Planung und Kontrolle	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aufstellung Geschäftsplan und Budget</li> <li>- Entscheidungen bzgl. Strategie, Produkt-/Leistungsspektrum</li> </ul>
6	Finanzierungsmaßnahmen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sicherheitsleistungen, Bürgschaften, Garantien</li> <li>- Kreditaufnahme/-vergabe ab bestimmter Grenzen</li> </ul>
7	Rechtshandlungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Initiierung von Prozessen (Aktiv)</li> <li>- Forderungsverzichte ab bestimmter Grenzen</li> </ul>

Tabelle 4: Zustimmungspflichtige Geschäfte im Rahmen der Ausübung von Kontrollrechten der Private-Equity-Gesellschaften (Eigene Darstellung, in Anlehnung an Bouillet-Cordonnier 1992: 91-101 sowie Brinkrolf 2002: 156-162).

Strukturmaßnahmen sind dabei zustimmungspflichtig, weil die Kontrolle über die Unternehmensstruktur keinesfalls aus der Hand gegeben werden darf. Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge sowie weitere Formen von Gewinnbeteiligungs- und Beherrschungsmechanismen sollen schließlich aufrecht erhalten werden. Wäre dies nicht gegeben, könnten die Beteiligungen der Private-Equity-Gesellschaft nicht nur finanziellen Schaden zufügen, sondern sie unter Umständen wertlos machen. Die Beschränkung der Wirtschaftsgüter hat zu erfolgen, um eine etwaige Veräußerung von Wirtschaftsgütern, welche eine Schlüsselfunktion in der Beteiligung besitzen, zu verhindern. Auch mit Verfügungen über Wirtschaftsgüter verbundene langfristig bedeutende Kontrollmöglichkeiten sollen erhalten bleiben. Potenziell langfristig bedeutende Bindungen oder verdeckte Strukturänderungen können auch aus Markttransaktionen stammen. Um hier Wertbeeinträchtigungen vorzubeugen, werden wesentliche Markttransaktionen ebenfalls als zustimmungspflichtig gekennzeichnet.

Die Bedeutung des Managements in der Beteiligung wurde bereits mehrfach als mitunter entscheidende Komponente zur Wertgenerierung genannt. Aber auch weitere personelle Schlüsselpositionen müssen adäquat besetzt sein. Damit die Geschäftsführung, deren Vertretung sowie weitere Schlüsselpositionen stets im Interesse der Private-Equity-Gesellschaft besetzt sind, ist eine Mitsprachemöglichkeit bzw. Zustimmungspflicht bei personellen Entscheidungen unabdingbar. Im Rahmen der Zielverfolgung mittels der geeigneten Strategie muss die Private-Equity-Gesellschaft Interventionsmechanismen haben. Ohne diese wäre sie nicht in der Lage, die im Business Plan vereinbarten Ziele und Strategien auch umzusetzen. Die Durchführung von Finanzierungsmaßnahmen kann erheblichen Einfluss auf den Wert und das Fortbestehen der Beteiligung haben. Hinzu kommt die Erfahrung und die finanzielle Expertise der Private-Equity-Gesellschaft, was es unumgänglich macht, Finanzierungsmaßnahmen unter die Zustimmungspflicht zu stellen. Dies gilt analog für rechtliche Risikofaktoren, die ebenfalls gravierende Auswirkungen auf den Beteiligungswert oder deren Veräußerbarkeit haben können. Wie bereits erläutert wurde, verbringen die Investment Professionals von Private-Equity-Gesellschaften einen großen Teil ihrer verfügbaren Arbeitszeit mit der Betreuung der Beteiligungen. Je aktiver eine Private-Equity-Gesellschaft im Rahmen der Betreuung ihrer Beteiligungen engagiert ist, desto kleiner muss demnach ihr Beteiligungsportfolio im Vergleich zu einer passiveren Private-Equity-Gesellschaft mit der gleichen Anzahl an Investment Professionals sein. Diese Schlussfolgerung wird auch in der Untersuchung von Gorman und Sahlman (1989: 231-248) bestätigt. Danach betreuen aktive Fonds maximal 10 Beteiligungen in ihrem Portfolio, während semi-aktive Fonds zwischen 10 und 25 Beteiligungen gleichzeitig betreuen. Gorman und Sahlman (1989) weisen darüber hinaus darauf hin, dass dies einen Konflikt in Bezug auf die Risikominimierung darstellen kann. Auf der einen Seite benutzt ein aktiver Fonds die aktive Einflussnahme zur Risikoreduktion, gleichzeitig weist er aber nicht denselben Grad an Portfoliodiversifikation wie ein semi-aktiver Fonds auf. Während die Grenzen zwischen dem Grad der Einflussnahme auf Beteiligungen nicht klar zu ziehen sind, insbesondere weil sie sich



im Zeitablauf verschieben können, ist dies im Falle der Art der Einflussnahme leichter möglich. Die folgende tabellarische Darstellung gibt einen Überblick über die Art der Einflussnahme und deren Bedeutung aus Sicht der Private-Equity-Gesellschaft. Dabei legen Gorman und Sahlmann (1989: 231-248) für ihre Untersuchung eine Art Schulnotenprinzip zugrunde.

<b>Form der potenziellen Einflussnahme bei</b>	<b>Bedeutung*</b>
zusätzlichen Finanzierungen	1,9
Strategischer Planung	2,4
Auswahl und Rekrutierung des Managements	2,6
Operativer Planung	4,1
Einführung neuer Kunden und Zulieferer	4,6
Entlohnungs- und Vergütungsstrukturen	5,6

Tabelle 5: Art der Einflussnahme auf Beteiligungen (Eigene Darstellung, in Anlehnung an Gorman und Sahlmann 1989: 231-248: \*Skala 1-6: Bedeutung nimmt mit absteigenden Zahlen zu).

Aus Sicht der Private-Equity-Gesellschaft spielt der Tabelle zufolge die Unterstützung bei der Suche nach zusätzlichem Kapital, bei der strategischen Planung und nach qualifiziertem Management für die strategische und operative Führung der Beteiligungen die bedeutendste Rolle. Neben Gorman und Sahlman (1989) bestätigen auch Cohen (1985: 37-39) sowie Sahlman (1990: 508) in weiteren Untersuchungen diese wesentlichen sechs Arten der Einflussnahmemöglichkeiten sowie deren Bedeutung und Häufigkeit. Bemerkenswert bei der Analyse der Übersicht ist wiederum die Tatsache, dass die Mehrzahl der Einflussnahmemöglichkeiten auf der Stärke des bestehenden Netzwerkes der Private-Equity-Gesellschaften beruht. Dieses kann sowohl bei zusätzlichem Finanzierungsbedarf der Beteiligung als auch bei der Suche nach neuen Zulieferern, Abnehmern oder bei der Markterschließung einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil darstellen. Auch in der Finanzierungspraxis findet sich am Beispiel einiger Private-Equity-Gesellschaften die besondere Bedeutung des Netzwerkes und der aktiven Betreuung wider. So propagiert die 3i Group plc. (2007), sie würde „[...] consistently leveraging the international network [...] to provide unparalleled access to knowledge and opportunities to enhance the value of the business“, und APAX Partners Worldwide LLP. (2007) bietet „[...] expert resources, either from within our international firm or from its network of advisors“. Cerberus Capital Management L.P. (2007) „[...] specializes in providing both financial resources and operational expertise to help transform undervalued companies into industry leaders for long-term success and value creation“ oder Blackstone Group L.P. (2007a) gibt ein „Commitment to Active Portfolio Management – [...] take an active role in monitoring and supporting enhancement of [...] its portfolio company investments [...] a full-time dedicated team responsible for monitoring the strategic, operational, and financial performance of [...] the portfolio investments“.

#### 5.4.1.3 Zielunternehmen der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften

Bereits in Abschnitt 4.3 wurde die Struktur von Private-Equity-Transaktionen näher betrachtet. Bemerkenswert dabei ist die Tatsache, dass der Eigenkapitalanteil der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft an der gesamten Transaktionssumme mit 1% bis maximal 3% relativ gering ist. Durch die Eigenkapitalkomponente der Private-Equity-Gesellschaft wird einerseits Vertrauen aufgebaut und ein gewisses Commitment gezeigt (Signalling-Effekt) und andererseits der Anspruch am erzielten Gewinn gesichert (Performance Fee). Hinzu kommt ein weiteres Argument, welches sich auf die Rendite- und Performance-Erwartungen der Investoren und der Private-Equity-Gesellschaft bezieht: Fremdkapital ist im Vergleich zu Eigenkapital günstiger. Dies hat einen nachhaltigen Einfluss auf die Auswahl der Zielunternehmen der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften. Durch den hohen Fremdkapitalanteil und die resultierende hohe Zins- und Tilgungsbelastung kommen lediglich Unternehmen mit nachhaltig positiven Cashflows in Frage. Die Private-Equity-Gesellschaften haben somit grundsätzlich ein Interesse an einem möglichst hohen Maß an Fremdfinanzierung. Dies lässt die erzielbaren Renditen weiter steigen (Leverage-Effekt). Wie bereits dargestellt wurde, führt die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital unter bestimmten Voraussetzungen zu einer Steigerung der Eigenkapitalrendite. Sofern der Fremdkapitalzins vom Verschuldungsgrad unabhängig ist, nimmt die Eigenkapitalrendite mit steigender Verschuldung zu, solange die Gesamtkapitalrendite der Investition größer ist als der für das Fremdkapital zu zahlende Zinssatz. Dieser Effekt wird als Leverage-Effekt oder Leverage-Chance bezeichnet. Allerdings wirkt der Zusammenhang auch in umgekehrter Richtung. Dies impliziert, dass die Eigenkapitalrendite mit steigender Verschuldung sinkt, wenn die Rendite der Investition kleiner ist als der für das Fremdkapital zu zahlende Zinssatz (Kritisch an der Umkehrung des Leverage-Effektes ist, dass es sich dabei weniger um eine relative Wettbewerbsgröße oder -kennzahl handelt, sondern um eine Cash-Größe, denn Fremdkapitalzinsen sind immer auszahlungswirksam). Copeland et al. (1990: 247) übertragen diesen Mechanismus auf das Private-Equity-Geschäft. Danach führt die Maximierung des Fremdkapitaleinsatzes bei Beteiligungen, die während der Haltephase Geld erwirtschaften, zu einer Maximierung der Erträge. Die folgende Darstellung verdeutlicht diesen Effekt:

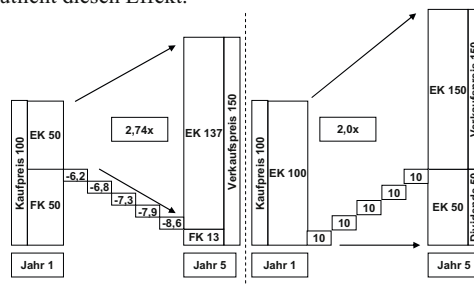


Abbildung 37: Darstellung des Leverage-Effektes am Beispiel von Private-Equity-Gesellschaften (Quelle: Blome-Drees und Rang 1996: 26).

Sowohl in Fall 1 als auch in Fall 2 erwirbt die Private-Equity-Gesellschaft zu Beginn des ersten Jahres eine Beteiligung zu einem Kaufpreis von 100 Geldeinheiten und veräußert diese Ende des fünften Jahres zum Kaufpreis von 150 Geldeinheiten. Demnach hat sich der Wert der Beteiligung während der Periode der Betreuung um 50% erhöht. Zusätzlich hat die Beteiligung Jahr für Jahr einen Cashflow von 10 Geldeinheiten erwirtschaftet.

In Fall 1 erfolgte die Finanzierung des Kaufpreises zu je 50 Geldeinheiten in Form von Eigen- und Fremdkapital. Die durch die Beteiligung jährlich erwirtschaftete Liquidität von 10 Geldeinheiten wird in diesem Beispiel vollständig zur Tilgung des Fremdkapitals sowie zur Zahlung der mit dem Fremdkapital verbundenen Zinsaufwendungen verwendet. Bei einem Zinssatz von 8% pro Jahr bleiben zur Tilgung im ersten Jahr 6,2 Geldeinheiten, im zweiten Jahr 6,8 Geldeinheiten usw. übrig (Die Zinsberechnung basiert aus Vereinfachungsgründen auf einem durchschnittlichen jährlichen Fremdkapitalbetrag, z. B. im ersten Jahr:

$(50+43,8)/2 \times 8\%$  usw. Die Tilgung ergibt sich aus dem Cashflow (10 jährlich) – Zinsaufwand, z. B. im ersten Jahr:  $10-3,8 = 6,2$ , im zweiten Jahr:  $10-3,2 = 6,8$  usw.). Bei Veräußerung der Beteiligung durch die Private-Equity-Gesellschaft ist das Fremdkapital bis auf einen Restbetrag von 13 Geldeinheiten zurückgeführt. Daher verteilt sich der Verkaufserlös von 150 Geldeinheiten zum Ende des fünften Jahres zu 137 Geldeinheiten auf das Eigenkapital und zu 13 Geldeinheiten auf das Fremdkapital. Aus dem Vergleich des Verkaufserlöses, der dem Eigenkapital zuzurechnen ist, mit dem ursprünglich eingesetzten Eigenkapital von 50 Geldeinheiten ergibt sich eine Rendite von 174% über die Dauer der Beteiligung. Die erzielte Rendite liegt somit bei ca. 22% pro Jahr (Aus Vereinfachungsgründen lässt die dargestellte Rendite den positiven Effekt der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Zinsaufwendungen außer Betracht, der bei der Annahme einer vollen Steuerbelastung mit einem durchschnittlichen Steuersatz von 40% auf die Erträge eine Renditesteigerung von durchschnittlich ca. 1,5% von 22,3% auf 23,9% bewirkt). Bei Vergleich mit der Rendite im zweiten Fall ergibt sich folgendes Bild: Im zweiten Fall erfolgt die Finanzierung vollständig durch Eigenkapital. Der jährliche Liquiditätsfluss durch den Cashflow aus der Beteiligung wird vollständig zur Zahlung von Dividenden an die Private-Equity-Gesellschaft verwendet. Aus den jährlichen Dividendenzahlungen an die Private-Equity-Gesellschaft und aus dem Verkauf der Beteiligung Ende des fünften Jahres zu 150 Geldeinheiten ergibt sich eine jährliche Rendite von 17% auf das eingesetzte Eigenkapital, was verglichen mit dem ersten Fall einer um 5% schlechteren Rendite pro Jahr entspricht.

Könnte die Private-Equity-Gesellschaft im ersten Fall ebenfalls 100 Geldeinheiten an Eigenkapital einsetzen, demnach die ihr verbleibenden 50 Geldeinheiten zu vergleichbaren Konditionen in einem alternativen Investment anlegen, würde sich eine Rendite von 22% im ersten Fall und von 17% im zweiten Fall ergeben. Die folgende Tabelle zeigt zusammenfassend den Einfluss unterschiedlicher Leverage-Effekte, analog zu dem gezeigten Beispiel, auf die erzielbaren Erträge. So erreicht die Private-Equity-Gesellschaft bspw. eine jährliche Rendite von 25% im Vergleich zu den 22% im ersten Fall, wenn es ihr gelingt, den

Leverage von 50% auf 60% zu erhöhen. Die Verschuldungsquote würde sich dabei auf 60% ausweiten und nur 40% Eigenkapital würden zum Einsatz kommen.

Eigenkapitalbeitrag (Geldeinheiten)	30	40	50	60	70	80	90	100
Erzielte Rendite p.a. (%)	29,0	25,0	22,3	20,4	18,9	17,9	17,0	17,1

Tabelle 6: Entwicklung der Rendite in Abhängigkeit vom Eigenkapitalbeitrag (Quelle: Eigene Darstellung).

Aus den bisherigen Überlegungen wird deutlich, warum Private-Equity-Gesellschaften grundsätzlich einen möglichst hohen Fremdkapitalanteil im Rahmen der Finanzierung einer Transaktion anstreben, wobei sie allerdings ebenso sicherstellen müssen, dass das übernommene Zielunternehmen auch in schwierigen Zeiten der finanziellen Belastung durch Zinsaufwendungen und Tilgungsleistungen gewachsen ist.

Eine Private-Equity-Gesellschaft wird der Beteiligung daher genau jenes Maß an Fremdkapital aufbürden, welches aus dem laufenden Cashflow des Zielunternehmens während der Dauer der Beteiligung voraussichtlich bedient werden kann. Mit den Fremdkapitalgebern werden klare Vorgaben für das Verhältnis von Cashflow zu Zins- und Tilgungszahlungen, sogenannte Financial Covenants, vereinbart, die zwingend eingehalten werden müssen, um das vertragliche Finanzierungskonstrukt nicht zu gefährden. Die Finanzierungsverträge umfassen in der Regel Öffnungsklauseln zur späteren Restrukturierung der Finanzierung, die nur unter vorab definierten Bedingungen genutzt werden können, etwa um den Eigenmittelanteil der Private-Equity-Gesellschaften zurückzuführen und damit einen noch höheren Leverage zu erreichen (Diese Maßnahme ist unter dem Begriff des „Recap“ (Re-Capitalization), also der Re-Kapitalisierung bzw. Neuordnung des Finanzierungskonstruktes bekannt).

Ein Anwendungsgebiet, das in jüngster Zeit enorm an Bedeutung gewonnen hat, ist beispielsweise die so genannte Dividenden-Refinanzierung oder Dividend-Recap von Unternehmensbeteiligungen. Die folgende Abbildung stellt einen Dividend-Recap beispielhaft dar. Dabei wurde die ursprüngliche Transaktion wieder mit je 50 Geldeinheiten Eigenkapital und Fremdkapital finanziert.

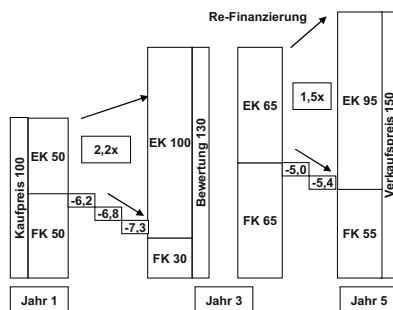


Abbildung 38: Dividend-Recap (Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Blome und Rang 1996: 28).

Das Beispiel geht davon aus, dass sich die Fremdkapitalgeber aufgrund einer positiven Entwicklung des übernommenen Zielunternehmens seit der Buyout-Finanzierung und der damit verbundenen Rückzahlung eines erheblichen Teils der Verbindlichkeiten (20,3 von ursprünglich 50 Geldeinheiten) bereit erklären, die Rekapitalisierung des Zielunternehmens zu ähnlichen Bedingungen wie bei der Buyout-Finanzierung (50% Eigenkapital und 50% Fremdkapital) zu unterstützen.

Aufgrund der verbesserten finanziellen Leistungsfähigkeit des Zielunternehmens ist der Unternehmenswert in der Zwischenzeit auf 130 gestiegen, so dass sich bei einer Refinanzierung mit je 50% Eigen- und Fremdkapital ein Fremdkapitalbeitrag von 65 Geldeinheiten ergibt. Das bedeutet für die Fremdkapitalgeber, dass sie zusätzliches Fremdkapital von 35,3 Geldeinheiten zur Verfügung stellen können (Von ursprünglich 50 Geldeinheiten Fremdkapital Anfang des ersten Jahres wurden bereits 20,3 Geldeinheiten bis Ende des dritten Jahres getilgt. Zum Zeitpunkt der Refinanzierung ist demnach ein Restbetrag von 29,7 Geldeinheiten Fremdkapital im Unternehmen investiert. Um diesen Betrag auf 65 Geldeinheiten zu erhöhen, bedarf es 35,3 Geldeinheiten zusätzlichen Fremdkapitals).

Den Vermögenszuwachs, der durch die Steigerung des Unternehmenswertes zum Ausdruck kommt, kann die Private-Equity-Gesellschaft zur Zahlung fällig stellen bzw. liquidieren, in dem sie sich eine Art Sonderdividende auszahlen lässt. Dadurch wird ihr ein Teil des bei Unternehmenserwerb eingesetzten Eigenkapitals bereits vor dem eigentlichen Exit in Form einer Sonderdividende zurückgezahlt. Dies führt zudem dazu, dass die Rendite über die gesamte Laufzeit der Beteiligung auf 24,6% steigt, im Vergleich zu 22,3% im Fall ohne Dividend-Recap.

Für die Private-Equity-Gesellschaft stellen Dividend-Recaps eine attraktive zusätzliche Exit-Alternative dar, um sich schon frühzeitig eine hohe Rendite zu sichern. Für die entsprechenden Zielunternehmen stellt sich die Situation allerdings umgekehrt dar. Sie geben einen Teil ihres Vermögens ab und müssen unter Umständen neue Schulden aufnehmen, um die Dividenden an die Private-Equity-Gesellschaft auszuschütten. Doch auch für die Fremdkapitalgeber erhöht sich das Risiko durch den Recap. Während in der Vergangenheit nur wenige Banken bereit waren, die aus einem Dividend-Recap resultierende strukturelle Unterordnung (Nachrangigkeit) ihres Fremdkapitals gegenüber dem Eigenkapital der Private-Equity-Gesellschaft zu akzeptieren, stellen Georgieff und Biagosch (2005: 181) fest, dass sich diese Form des teilweisen Ausstiegs in den letzten Jahren weitgehend am Markt etabliert hat. Rekapitalisierungen werden von Private-Equity-Gesellschaften demnach als eine frühzeitige Ausstiegsmöglichkeit aus den Zielunternehmen genutzt, an denen sie sich beteiligt haben. Einerseits erhöht sich durch die höheren Schulden das Risiko bei den Zielunternehmen, andererseits aber auch bei den Fremdkapitalgebern. Auch Rating-Herabstufungen der entsprechenden Zielunternehmen können die Folge sein. Ruhrkamp (2006: 19) und Schäfer (2005: 21) weisen darauf hin, dass dieser Schritt zudem mit Arbeitsplatz-Abbau einhergehen kann, um die Cashflows des Zielunternehmens zu entlasten.

Zusammenfassend lässt sich schlussfolgern, dass die gezeigten Beispiele wiederholt die Bedeutung ausreichender Cashflows betonen. Diese werden stets benötigt, um die Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber zu befriedigen. Ein Zielunternehmen mit nicht-ausreichenden Cashflows würde die gerade aufgezeigten Finanzierungs- und Re-Finanzierungsoptionen nicht zulassen. Nun könnte argumentiert werden, dass ein Unternehmen mit nicht-ausreichenden Cashflows typischerweise niedrigere Kaufpreise impliziert und daher weniger Liquidität für die Befriedigung der durch die Transaktion hervorgerufenen Ansprüche von Eigen- und Fremdkapitalgebern aufgebracht werden muss. Zwei entscheidende Gründe widersprechen aber diesem Argument: Erstens ist der Cashflow nicht das alleinige Entscheidungsmerkmal für die Höhe des Kaufpreises, und zweitens wurde im Abschnitt 5.2 „Overhang-of-Funds“ deutlich, dass Private-Equity-Gesellschaften mehr Kapital besitzen, als es entsprechende Investitionsmöglichkeiten gibt, wodurch für sie zu kleine zerstückelte Investments mehr Aufwand als erwartete Rendite versprechen. Unterliegen Private-Equity-Gesellschaften großen Mittelzuflüssen und einem dadurch bedingten hohen Anlagedruck, versuchen sie über eine Erhöhung der investierten Mittel auszuweichen. Diese Suche nach größeren Einzel-Investitionsprojekten führt laut Untersuchungen von Hommel et al. (2001: 92), Schefczyk (2000: 92) sowie der Kreditanstalt für Wiederaufbau (2003) dazu, dass vermehrt Spätphaseninvestments in reife Unternehmen getätigt werden. Auch nach der Argumentation von Gompers und Lerner (2000: 296) sowie Osnaubrugge und Robinson (2001: 32 ) war diese Reaktion zu erwarten, da auf diesem Markt typischerweise mehr Kapital pro Zielunternehmen nachgefragt und auch zur Verfügung gestellt wird. Folgende Beispiele und Zitate unterstreichen die Strategie der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften, größere Engagements mit nachhaltigen Cashflows zu bevorzugen. So hat die Blackstone Group L.P. (2007b) einen „Large Capitalization Focus: [...] Large-capitalization buyouts often involve more stable and higher quality companies“. Kohlberg Kravis Roberts & Co. (2007) sucht Zielunternehmen mit „[...] predictable cash flows“, Permira Advisers Ltd. (2007) „[...] konzentrieren sich auf Akquisitionsmöglichkeiten mit Transaktionsvolumina ab €500 Millionen“ und Providence Equity Partners' L.L.C. (2007) „[...] target investment size per transaction ranges from \$50 million to \$2.5 billion“.

#### 5.4.2 Eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften

Den zweiten Schwerpunkt der Untersuchung der Differenzierung und Ausgestaltung stellen die eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften dar, deren Finanzierung grundsätzlich nicht über Fondsgelder erfolgt. Diese Gesellschaften machen keinen Gebrauch von Fremdfinanzierungsmitteln. Ihre Transaktionen werden alleine aus eigener finanzieller Kraft heraus gestemmt und konstituieren sich meist zu 100% aus eigenen Mitteln der Eigentümer dieser Private-Equity-Gesellschaften.

Analog zur Vorgehensweise bei den fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften wird zunächst die Finanzierung und deren zugrundeliegende Struktur sowie das Involvement nach Übernahme der Beteiligung untersucht. Im Anschluss wird auf potenzielle Zielunternehmen von eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften eingegangen. Die Charakteristika dieser potenziellen Zielunternehmen leiten sich, analog zu denen der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften, aus den Implikationen der Finanzierung und des Involvements dieser Gesellschaften ab.

#### 5.4.2.1 Finanzierung der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften

Der Prozessverlauf bei einer vollständig durch Eigenkapital finanzierten Private-Equity-Gesellschaft unterscheidet sich vom Grundsatz her nicht wesentlich von dem der fondsfinanzierten Gesellschaften. Denn auch für diesen Typ gilt, dass nach Festlegung der Investitionsstrategie zunächst finanzielle Mittel aggregiert werden müssen. Es gibt jedoch in speziellen Bereichen Besonderheiten, auf die im Folgenden, anhand der einzelnen Stufen des Private-Equity-Transaktionsverlaufs, näher eingegangen werden soll.

Im Rahmen der Pre-Deal-Phase muss sich dieser Typ von Private-Equity-Gesellschaft zunächst ebenfalls über seine Investitionsstrategie und die damit verfolgten Ziele im Klaren sein. Aus der Strategie und den Zielen lässt sich im darauf folgenden Schritt der potenzielle Kapitalbedarf ableiten. Diesen gilt es jetzt, analog zu den fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften, zu decken. Jedoch mit der Einschränkung, dass bei den eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften keine Fondsgelder eingesammelt werden. Folgende Abbildung stellt zur Verdeutlichung schematisch die Maßnahmen der Beteiligungsfinanzierung am Beispiel von eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften dar.

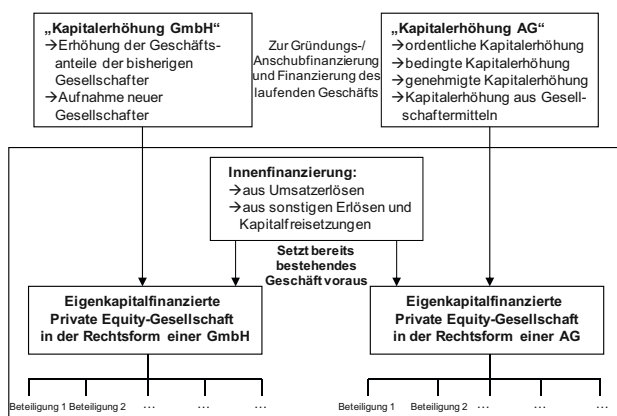


Abbildung 39: Beteiligungs- und Eigenfinanzierung am Beispiel von Private-Equity-Gesellschaften (Quelle: Eigene Darstellung).

Da dieser Typ von Private-Equity-Gesellschaft unabhängig von Fremdkapitalzuflüssen agiert, müssen Möglichkeiten zur Eigenkapitalaufnahme genutzt werden. Bereits im Rahmen des Abschnittes zur Beteiligungsfinanzierung sowie zur Innenfinanzierung wurde erläutert, wie ein Unternehmen ohne den Einsatz von Instrumenten der Fremdfinanzierung das zur Verfügung stehende Kapital erhöhen kann. Es gilt dabei zu beachten, dass sich die dargestellte Finanzierung auf die originäre Finanzierung dieses besonderen Typs von Private-Equity-Gesellschaft bezieht und nicht etwa bereits auf die Finanzierung der Transaktionen dieser Gesellschaften. Der Fokus erstreckt sich im Folgenden auf die Finanzierung von eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften, welche in der Rechtsform der Aktiengesellschaft oder der Gesellschaft mit beschränkter Haftung geführt werden, da es sich dabei um die häufigsten Erscheinungsformen bei Private-Equity-Gesellschaften handelt. Die externe Zuführung von Eigenkapital in ein Unternehmen und die Veränderung der Eigenkapitalstruktur bei Kapitalgesellschaften zu Gunsten des gezeichneten Kapitals wird im Rahmen der Kapitalerhöhung durchgeführt. Sie kann durch bestehende Gesellschafter oder durch die Aufnahme neuer Gesellschafter erfolgen.

Die Veränderung der Zusammensetzung der Kapitalstruktur setzt ein bereits etabliertes Unternehmen voraus. Übertragen auf Private-Equity-Gesellschaften bedeutet dies, dass sie bereits einige Zeit aktiv tätig sind und gewisse Portfolien, andere Vermögensgegenstände und diverse Eigenkapitalstrukturen besitzen, die durch eine Veränderung in ihrer Zusammensetzung zur Finanzierung eingesetzt werden könnten.

Eine Kapitalerhöhung von Private-Equity-Gesellschaften kann durch die Erhöhung der Geschäftsanteile der bisherigen Gesellschafter oder durch die Aufnahme neuer Gesellschafter vorgenommen werden. Die Möglichkeiten der Kapitalerhöhung einer Aktiengesellschaft sind vielfältiger als die der GmbH. Nach Gründung einer Private-Equity-Gesellschaft in Form einer AG besteht die Wahl zwischen der ordentlichen, genehmigten oder bedingten Kapitalerhöhung sowie der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftermitteln. Die Kapitalerhöhung als Finanzierungsmaßnahme ist neben der verfolgten Strategie auch von dem Entwicklungsstadium der Private-Equity-Gesellschaft abhängig. Während zunächst das Management 100% der Anteile besitzt, kann dieser Anteil im Laufe der Zeit immer weiter reduziert werden.

In einem zweiten Schritt, neben der Kapitalerhöhung durch die Beteiligungsfinanzierung, steht der Gesellschaft die Möglichkeit der Finanzierung aus Umsatzerlösen auf der einen Seite und der Finanzierung aus sonstigen Erlösen und Kapitalfreisetzungen auf der anderen Seite zur Verfügung. Unter den Begriff der Finanzierung aus Umsatzerlösen fallen auch die bereits in Abschnitt 3.3 diskutierten Formen der Finanzierung aus zurückbehaltenen Gewinnen, aus Abschreibungsgegenwerten und aus Rückstellungsgegenwerten.

Es ist leicht ersichtlich, dass sämtliche Formen der Innenfinanzierung grundsätzlich erst zum Tragen kommen können, nachdem die Private-Equity-Gesellschaft ihr Geschäft über einen gewissen kritischen Zeitraum hinweg betreibt. Denn jegliche Form der Innenfinanzierung setzt bereits eingesetzte Vermögensgegenstände voraus, aus denen sich die entsprechenden



Maßnahmen ableiten lassen. Demnach gewinnt die Innenfinanzierung bei diesen Private-Equity-Gesellschaften erst dann an Bedeutung, wenn eine gewisse Anzahl an Beteiligungen erworben wurde, welche durch ihre strategische Ausrichtung und operative Gestaltung derartige Maßnahmen zulassen. Ob die geschaffenen Innenfinanzierungspotenziale dann wiederum lediglich für beteiligungsinterne Investitionen genutzt werden oder ob eine beteiligungsübergreifende Finanzierung von Investitionen vorgenommen wird, hängt von der Gestaltung der Struktur der entsprechenden Private-Equity-Gesellschaft und deren Portfolio-Beteiligungen ab.

Staatliche Förderungsprogramme bzw. staatlich betriebene Private-Equity-Gesellschaften sollen hier nicht näher betrachtet werden (Zu staatlich betriebenen Private-Equity-Gesellschaften im Sinne dieser Arbeit ist bspw. die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) zu zählen. Diese ist zwar keine Private-Equity-Gesellschaft im klassischen Sinn, jedoch stellt sie Unternehmen Kapital zur Verfügung und erhält dafür häufig eine Beteiligung oder Mitsprache- sowie Kontrollrechte am Unternehmen). Obwohl sie nicht auf Finanzierungsmittel von Dritten in Form von Fondsgeldern angewiesen sind, unterliegen sie jedoch staatlichen Reglementierungen, die vor dem Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit nicht gesondert betrachtet werden sollen.

Nachdem die Grundzüge der Finanzierung dieses Typs von Private-Equity-Gesellschaft dargestellt wurden, erfolgt die Betrachtung der Organisationsstruktur sowie der Aufbau- und Ablauforganisation. Der idealtypische Aufbau einer eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft wird in der folgenden Abbildung dargestellt. Anschließend werden die einzelnen Organe analog zu der Vorgehensweise im Rahmen der Untersuchung der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften näher betrachtet und deren Aufgaben untersucht.

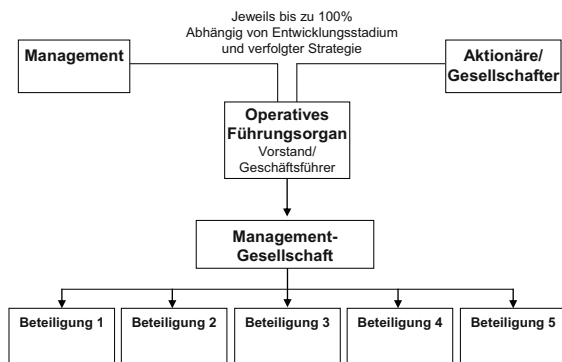


Abbildung 40: Idealtypischer Aufbau einer eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft (Quelle: Eigene Darstellung).

Operatives Führungsorgan der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft ist, wie bei der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft, der Vorstand oder der Geschäftsführer. Eine

der ersten Aufgaben der operativen Führungsorgane ist die Beschaffung der notwendigen finanziellen Mittel. Allerdings führt das operative Führungsorgan bei der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft kein Fundraising durch, indem Fonds aufgelegt und entsprechende Mittel eingesammelt werden. Das Fundraising erfolgt, wie zu Beginn in diesem Abschnitt beschrieben, über die Beteiligungs- und Innenfinanzierung. Bei Neugründungen spielt die Innenfinanzierung, außer in Ausnahmefällen, lediglich eine untergeordnete oder gar keine Bedeutung. Im Rahmen der Beteiligungsfinanzierung ist das Management-Team, welches letztlich das operative Führungsorgan konstituiert, an der Finanzierung persönlich beteiligt. Der oder die Gründer der eigenkapitalfinanzierten Gesellschaft werden aber in der Regel den größten Teil der Gründungsfinanzierung stemmen und dementsprechend auch die meisten Anteile an dem Unternehmen besitzen. Aufgrund des Erwerbs von Beteiligungen im Laufe der Zeit, wird es für neue Gesellschafter schwer, den originären Gründern diese Mehrheit streitig zu machen, da das Eigenkapital durch den Zukauf der Beteiligungen im Vergleich zu Unternehmen herkömmlicher Branchen, überproportional ansteigt. Auch die Festlegung der Anlage- und Investitionsstrategie, die Konstruktion der internen Aufbau- und Ablauforganisation sowie die Entscheidung über die Veräußerung von Beteiligungen sind die Kerntätigkeitsfelder dieser Organe.

Die Besonderheit der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft ist das Handeln auf eigene Rechnung. Während das operative Führungsorgan der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften eine Management Fee in Höhe von 1% bis 3% in Rechnung stellt, um während der Fondslaufzeit Einkünfte zu erzielen, entfällt bei der eigenkapitalfinanzierten Gesellschaft diese externe Finanzierungsmöglichkeit. Sie müssen sich aus ihrer Gesellschaft selbst bedienen, im Rahmen von monatlichen Gehältern, Gewinnentnahmen oder der jährlichen Verteilung der Jahresüberschüsse. Das Handeln für eigene Rechnung bedeutet aber auch, dass das operative Führungsorgan, zusammen mit beteiligten Managern, zu 100% an der erzielten Wertsteigerung partizipiert, wohingegen die fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaft an dieser Stelle nur meist 20 % Gewinnbeitrag verbuchen kann. Dafür sind der Kapitaleinsatz und damit das Totalverlust-Risiko ungleich höher als bei fondsfinanzierten Gesellschaften, bei denen das operative Führungsorgan meist nur 1% am Fondsvolumen besitzt.

Durch die Abkehr vom Fonds-Konzept besteht auch keine Limitation bezüglich der Haltedauer von Beteiligungen. Die eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaft kann sich also wesentlich opportunistischer verhalten, weil sie im ersten Schritt weder Mindestrendite-Anforderungen noch Desinvestitionsdruck bezüglich ihrer Beteiligungen unterliegt. Ein Exit wird dann durchgeführt, wenn die Zeit dafür opportun ist, sich also eine Chance ergibt, die Beteiligung unter Erzielung einer maximalen Rendite zu veräußern, und zwar unabhängig davon, ob dies ein Monat, ein Jahr oder zehn Jahre nach dem ursprünglichen Erwerb ist.

Die eigentliche Expertise sowie die Ideengenerierung der eigenkapitalfinanzierten Gesellschaften entstammen dem operativen Führungsorgan. Gesellschaftsrechtliche Anforderungen können aber dennoch die Einrichtung von Kontroll- und Beratungsorganen, in Form von

Beiräten, Aufsichtsräten oder sonstigen Oversight Boards bedingen. Auch im Falle der Aufnahme von Gesellschaftern, die die Finanzierung zu Beginn sichern, sich aber nicht im operativen Führungsorgan engagieren wollen oder können, bietet sich die Einrichtung von Kontroll- und Beratungsorganen an. Diese Gremien dienen dann als Plattform, auf Basis derer diese Gesellschafter ihre Kontroll- und Informationsrechte ausüben können. In welchem Maße diesen Gremien bei eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften Rechte oder auch Pflichten zugesprochen werden, hängt in hohem Maße von der benötigten Finanzierung und der entsprechenden Beteiligung an der Gesellschaft ab. Der Umfang der Kontroll- und Informationsrechte ist regelmäßig geringer als bei vergleichbaren Gremien fondsfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften. Dies korreliert aber positiv mit der Höhe der Gesellschaftsanteile und den daraus resultierenden Mitsprachemöglichkeiten des Gremiums. Entscheidungen über Vorschläge zum Erwerb oder der Veräußerung von Beteiligungen werden sicherlich nur dann vom Kontroll- und Beratungsorgan mitgetroffen, wenn es sich um eine so wesentliche Entscheidung handelt, dass das potenzielle Investment der Gremiummitglieder in Gefahr gerät. Bei lediglich renditebeeinflussenden Entscheidungen des täglichen Geschäftes, wird das Kontroll- und Beratungsorgan wenig Mitsprachemöglichkeiten ausüben können und wollen. Strategische Fragen, Personalmaßnahmen und Jahresabschlussprüfungen sowie weitere gesetzliche Vorgaben werden aber nach wie vor über diese entsprechenden Gremien mit entschieden. Auch in weiterführenden Finanzierungsfragen können die Netzwerke der Kontroll- und Beratungsorgane hilfreiche Unterstützung leisten.

Eine weitere Besonderheit der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft ist der bereits vorhandene Interessengleichlauf. In dem Fall, dass dem operativen Führungsorgan bereits 100% der Wertgenerierung zustehen, da es für eigene Rechnung handelt, ist die Unterstellung eines nicht-renditeoptimierenden Verhaltens hinfällig. Aber selbst wenn weitere, nicht im operativen Geschäft tätige Gesellschafter, wie Gremienmitglieder, vorhanden sind, müssen zunächst keine Mechanismen etabliert werden, die einen Interessengleichlauf herstellen. Denn in der Gründungsphase muss das operative Führungsorgan einen wesentlichen Geschäftsanteil besitzen, um über Signalling-Effekte überzeugen zu können. Auch bei dem im Rahmen der fondsfinanzierten Gesellschaften diskutierten Mechanismus des Carried Interest handelt es sich um ein Instrument zur Ausrichtung der Interessen, welcher bei eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften keine Anwendung findet, da er bereits in der Struktur verankert ist.

Die eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften sind demnach in der Lage, die bei den fondsfinanzierten Gesellschaften auftretenden Agency-Probleme im Vorfeld abzuschwächen bzw. zu eliminieren. Dies geschieht durch Vermeidung einer zusätzlichen Principal-Agent-Beziehung zwischen Investoren und Private-Equity-Gesellschaft. Neben der Absenkung von Transaktionskosten führt dies in der Folge insbesondere zu einer erhöhten Geschwindigkeit, mit der die eigenkapitalfinanzierten Gesellschaften agieren können.

In Abschnitt 5.4.1.1 wurde bereits erläutert, dass es sich im Falle von Private-Equity-Gesellschaften aus organisationstheoretischen Gesichtspunkten nicht um Großorganisationen handelt. Auch eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften besitzen schlanke Strukturen. Ein entscheidender Unterschied ist jedoch bemerkenswert, denn während der Post-Deal-Phase wird die Betreuung der Beteiligung nicht mehr von den Investment Professionals, die für die Akquisition der Beteiligung verantwortlich waren, sondern von einem darauf spezialisierten Team durchgeführt (Auf diese spezielle Form der Betreuung wird in den folgenden Abschnitten 5.4.2.2 sowie 5.4.2.3 näher eingegangen). Der sich an die Betreuungsphase anschließende Exit-Prozess wird wiederum erneut an die Investment Professionals oder sogar spezialisierte Verkaufs- bzw. Exit-Mitarbeiter übertragen. Diese Funktionstrennung ist bemerkenswert, weil sie die zunehmende Spezialisierung der Mitarbeiter der Private-Equity-Gesellschaft auf Kernaufgaben zulässt.

Daneben bestehen bei der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft ähnliche Support-Funktionen wie bei anderen Unternehmen auch. Abteilungen wie Verwaltung, Organisation, Personal und Finanzen sowie Controlling sind auch hier vorhanden. Manchen Funktionen kommt aber im Vergleich zu fondsfinanzierten Gesellschaften eine weitaus größere Bedeutung zu, welche im folgenden Abschnitt 5.4.2.2 „Involvement nach Übernahme der Beteiligung“ noch ausführlich diskutiert werden.

Die Unterscheidung in Closed-End- und Open-End-Funds lässt sich bei den eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften nicht anwenden. Zum einen ist dies mit dem fehlenden Fonds im eigentlichen Sinn verbunden, zum anderen ist der Geschäftszweck der eigenkapitalfinanzierten Gesellschaft auf Dauerhaftigkeit ausgelegt und somit bereits per Definition „Open-End“.

Das Beteiligungsvermögen bei Gründung der Private-Equity-Gesellschaft setzt sich alleine aus der Kapitaleinlage der Gesellschafter zusammen (Konstrukte, die stille Gesellschafter enthalten, sind ebenfalls denkbar. Die stillen Gesellschafter sind jedoch regelmäßig im Kontroll- und Beratungsorgan anzutreffen und nicht aktiv im operativen Geschäft der Managementgesellschaft tätig). Später können Kapitalerhöhungsmaßnahmen durch die Aufnahme neuer Gesellschafter durchgeführt werden. Auch aus den bestehenden Beteiligungen, nachdem die Gesellschaft eine gewisse Zeit operativ tätig ist, können Mittel akquiriert werden. Diese stehen wiederum für neue Akquisitionen oder Investitionen zur Verfügung.

Nachdem die erste originäre Finanzierung abgeschlossen ist und die gemäß Investitionsstrategie notwendigen finanziellen Mittel bereitstehen, beginnt auch bei den eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften die Suche nach entsprechenden Zielunternehmen. Während der Fokus im Vergleich zu den fondsfinanzierten Gesellschaften ein anderer ist, unterscheidet sich das Screening nach geeigneten Zielunternehmen nicht wesentlich. Auffallend ist jedoch, dass der Anteil der Tätigkeiten, welche innerhalb der Private-Equity-Gesellschaft mit eigenen Mitarbeitern durchgeführt werden, höher ist. So agiert

dieser Typ beginnend mit dem Prozess der Beteiligungssuche, über den Transaktionsabschluss und die Betreuung, bis hin zum Exit deutlich mehr mit eigenen Mitarbeitern, als dies bei fondsfinanzierten Gesellschaften der Fall ist.

Neben der Frage, warum sich dieser Typ von Private-Equity-Gesellschaft eigentlich überhaupt zu 100% aus eigenen Mitteln finanziert, stellt sich nun zusätzlich die Frage, warum das Ausmaß der mit eigenen Mitarbeitern durchgeführten Tätigkeiten im Vergleich zu fondsfinanzierten Gesellschaften so hoch ist. Aufgrund des gemeinsamen Auftretens scheinen sich die Eigenkapital-Finanzierung und das hohe Ausmaß der innerhalb der Gesellschaft durchgeführten Aufgaben sogar zu bedingen. Die Betrachtung dieses Zusammenhangs erfolgt ausführlich in den beiden folgenden Abschnitten.

#### 5.4.2.2 Involvement der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften

Die Erstauswahl der Beteiligungsunternehmen im Rahmen des Screenings und die Fähigkeit des Financial Engineerings sind bereits entscheidende Werttreiber. In Abschnitt 5.4.2.1 wurden diese bereits kurz angesprochen. Ziel dieses Abschnittes ist nun die Untersuchung der Ausgestaltung des Mentoring- und Monitoring-Konzeptes, welches entscheidenden Einfluss auf die Wertgenerierung im Zielunternehmen hat. Zunächst stellt sich die Frage, ob, wie bei den fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften, eine Unterscheidung des Involvements nach Übernahme der Beteiligung nach den Kriterien aktiv, semi-aktiv und passiv, zielführend sein kann.

Bei den passiven Fonds wurde deutlich, dass diese im Gegenzug für die Bereitstellung von finanziellen Mitteln nur wenige Informations- und Kontrollrechte ausüben. Dazu zählt meist lediglich die Kontrolle rein finanzwirtschaftlicher Informationen, wie viertel-, halbjährlicher oder jährlicher Finanzberichte. Nicht einmal über die Kontroll- und Beratungsorgane wirken die passiven Fonds auf die Beteiligungen ein. Auch die semi-aktiven Fonds verfolgen nach wie vor eine „hands-off“-Strategie, wenngleich sie technischen und betriebswirtschaftlichen Sachverstand über Kontroll- und Beratungsorgane einbringen können. Sowohl bei den passiven als auch bei den semi-aktiven Fonds liegt demnach ein lediglich geringes Maß an Involvement nach Übernahme einer Beteiligung vor.

Es ist unwahrscheinlich, dass eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften eine Betreuung nur in passivem oder semi-aktivem Umfang betreiben, weil Eigenkapital im Vergleich zu Fremdkapital mit einem deutlich höheren Risiko ausgestattet ist. Eine „hands-off“-Strategie trägt nicht dazu bei, dieses erhöhte Risiko zu begrenzen oder zu mindern. Daher ist auch eine Unterscheidung in verschiedene Betreuungsintensitäten, wie passiv, semi-aktiv und aktiv im Rahmen der Betrachtung des Involvements der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften nicht zielführend.

Eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften werden immer mittels einer „hands-on“-Strategie versuchen, ihre Risiken zu begrenzen und der Beteiligung nach Übernahme durch die

aktive Betreuung zum Erfolg zu verhelfen. Eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften, die die Betreuung analog zu den passiven und semi-aktiven Fonds betreiben, würden sich durch ihre „hands-off“-Strategie in derartigen Situationen disqualifizieren. Daher liegt der Schwerpunkt der Untersuchungen zum Involvement nach Übernahme der Beteiligung durch eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften nicht auf dem Grad des Involvements, welcher stets aktiv ist, sondern auf der Art und Weise, wie die eigenkapitalfinanzierten Gesellschaften dieses aktive Involvement ausüben.

So stellen bspw. auch Bruno et al. (1987: 55-56) sowie Gorman und Sahlman (1989: 237-241) fest, dass im Rahmen einer aktiven Beratung auch die temporäre Übernahme operativer Linienaufgaben in der Beteiligung durch einen Vertreter oder Abgesandten der Private-Equity-Gesellschaft stattfindet. Dieser Mitarbeiter bereitet dann nicht nur bedeutende Entscheidungen mit vor, sondern agiert als Manager oder sogar Unternehmer auf Zeit. Er ist auch im Tagesgeschäft für die Entscheidungsumsetzung und die laufende Aufgabenbewältigung verantwortlich. Dies dient neben der Wertschöpfung in der Beteiligung auch der Reduzierung der mit der Investition verbundenen Risiken.

Ausgehend von der Definition und Charakterisierung für aktive Fonds in Abschnitt 5.4.1.2 wird im Folgenden die aktive Betreuung der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften näher betrachtet. Dabei erfolgt die Unterscheidung zwischen den zwei Teilbereichen der Unterstützung bei inhaltlichen Fachfragen sowie der Methoden- und Prozessunterstützung.

Die Unterstützung bei inhaltlichen Fachfragen konzentriert sich zum einen auf Hilfestellungen bei Themen, denen das Management der Beteiligung aufgrund mangelnder Qualifikation nicht gewachsen ist, und zum anderen auf Entscheidungen von großer Tragweite, die eine enge Abstimmung mit der Private-Equity-Gesellschaft erforderlich machen. Methoden- und Prozessunterstützung erhält die Beteiligung einer aktiven Private-Equity-Gesellschaft, indem Hilfestellung im Rahmen der Prüfung von Realisierbarkeit und Wirtschaftlichkeit von Vorschlägen, Strategien oder Ideen geleistet wird, eine Beteiligung an der Maßnahmenplanung erfolgt oder das Kontakt-Netzwerk zur Verfügung gestellt wird.

Die eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaft hat jedoch aufgrund der besonderen Charakteristika der Situation einen eigenen Unternehmensbereich, der für die Umsetzung der Betreuungsmaßnahmen verantwortlich ist. Dies hat zum einen den Vorteil, dass die Investment Professionals, die den Erwerb und die spätere Veräußerung der Beteiligungen betreuen, von diesen Aufgaben, die keinen Bezug zu ihrem originären Kerngeschäft besitzen, entlastet sind, und zum anderen eine höhere Spezialisierung der Mitarbeiter erfolgen kann. Dabei können sich sowohl die Mitarbeiter des operativen Bereichs als auch die Investment Professionals spezialisieren.

Neben der Spezialisierung führt diese Funktionstrennung unter anderem dazu, dass auch eine größere Anzahl von Beteiligungen ins aktiv betreute Portfolio aufgenommen werden kann. Bei den fondsfinanzierten Gesellschaften wurde bereits deutlich, dass die Investment Professionals

einen Großteil ihrer Arbeitszeit mit der Betreuung der Beteiligungen verbringen müssen. Die Trennung in operative Betreuung nach Übernahme auf der einen Seite und Unternehmenskauf und -verkauf auf der anderen Seite führt zur Beseitigung dieses Engpasses, wodurch das Portfolio eben nicht auf nur wenige, aktiv betreute Portfoliounternehmen eingeschränkt sein muss. Während bei den aktiven Fonds Finanz-, Management- und Technikexpertise sowie Unternehmergeist im Management der Private-Equity-Gesellschaft gebündelt sind (siehe dazu Abschnitt 5.4.1.2), ist dies bei den eigenkapitalfinanzierten Gesellschaften auf die entsprechend spezialisierten Mitarbeiter verteilt.

Eine wesentliche Aufgabe des Unternehmensbereichs, der die operative Betreuung nach der Übernahme verantwortet, besteht darin, der Beteiligung bzw. den Mitarbeitern und dem Management der Beteiligung das Ausmaß der Situation, in der sie sich befinden, zu verdeutlichen. Häufig wird das Management durch eigene Manager ersetzt bzw. dem bisherigen Management, welches wichtige Branchenkenntnisse besitzt, ein eigener Manager zur Seite gestellt, der dieses um Erfahrungen der besonderen Situation ergänzt. Analog zur Vorgehensweise beim klassischen Buyout, erhält das Management der Beteiligung einen Anteil am Unternehmen, was den Interessengleichlauf sicherstellt.

#### 5.4.2.3 Zielunternehmen eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften

Zur Definition von potenziellen Zielunternehmen eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften ist es zunächst notwendig, den bereits in Abschnitt 5.4.2.1 im Rahmen der Darstellung der Finanzierung angesprochenen Zusammenhang zwischen Eigenkapital-Finanzierung und hohem Ausmaß an Involvement der eigenen Mitarbeiter genauer zu untersuchen. Zunächst erscheint es sinnvoll, die beiden Charakteristika „Eigenkapital-Finanzierung“ und „hohes Ausmaß an Involvement der eigenen Mitarbeiter“ auf ihre Implikationen hin zu untersuchen. Folgende Tabelle gibt einen Überblick über die Implikationen einer reinen Eigenkapitalfinanzierung:

Vorteile	Nachteile
<ul style="list-style-type: none"> <li>- unabhängig von Entscheidungen Dritter, wie bspw. Banken- oder Fondsausschüsse</li> <li>- 100% Anspruch auf erzielte Gewinne</li> <li>- Signalling: Glaubwürdigkeit und Commitment</li> <li>- Hohe Geschwindigkeit und Flexibilität</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- hohes Risiko durch Vollhaftung von Eigenkapital</li> <li>- der Leverage-Effekt kann nicht erzielt werden</li> <li>- geringe Kaufpreis- bzw. Transaktionsvolumina, da Eigenkapital aufgrund der Haftung stets teurer ist als Fremdkapital</li> </ul>

Tabelle 7: Mit Eigenkapitalfinanzierungen verbundene Vor- und Nachteile (Quelle: Eigene Darstellung).

Eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften akzeptieren die Vor- und Nachteile, die mit dieser Form der Finanzierung verbunden sind. Offensichtlich sind sie zu dieser Akzeptanz nicht gezwungen, denn in ihrer Entscheidung zur 100% Eigenfinanzierung waren sie frei, da

ihnen zumindest in einem gewissen Maß Fremdfinanzierungsmöglichkeiten, wie bspw. das Fundraising von Fondsgeldern, offen gestanden hätten.

Unterstellt man dem Management nutzenmaximierendes Verhalten, überwiegen demnach die Vorteile die Nachteile. Dies muss sichergestellt werden, indem sich die Vorteile durch Handlungen und Maßnahmen auch in der Tat einstellen, die Nachteile sich aber ebenfalls in ihren Grenzen halten.

Diese mit der Eigenkapital-Finanzierung verbundenen Vor- und Nachteile bzw. Stärken und Schwächen scheinen gerade auch Implikationen auf das Verhalten der Private-Equity-Gesellschaft im Rahmen der klassischen Make-or-buy-Entscheidung zu haben, denn es wurde bereits deutlich, dass der Anteil an Tätigkeiten, der mit eigenen Mitarbeitern durchgeführt wird, bei den eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften höher ist. Das Ausmaß an intern durchgeführten Tätigkeiten bzw. das Involvement der eigenen Mitarbeiter erstreckt sich vom Screening über den Transaktionsabschluss und die Betreuung bis hin zum Exit. Die Make-or-buy-Entscheidung wurde offensichtlich eindeutig zu Gunsten des „make“, also der Selbsterstellung der Leistung, getroffen.

In der Vergangenheit betraf die Entscheidung zwischen „make“ (Eigenerstellung) und „buy“ (Fremdbezug) vor allen Dingen die Bereiche Produktion und Beschaffung eines Unternehmens. Berlien (1993) konstatiert, dass diese Entscheidung vornehmlich situativ von Kapazitätsengpässen, Kostenaspekten sowie Wirtschaftlichkeitsanalysen beeinflusst wurde und somit fast ausschließlich operativen Charakter hatte. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die mit dieser Entscheidung verbundenen Vor- und Nachteile.

	Vorteile	Nachteile
<b>Make</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ausnutzung langjähriger Erfahrungen</li> <li>- Involvierung verbundener Unternehmensbereiche</li> <li>- Kontrolle über das Projekt</li> <li>- Erzielung von Lerneffekten</li> <li>- Notwendige Änderungen können schnell und effizient berücksichtigt werden</li> <li>- Unabhängigkeit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bereitstellung notwendiger Kapazitäten</li> <li>- Gefahr der Fehlerproduktion</li> <li>- Gefahr von Doppelarbeiten</li> </ul>
<b>Buy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nutzung externen Partner-Know-hows/Expertise</li> <li>- Vermeidung von Doppelarbeiten</li> <li>- Konzentration auf eigene Schlüsselfelder</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Abhängigkeiten (Fähigkeiten/Termine)</li> <li>- Keine (Weiter-) Entwicklung eigenen Know-hows, Hemmung der Kreativität</li> <li>- Kein direkter Einfluss auf Qualität</li> <li>- Schwierigkeiten beim Technologietransfer</li> <li>- Zeitliche Abhängigkeit der Fertigstellung</li> <li>- Not-invented-here Syndrom</li> <li>- Transaktionskosten</li> </ul>

Tabelle 8: Mit der Make-or-buy-Entscheidung verbundene Vor- und Nachteile (Eigene Darstellung).



Wesentliches Kriterium für die Entscheidung zwischen „make“ oder „buy“ waren die damit verbundenen Transaktionskosten. Diese unterteilen sich in Kosten vor und nach Vertragsabschluss. Vor Vertragsabschluss fallen Anbahnungskosten in Form von Informationssuch- und -beschaffungskosten sowie Vereinbarungskosten in Form von Vertragsformulierungs- und -einigungskosten an. Nach Vertragsabschluss fallen Kontrollkosten in Form von Sicherstellungskosten für die Einhaltung von Preisen, Mengen und Qualität sowie Anpassungskosten in Form von Durchsetzungskosten für notwendige Änderungen an (Benkenstein und Henke 1993: 78). Seit geraumer Zeit werden, unter anderem ausgelöst durch den Shareholder-Value-Gedanken, alle Unternehmensfunktionen und -bereiche im Hinblick auf Make-or-buy-Entscheidungen untersucht.

Bei Übertragen der gewonnenen Erkenntnisse aus den Vor- und Nachteilen im Rahmen der Make-or-buy-Entscheidung auf die vorliegende Problemstellung kann die Kooperation (co-operate-Strategie) zwischen eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften nahezu ausgeschlossen werden. Gerade das Private-Equity-Geschäft unterliegt in höchstem Maße der Vertraulichkeit, durch flache Hierarchien und einfache Strukturen ist ein hoher Koordinationsbedarf nicht zu stemmen und Eigeninitiative und Kreativität bspw. im Bereich des Financial Engineerings stellen einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil zur Abgrenzung von Wettbewerbern derselben Branche dar. Die Vorteile der Kooperation wie Kostensenkungspotenziale oder Synergieeffekte können die Nachteile nicht kompensieren.

Bleibt dennoch die entscheidende Frage bestehen, ob aus Sicht der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften nicht auch ein Outsourcing, also die „buy“-Entscheidung sinnvoll sein kann. So könnte das Screening durch Beratungsgesellschaften, die Vertragsverhandlungen durch renommierte Anwaltskanzleien und die Betreuung durch erfahrene Berater erfolgen. Die Praxis zeigt aber, dass die eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften dazu neigen, nahezu alle Prozesse „inhouse“ mit eigenen spezialisierten Mitarbeitern durchzuführen. Dies kann auf die mit der Selbsterstellung verbundenen Vorteile und die mit der Fremdvergabe verbundenen Nachteile zurückgeführt werden.

Nach Gründung der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft, die sich meist aus erfahrenen M&A-Mitarbeitern, wie Investmentbankern, Beratern und Investment Professionals zusammensetzen, können die erworbenen Kenntnisse und Fähigkeiten optimal ausgenutzt und eingesetzt werden. Es wurde zudem bereits darauf hingewiesen, dass ein eigener Unternehmensbereich für die Betreuung der Beteiligungen nach Übernahme verantwortlich ist. Verbleibt der gesamte Prozess der Akquisition und anschließenden Betreuung im Haus, können die beiden Unternehmensbereiche „Akquisition“ und „operative Betreuung“ optimal zusammenarbeiten und sich gegenseitig ergänzen. Dadurch wird eine Konservierung des Wissens über den gesamten Transaktionsverlauf sichergestellt. Darüber hinaus behält die eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaft über den gesamten Prozess hinweg die vollständige Kontrolle über das Gesamtprojekt, welches aus Erwerb, Betreuung und Wiederveräußerung besteht. Da das Private-Equity-Geschäft als solches einer starken

Dynamik unterliegt und sich die zu berücksichtigenden Parameter vor und nach Transaktionsabschluss ständig ändern, spielt auch die Berücksichtigung dieser Änderungen im Handeln der Akteure eine besondere Rolle. Die notwendige Flexibilität bietet nur die Selbsterstellung der Leistungen. Auch die Unabhängigkeit von Dritten bei Entscheidungen, Zeitfenstern oder der Qualität der Arbeit ist ein besonders hervorzuhebender Vorteil, da Unabhängigkeit stets auch mit erhöhter Geschwindigkeit verbunden ist (Armbrüster (2006: 101-115) analysiert die Kriterien eines Unternehmens, welches sich der Entscheidungssituation ausgesetzt sieht, interne oder externe Unternehmensberatungen zu engagieren. Die Grundlagen der Entscheidungssituation sind parallel zur Make-or-buy-Entscheidung der Private-Equity-Gesellschaft und bieten daher eine weiterführende Analysemöglichkeit zur Vorteilhaftigkeit interner versus externer Dienstleistungen).

Den mit der „make“-Entscheidung verbundenen Gefahren wie Doppelarbeiten, Fehlerproduktion oder der Bereitstellung überflüssiger Kapazitäten begegnet die eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaft aktiv mit entsprechenden Mechanismen. Dazu zählen die Herstellung einer gemeinsamen Interessenausrichtung durch Incentivierung oder eine intensive Betreuung. Vor diesem Hintergrund ist es offensichtlich, dass im Gegenzug die Nachteile der „buy“-Entscheidung bei weitem die Vorteile überkompensieren. So ist das Know-how bereits im Haus vorhanden oder es wird hinzugefügt. Auch eine Konzentration auf Schlüsselfelder ist bereits erfolgt. Zur Aufrechterhaltung der hohen Geschwindigkeit kann sich die eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaft keine Abhängigkeiten von Dritten, wie bspw. bei der Qualität oder dem Zeitpunkt des Erhalts von Due-Diligence-Berichten, erlauben. Hinzu kommt, dass hochsensible Informationen bereitgestellt werden müssten, welche häufig gerade in der Private-Equity-Branche Wettbewerbsvorteile darstellen.

Zusammenfassend lässt sich schlussfolgern, dass mit der Selbsterstellung im Falle der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften vor allem drei entscheidende Eigenschaften einhergehen:

- Sicherung einer hohen Geschwindigkeit,
- Sicherung eines Informationsvorsprungs,
- Sicherung einer bereichsübergreifenden Zusammenarbeit über den gesamten Private-Equity-Transaktionsverlauf hinweg.

Aus der Perspektive des Transaktionskostenansatzes scheint die Eigenerstellung sinnvoll, da die Transaktionskosten im Vergleich zum Fremdbezug der Leistungen durch die Private-Equity-Gesellschaft geringer sind. Vor dem Hintergrund der Agency-Theory führt die Eigenerstellung darüber hinaus zu einer Abschwächung bzw. Eliminierung einer weiteren Principal-Agent-Beziehung. Denn neben dem Wegfall der Beziehung zwischen Investor und eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaft verbessert sich zudem die Beziehung zwischen der Gesellschaft und dem Agenten, der für die Betreuung verantwortlich ist.

Scheinbar existiert ein Betätigungsfeld, welches gerade durch solche Eigenschaften charakterisiert ist, auf dem die eigenkapitalfinanzierten Gesellschaften diese Vorteile einsetzen

und zu komparativen Wettbewerbsvorteilen umwandeln können. In Abschnitt 4.1.1 wurden die Tätigkeitsfelder der Private-Equity-Gesellschaften generell bereits dargestellt. Um die genannten Eigenschaften zu komparativen Wettbewerbsvorteilen umwandeln bzw. adäquat einsetzen zu können, muss der Markt, die Branche oder die Situation durch Eigenschaften gekennzeichnet sein, die die Vorteile der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften zur Geltung kommen lassen. Im Folgenden werden die in Abschnitt 4.1.1 dargestellten Tätigkeitsfelder unter diesen Gesichtspunkten untersucht.

Der Bereich Venture Capital im eigentlichen und ursprünglichen Sinn ist derjenige, aus dem heraus sich das Private-Equity-Geschäft der Gegenwart entwickelte. Eine weitere Betrachtung des Bereichs Venture Capital im Rahmen einer potenziellen Eigenkapital-Finanzierung erscheint nicht sinnvoll, da sich eine Vorteilhaftigkeit vollständig eigenkapitalfinanzierter Venture-Capital-Gesellschaften über den Lauf der Zeit durchgesetzt hätte. Dies ist aber nicht eingetreten, was sicherlich damit verbunden ist, dass der häufigste Exit-Weg, den Venture-Capital-Gesellschaften mit ihren Beteiligungen beschreiten, der der Liquidation ist. Lediglich manche Beteiligungen werden erfolgreich verkauft und kompensieren die Verluste derer, die liquidiert werden. Dieses Risiko wäre für eine 100% eigenkapitalfinanzierte Venture-Capital-Gesellschaft zu hoch, da sie die Anfangsverluste rein aus eigenen Mitteln des Managements tragen müsste.

Der Bereich der Acquisitions und Buyouts ist, wie bereits in Abschnitt 5.4.1.3 dargestellt, durch die fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften belegt. Aufgrund der hohen Kaufpreise, die für gesunde Unternehmen mit nachhaltigen Cashflows gezahlt werden müssen, ist dieser Markt für die eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften nicht interessant. Eigenkapital ist die teuerste Form von Kapital. Eine fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaft kann immer höhere Preise für Beteiligungen anbieten, da für sie Kapital, durch den hohen Anteil von Fremdkapital, stets günstiger ist.

Als letztes verbleibendes Tätigkeitsfeld für Private-Equity-Gesellschaften bleibt nur der Bereich der besonderen Situationen, der Special Situations (siehe dazu Abschnitt 4.1.2). Zu den Special Situations zählen die Bereiche Restrukturierung, Nachfolge, Neue Produkte und Technologien, Working Capital, Stärkung der Bilanz, Going Private und Privatisierung. Schon der Begriff Special Situations, besondere Situationen, impliziert eine gewisse Aufmerksamkeit auf besondere Details.

Investitionen in neue Produkte und Technologien gehen mit steigendem Kapitalbedarf einher und somit einem erhöhten Risiko. Denn der Effekt dieses neuen Produktes bzw. der neuen Technologie kann selten im Vorfeld mit Sicherheit eingeschätzt werden kann. Hierfür ist Eigenkapital wiederum eine zu teure Art von Kapital.

Investitionen ins Working Capital oder sonstige Investitionen in die Bilanz eines bestehenden Unternehmens, Going Privates und Privatisierungen implizieren ebenfalls einen hohen Kapitalbedarf. Dieser kann teilweise durch herkömmliche Finanzierungsformen oder

fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften effizienter und kostengünstiger angeboten werden.

Übrig bleiben die bisher nicht beleuchteten Bereiche der Restrukturierung und Nachfolge. Beide Betätigungsfelder für Private Equity, Restrukturierung bzw. Turnaround und eine ungelöste Nachfolgeregelung, haben zahlreiche übereinstimmende Charakteristika. Die bedeutendsten sind ein fehlendes Maß an intensiver Betreuung, Ungewissheit in Bezug auf die Zukunftsentwicklung, Unruhe bzw. Fluktuation bei den Arbeitnehmern und Unsicherheit auf Seiten der Zulieferer und Kunden. Zurückzuführen sind diese Erscheinungen auf die mangelnde Perspektive. Weder bei der Restrukturierung bzw. dem Turnaround noch bei der Nachfolgeregelung sind die Zukunftsaussichten gewiss. So ist es fraglich ob ein Unternehmen die Krise überwindet oder die Reorganisation erfolgreich ist. Analog verhält es sich bei der Nachfolgeproblematik, bei der ein Nachfolger meist nicht fest steht. Auch wenn sich eine Lösung in diesen Fällen abzeichnet, bleibt ein relativ hohes Maß an Ungewissheit. Ob die eingeschlagene Richtung erfolgversprechend ist und welche Konsequenzen resultieren, lässt sich in diesem Stadium nur schwer prognostizieren. Für die Mitarbeiter bedeutet dies Arbeitsplatzunsicherheit und gerade das Management fühlt sich in seiner Existenz gefährdet. Kunden und Zulieferer orientieren sich um, weil sie ihre Nachfrage bzw. ihren Absatz sichern müssen.

Nach diesen Erkenntnissen stellt sich die Frage, ob eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften mit dieser Situation umgehen können und unter welchen Umständen sich daraus sogar komparative Wettbewerbsvorteile gegenüber fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften und herkömmlichen Finanzierungsformen aufbauen und aufrechterhalten lassen. Dabei ist die wiederholte Betrachtung der zwei wesentlichen Unterscheidungsmerkmale zwischen fonds- und eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften aufschlussreich. Wie dargestellt wurde, ist Eigenkapital auf der einen Seite die teurere Finanzierung im Vergleich zu Fremdkapital, auf der anderen Seite verleiht Eigenkapital der Gesellschaft aber eine höhere Geschwindigkeit und Glaubwürdigkeit. Zudem ist die intensive Betreuung der Beteiligungen im Anschluss an die Transaktion durch eigene Mitarbeiter der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft gewährleistet.

In der Situation der Restrukturierung bzw. des Turnarounds sowie der ungelösten Nachfolgeregelung sind Potenziale des Unternehmens aufgrund einer vielschichtigen Ungewissheit vernachlässigt. Im wirtschaftlichen Sinn bedeutet dies, dass das Unternehmen nicht die nachhaltigen Erträge erwirtschaftet, wie in der Zeit vor Auftreten der besonderen Situation. Hinzu kommt die Tatsache, dass die Cashflows, selbst wenn sie noch in ausreichender Höhe bestehen sollten, natürlich mit hoher Ungewissheit und mit Risiken belastet sind. Die Bewertung im Rahmen einer Kaufpreis-Zuweisung für Unternehmen, welche sich in Krisensituationen befinden, müssen diese Risiken einpreisen. Im Ergebnis ist diese Unternehmensbewertung deutlich geringer als die eines vergleichbaren Unternehmens, welches sich nicht in der Krise befindet.

Geringere Kaufpreise auf der einen Seite und ungewisse, risikobehaftete und unter Umständen geringe Cashflows auf der anderen Seite sind Gegebenheiten, die es den eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften erlauben, ihre Stärken auszuspielen. Während die fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften nicht zuletzt aufgrund einer passiveren Betreuungsweise und dem hohen Kapitalaufkommen große Unternehmen mit hohen Kaufpreisen bevorzugen, ist es im Interesse der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften, geringere Kaufpreise zu zahlen. Auch die risikobehafteten und ungewissen Cashflows disqualifizieren diese Zielunternehmen für ein Investment von fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften. Für die Bedienung des mit dem Kaufpreis zusätzlich aufgenommenen Fremdkapitals benötigt das Zielunternehmen nämlich Liquidität in Form von Cashflow, um die Zins- und Tilgungslast zu bedienen. Da eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften kein zusätzliches Fremdkapital zur Darstellung der Transaktionssumme benötigen, sind sie auch in der Anfangsphase nicht auf nachhaltige, sicher auftretende positive Cashflows angewiesen.

Die hohe Geschwindigkeit der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften verdanken diese neben der „inhouse“-Durchführung der Tätigkeiten vor allem den nicht vorhandenen Auflagen zur Abstimmung mit Fremdkapitalgebern und deren Gremien. Dadurch besitzen sie sowohl beim Treffen als auch beim Umsetzen von Entscheidungen einen entscheidenden Vorteil. Gerade die Situationen Restrukturierung bzw. Turnaround sowie die der Nachfolgeregelung haben eine sehr hohe immanente Dynamik. Entscheidungen müssen meist sehr schnell getroffen werden, eben bevor Mitarbeiter das Unternehmen verlassen, Kunden oder Zulieferer abspringen oder das Unternehmen Insolvenz anmelden muss.

Mit der Eigenkapital-Finanzierung gehen darüber hinaus große Glaubwürdigkeit und starkes Commitment einher. Die Risikostruktur von rein eigenkapitalfinanzierten Transaktionen ist besonders bedeutend, da Eigenkapital wie bereits dargestellt wurde, in voller Höhe dem Risiko ausgesetzt ist. Dadurch erfolgt ein Signalling, welches sich positiv auf das Zielunternehmen und dessen Stakeholder auswirkt.

Die Betreuung der Beteiligung nach Übernahme erfolgt bei eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften, wie bereits dargestellt wurde, durch einen dafür eigens eingerichteten Unternehmensbereich. Durch diese „make“-Entscheidung können langjährige Erfahrungen optimal zur Geltung kommen. Änderungen, die sich aufgrund der Situations-immanenten Dynamik ergeben, können schnell und effizient aufgegriffen und berücksichtigt werden. Restrukturierungs- und sonstiges Fach-Know-how muss nicht an Dritte weitergegeben werden. Ein geringer Formalismus impliziert zudem eine „hands-on“-Strategie und Umsetzung mit extrem geringen Reibungsverlusten. Auch hier ist die eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaft mit ihrem hohen Maß an intern durchgeführten Tätigkeiten im Vergleich zu den fondsfinanzierten Gesellschaften mit einem meist hohen Maß an Outsourcing im Vorteil.

Da es sich bei den eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften noch um ein sehr junges Phänomen handelt, ist in der Literatur zur Zeit der Erstellung der vorliegenden Arbeit

kein umfassender Überblick vorhanden. Daher wurden einzelne Komponenten, die in der Betriebswirtschaftslehre bereits etabliert sind, wie die mit Eigenkapital verbundenen Vor- und Nachteile, die Make-or-buy-Entscheidung oder die Bedeutung der Betreuung von Beteiligungsunternehmen, aus ihrem Kontext genommen und zu einem neuen Konzept zusammengefügt. Dieses Konzept existiert, wie die Beispiele zeigen, in der Praxis seit einigen Jahren. Teilweise nutzten eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften in der Rechtsform der AG sogar die Börse, um Kapitalerhöhungen durchzuführen und sich für weitere Investments zu refinanzieren (Dieser Prozess ist jedoch nicht gleichzusetzen mit einem Börsengang, wie ihn die fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaft Blackstone im Juni 2007 durchführte. Die Beweggründe bei Blackstone waren quasi eine nutzenoptimierte Nachfolgeregelung der ehemaligen Gründer, die ihre Firma gewinnbringend verkaufen wollten. Der IPO war dabei deutlich vielversprechender als der Verkauf an Nachfolgeunternehmer. Der Börsenwert von Blackstone lag am ersten Tag bei umgerechnet über EUR 40 Mrd., Hesse 2007: 23). In der aktuellen Literatur wird auf die Tatsache der Finanzierungsstruktur von Private-Equity-Gesellschaften vor diesem Hintergrund bisher nicht eingegangen. Anders hingegen verhält sich dies im Rahmen der Situationen Restrukturierung bzw. Turnaround und Nachfolgeregelung. Diese Bereiche wurden als interessantes Feld für die Wissenschaft entdeckt und werden derzeit viel diskutiert. Eine eindeutige Aussage vor dem Hintergrund des Forschungsziels der vorliegenden Arbeit kann aufgrund der Vernachlässigung des Finanzierungsthemas noch nicht getroffen werden (Zur Vertiefung von aktuellen Trends im Bereich Restrukturierung bzw. Turnaround und Nachfolgeregelung bieten sich folgende Quellen an: Deutsche Bank Research 2007: 13-15, Endlweber 2007: 22-23, Passmann 2007: 12-17, o.V. 2007: 85-86; Finanzierungsreport: Jahresrückblick: M&A-Aktivitäten, o.V. 2007: Finanzinvestoren kommen im Mittelstand voran, Schäfer 2007: 17 sowie Hedtstück 2007: 68-69).

Wie eingangs im Kapitel Private Equity aufgezeigt wurde, handelt es sich bei Private Equity als Finanzierungsform um nicht börsengehandeltes Eigenkapital. Es wurde dargestellt, dass Private-Equity-Gesellschaften, die in der Rechtsform der AG betrieben werden, auch über die Börsen an zusätzliches Kapital gelangen können. Es liegt nun die Vermutung nahe, dass man in diesem Falle von börsengehandeltem Eigenkapital und somit von Public Equity sprechen könnte. Bei dieser vergleichbar jungen Form der Finanzierung der Private-Equity-Gesellschaft über die Börse hat sich aber noch kein einheitlicher Begriff durchsetzen können. Der Begriff Public Equity fand zuvor schon Verwendung für Private-Equity-Investments in börsennotierte Gesellschaften (Diese Form wird auch unter dem Begriff „PIPE“, Private Investments in Public Equity, geführt). Die Definition macht deutlich, dass Public Equity bisher nicht die Herkunft des Kapitals, wie das bei Private Equity der Fall ist, sondern die Kapitalverwendung kennzeichnet (PIPE's werden ausführlich untersucht von Dresner und Kim 2005 sowie Biermann 2003). Der Begriff Public Equity ist aber auch bereits für Beteiligungskapital in Verwendung, welches von staatlichen Institutionen zur Verfügung gestellt wird (Scherltner 2002: 1117). Aufgrund der derzeitig erfolgenden Verwendung des Begriffs Public Equity, soll

er im weiteren Verlauf dieser Arbeit nicht weiter aufgegriffen werden, um irreführende Verbindungen auszuschließen. Die logische Konsequenz, die aus der Weiterentwicklung des Begriffs Private Equity zu folgen hätte, wäre die Verwendung des Begriffs Public Equity im Sinne von börsengehandeltem Eigenkapital. Dies soll nur als Anmerkung dienen, um sich in der weiterhin vielfach erscheinenden Literatur zu diesem Thema zurechtzufinden.

In diesem Abschnitt wurde deutlich, welche Situationen gewisse Charakteristika besitzen, die es den eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften erlauben, ihre Fähigkeiten optimal einzusetzen und komparative Wettbewerbsvorteile zu erzielen. Diese Situationen waren Restrukturierungs- bzw. Turnaround-Situationen sowie die Lösung der Nachfolgeproblematik. Zielunternehmen der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften können daher zusammenfassend wie folgt charakterisiert werden: Sie befinden sich in einer Form der Umbruchsituation, die in einer mehr oder weniger signifikanten Störung des Geschäftes zum Ausdruck kommt und daher eine schnelle Entscheidung gefolgt von intensiver Betreuung erforderlich macht.

In dieser Situation sind fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften gleich mit mehreren Problemen konfrontiert. Erstens könnte der Einzahlungsmodus des Fonds bewirken, dass bei Investments in Unternehmen, die sich in der charakterisierten Situation befinden, Fondsgelder trotz Sanktionen zurückbehalten werden, statt dass den Einzahlungs-Commitments Folge geleistet wird. Notwendige Mittel sind dann nicht auf Abruf vorhanden. Zweitens können die fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften aufgrund der Störung des operativen Geschäftes keine größeren Leveraged-Finanzierungen darstellen und drittens eine schnelle Entscheidung nicht so leicht herbeiführen, da sie neben Bankengremien auch stets interne Investorengremien konsultieren müssen.

Die eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften haben ihre situative Überlegenheit erkannt und ihren Investitionsfokus, oder Investment Approach, genau auf diesen Bereich abgestimmt. So suchen bspw. AdCuram, Aurelius und Arques nach Unternehmen in Restrukturierungssituationen. Dazu führen diese drei Gesellschaften in ihrem Kriterienkatalog unter anderem wirtschaftlich oder gesellschaftsrechtlich komplexe Situationen, Umbruch- und Sondersituationen, operative Probleme, Nachfolgeregelungen, Technologiewandel usw. auf. Die Gemeinsamkeit dieser potenziellen Investitionssituationen ist die Tatsache, dass der bisherige Eigentümer nicht willens oder in Lage ist, die Einflussfaktoren, die die besondere Situation hervorgerufen haben, aus eigener Kraft zu bewältigen. Der für den Alt-Gesellschafter einzige Ausweg ist die Veräußerung des Unternehmens. Ob dies zum Vorteil für die an einer Transaktion beteiligten Parteien ist und wie sich die Vorteilhaftigkeit einer Private-Equity-Transaktion in einer derartigen Situation im Vergleich zu herkömmlichen Finanzierungsformen verhält, wird in den folgenden Kapiteln dieser Arbeit diskutiert.

Die Strategie der Spezialisierung auf den Umgang mit diesen situationstypischen Besonderheiten legt jedoch bereits den Verdacht nahe, dass die Stärken aus der Eigenkapitalfinanzierung und der intensiven Betreuung zu komparativen Wettbewerbsvorteilen ausgebaut

und die Schwächen in den Hintergrund gedrängt werden können. Die Entstehung der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft ist letztlich auf Turnaround- bzw. Distressed-Situationen zurückzuführen. Gegenüber den fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften sind die Vorteile in Form der aktiven Betreuung und der hohen Geschwindigkeit nochmals stärker ausgeprägt. Daher kann die dritte Forschungsfrage auch dahingehend beantwortet werden, dass Turnaround-Investitionen durch Private-Equity-Gesellschaften gerade deswegen zunehmen, weil sich eine spezialisierte Form herausgebildet hat. Die besonderen Fähigkeiten und Fertigkeiten, welche die eigenkapitalfinanzierten gegenüber den fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften nochmals weiterentwickelt haben, sind auf die Situation der Unternehmenskrise zugeschnitten.



## **6. Entwicklung eines Analyserasters zur Beurteilung der Finanzierungsformen vor dem situativen Kontext der Unternehmenskrise**

In den vorangegangenen Kapiteln 4 und 5 zu Private Equity wurden aus der Perspektive des Forschungsziels drei Untersuchungsstränge beleuchtet. Zum einen stellte sich aus der finanzierungstheoretischen Betrachtung heraus, dass Private Equity als vorteilhafte und geeignete Finanzierungsform für die Situation der Unternehmenskrise betrachtet werden kann. Zum anderen wurde deutlich, dass sich am klassischen Markt für Unternehmensbeteiligungen bis zum Jahr 2008 ein Mittelüberhang, ein Overhang-of-Funds, abzeichnete. Es folgte die Vereinigung dieser beiden Entwicklungsrichtungen in einem dritten Strang, in welchem sie gemeinsam mit der Berücksichtigung der originären Finanzierung von Private-Equity-Gesellschaften analysiert wurden. Das Ergebnis ist ein Überwiegen der Chance zur Spezialisierung aufgrund zahlreicher mit Private Equity verbundener Vorteile. Natürlich ist die marktinduzierte Notwendigkeit bedingt durch den sich abzeichnenden Mittelüberhang nicht als Hindernis anzusehen. Im Gegenteil, mehr Private-Equity-Gesellschaften werden den Fokus auf Turnaround-Situationen legen und ihre Vorteile dort nutzen können. Die Entstehung der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften und deren Spezialisierung auf die Situation der Unternehmenskrise kann als weiterer Indikator für die Bestätigung der antizipierten Vorteilhaftigkeit angesehen werden. So sind es gerade die eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften, bei denen die für die Situation der Unternehmenskrise bedeutenden vorteilhaften Eigenschaften besonders stark ausgeprägt sind.

Auch wenn die besondere Eignung von Private Equity zur Finanzierung in der Krisensituation durch die vorangegangene Analyse bekräftigt wurde, so besteht noch Erklärungsbedarf in Bezug auf die Vorteilhaftigkeit gegenüber den im 3. Kapitel vorgestellten Finanzierungsformen. Eine dahingehende situative Überlegenheit von Private Equity würde den starken Zuwachs in diesem Segment zusätzlich untermauern und die bisherigen Untersuchungs- bzw. Analyseergebnisse bezüglich der erwarteten Überlegenheit von Private Equity in der Unternehmenskrise bestätigen. Aufschluss wird eine Beurteilung der Finanzierungsformen zur Eignung in der Krise geben.

Zunächst wird in Abschnitt 6.1 die finanzierungstheoretische Erwartungshaltung an die Untersuchungsergebnisse der in der Krise in Betracht kommenden Finanzierungsformen definiert. In Abschnitt 6.2 wird daraufhin ein entsprechendes Analyseraster und Beurteilungsschema entwickelt, welches ausgewählte Kriterien zusammenführt. Anschließend erfolgt in Kapitel 7 die Untersuchung mithilfe des in diesem Kapitel entwickelten Analyserasters. In Kapitel 8 wird eine abschließende Zusammenführung der Analyseergebnisse und der Finanzierungstheorie vorgenommen. Dazu werden die Ergebnisse der Untersuchung aus Kapitel 7 gegenübergestellt und bewertet. Zusätzlich werden die gewonnenen Erkenntnisse vor dem Hintergrund der finanzierungstheoretischen Erwartungshaltung reflektiert.

## 6.1 Finanzierungstheoretische Erwartungen an die Analyse der Finanzierungsformen

Bevor eine Interpretation der aus der Finanzierungstheorie ableitbaren Aussagen vor dem Hintergrund der Unternehmenskrise erfolgt, sollen die zugrundeliegenden situativen Rahmenbedingungen kurz aufgegriffen werden. Diese Einordnung in den situativen Kontext ist unerlässlich, da die Implikationen auf die Beurteilung der Finanzierungsformen von entscheidender Bedeutung sind.

Als Essenz des 2. Kapitels zur Unternehmenskrise kann zusammenfassend festgehalten werden, dass sich die Situation der Unternehmenskrise durch eine zunehmende Einengung von insbesondere finanziellen Handlungsspielräumen auszeichnet. Daher kommt der weiteren Finanzierung eines Unternehmens in dieser Notlage eine besondere Bedeutung zu. Das Wiedererlangen finanzieller Handlungsspielräume ist die notwendige Voraussetzung zur erfolgreichen Sanierung und zur Sicherung des Fortbestandes des Unternehmens. Die finanzwirtschaftliche Sanierung legt daher die Basis für die folgende leistungswirtschaftliche Sanierung.

Analog zur Anwendung der Finanzierungstheorie auf Private Equity im 5. Kapitel soll an dieser Stelle zunächst der situative Kontext eines Krisenunternehmens definiert werden. Dazu dient erneut der Aussagenkatalog der Finanzierungstheorie aus Abschnitt 3.2.3 als Leitfaden. Ein Krisenunternehmen hat definitionsgemäß eine geringe Profitabilität. Die erwartete Investitionshöhe sollte hoch sein, denn das Unternehmen ist am Markt mit den Produkten und Dienstleistungen offensichtlich wenig erfolgreich, was in der Folge zu einem ausgeprägten Anpassungs- oder Wandlungsdruck führt. Der Verschuldungsgrad ist tendenziell ebenfalls hoch, da ein Krisenunternehmen die finanziellen Handlungsspielräume ausgeschöpft hat und das verbleibende Eigenkapital buchhalterisch durch die Verluste aufgezehrt wurde. Entsprechend ist die Dividende gering, sonst würde durch eine Reduktion der Dividendenzahlungen noch Handlungsspielraum bestehen. Über die Größe des Krisenunternehmens kann keine Prognose oder Tendenz abgegeben werden. Große Unternehmen weisen häufig einen höheren Grad an Diversifizierung und damit eine geringere Volatilität als Schutz vor konjunkturellen Schwankungen auf. Auf der anderen Seite können kleine und mittelständische Unternehmen schneller auf sich ändernde Umweltbedingungen reagieren.

Bei geringer Profitabilität besteht zwischen Trade-off- und Pecking-Order-Theory Einigkeit bezüglich einer resultierenden geringen Dividende. Diese Erwartung wird von einem Krisenunternehmen, in der Definition der vorliegenden Arbeit, erfüllt. Denn würde das Unternehmen noch Dividenden ausschütten, wären noch nicht alle Handlungsspielräume ausgeschöpft. Als Ergebnis des hohen Investitionsbedarfs lassen Trade-off-Theory und das komplexe Modell der Pecking-Order-Theory einen geringen Verschuldungsgrad erwarten. Tatsächlich befolgt das Krisenunternehmen aber die Aussage des simplen Pecking-Order-Modells und weist einen hohen Verschuldungsgrad auf. Um diese abweichende Aussage zu klären hilft ein Rückblick auf den Ursprung der ableitbaren Theorieaussagen.

Der Verschuldungsgrad eines der Trade-off-Theory folgenden Unternehmens ist deswegen bei hohen Investitionen gering, weil einerseits kein weiterer Disziplinierungsbedarf aufgrund der bereits beschränkten Cashflow-Verwendungsmöglichkeit besteht und andererseits die Bankruptcy-Kosten sehr hoch sind. Bei einem Krisenunternehmen ist die Motivation des Managements jedoch, das Unternehmen vor der Insolvenz zu bewahren. Dazu muss jedes Finanzierungspotenzial ausgeschöpft werden und somit der Verschuldungsgrad hoch sein.

Die einzige Erklärung für einen geringen Verschuldungsgrad, trotz absoluter Höhe des Fremdkapitals, könnte nur in einem ebenfalls absolut gestiegenen Eigenkapital liegen. Bei Fortschreiten der Krise wird dieses jedoch durch die Verluste aufgezehrt und der Verschuldungsgrad bleibt analog zum simplen Modell der Pecking Order auf sehr hohem Niveau. Die Trade-off-Theory versagt demnach bei Krisenunternehmen bezüglich einer Aussage des Verschuldungsgrads im Zusammenhang mit erwarteter Investitionshöhe. Im komplexen Pecking-Order-Modell ist der gegenwärtige Verschuldungsgrad aufgrund des Vorhaltens einer niedrig verzinslichen Kreditlinie gering. Bei einem Krisenunternehmen bzw. einem Unternehmen, bei dem sich eine Krise abzeichnet, muss diese vorhandene niedrigverzinsliche Kreditlinie genutzt werden. Daher versagt auch das komplexe Pecking-Order-Modell im Zusammenhang mit einer Aussage bezüglich Investitionen und Verschuldungsgrad.

Das simple Modell der Pecking Order beschreibt den Zustand, der auch in einem Krisenunternehmen anzutreffen ist. Dies kann darauf zurückgeführt werden, dass die Beseitigung der Unternehmenskrise zunächst sofortige Handlungen vom Management verlangt. Die eingeengten Handlungsspielräume müssen durch kurzfristigste Maßnahmen direkt wieder ausgebaut werden, sonst gibt es keinen weiteren Bedarf mehr für mittel- und langfristige Konzepte. Auch das simple Modell legt den Fokus lediglich auf die Gegenwart und missachtet, bewusst oder unbewusst, die Zukunft. Dies kommt einer Sanierung in einer absoluten Notsituation wie einer fortgeschrittenen Unternehmenskrise auch am Nächsten.

Bezüglich der Unternehmensgröße und ihrer positiven Korrelation mit dem Verschuldungsgrad und der Dividendenhöhe ist keine eindeutige Aussage möglich. Der hohe Verschuldungsgrad, der für die Situation der Krise so typisch ist, kann bei kleinen genauso wie bei großen Unternehmen anzutreffen sein. Eine klare Tendenz auf die positive Korrelation, wie es beide Finanzierungstheorien vornehmen, ist nicht zu erwarten.

Mit hohem Verschuldungsgrad gehen gemäß der beiden Theorien geringe Dividendenzahlungen einher. Dies deckt sich auch mit der Erwartung an das anzutreffende Krisenunternehmen, welches die potenzielle Senkung der Dividendenzahlungen im Sinne der Ausschöpfung der Innenfinanzierung bereits vorgenommen hat.

Die Trade-off-Theory trifft bezüglich einer geringen Profitabilität die Aussage, der Verschuldungsgrad sei aufgrund der antizipierten steigenden Bankruptcy-Kosten gering. Ein der Pecking-Order-Theory folgendes Unternehmen lässt bei geringer Profitabilität einen hohen

Verschuldungsgrad erwarten, wofür sich die bereits ausgeschöpften Innenfinanzierungspotenziale aus dem laufenden Cashflow verantwortlich zeichnen.

Ein Krisenunternehmen, gekennzeichnet durch geringe Profitabilität wird tendenziell, wie bereits gezeigt, einen hohen Verschuldungsgrad aufgrund der Ausnutzung sämtlicher Finanzierungsmöglichkeiten aufweisen und somit der Pecking Order und deren Argumentation folgen. Auch hierbei versagt die Trade-off-Theory erneut. Interessanterweise trifft das Argumentationsmuster der Trade-off-Theory auf Krisenunternehmen durchaus zu: Die Bankruptcy-Kosten sollten steigen, da das Ausfallrisiko mit fortschreitender Krise zunimmt. Letztlich kann die Abweichung in der Aussage auf die Intransparenz und die zwischen Kapitalgeber und -nehmer asymmetrisch verteilten Informationen zurückgeführt werden. In der Unternehmenskrise nehmen diese Phänomene exponentiell an Bedeutung zu. Die (bestehenden) Kreditgeber werden häufig bewusst oder unbewusst nicht über den tatsächlichen Entwicklungsstand und das Fortschreiten der Krise informiert. Zur vereinfachten Weiterverarbeitung der gewonnenen Erkenntnisse wird in der folgenden Tabelle die finanzierungstheoretische Erwartungshaltung zusammengefasst:

<b>Definierter Zustand Krisenunternehmen</b>	<b>Trade-off-Theory</b>	<b>Pecking-Order-Theory</b>	<b>Entsprechend erwarteter Folgezustand im Krisenunternehmen</b>
Geringe Profitabilität	Geringer Verschuldungsgrad	Hoher Verschuldungsgrad	Tendenziell hohe Verschuldung des Unternehmens, ausschlaggebend für Krisensituation. Widerspruch zu Trade-off-Theory.
	Geringe Dividende	Geringe Dividende	Geringe Dividende als Ergebnis der fehlenden Free-Cashflows.
Hohe erwartete Investitionen	Geringer Verschuldungsgrad	<i>Komplex:</i> Geringer Verschuldungsgrad <i>Simple:</i> Hoher Verschuldungsgrad	Hoher Verschuldungsgrad wie im simplen Modell der Pecking Order zu erwarten. Kein Disziplinierungsbedarf für Cashflows wie bei Trade-off-Theory, kein Vorhalten niedrig verzinslicher Kreditlinie wie bei komplexer Pecking Order.
	Geringe Dividende	Geringe Dividende	Geringe Dividende als Ergebnis der fehlenden Free-Cashflows.
Großes Unternehmen (mit geringer Volatilität)	Hohe(r) Verschuldungsgrad/ Dividende (Substitute)	Hohe(r) Verschuldungsgrad/ Dividende (Substitute)	Keine eindeutige Aussage bezüglich des Zusammenhangs zwischen Unternehmenskrise und Größe des Unternehmens möglich.

Tabelle 9: Finanzierungstheoretische Betrachtung der Krisensituation (Quelle: Eigene Darstellung).

In einer Umwelt, die charakterisiert ist durch absolute Transparenz und einen resultierenden perfekten Informationsstand, sollte jede Finanzierungsform in der Lage sein, auch Unternehmen in der Krise mit Liquidität zu versorgen. Da aber das Gegenteil der Fall ist, ergeben sich erhebliche Risiken. Durch das Bewusstsein über diese bereits drastisch eingeschränkten Handlungsspielräume in der Situation der Unternehmenskrise lassen sich gewisse Finanzierungsformen in der Finanzierungspraxis zu diesem Zeitpunkt nicht mehr einsetzen. Diese Restriktionen ergeben sich aus den gesetzlichen Anforderungen und dem

zusätzlichen Schutzbedürfnis der Kapitalgeber in Form von Sicherheiten. Darüber hinaus engt die Finanzierungspraxis die Verfügbarkeit gewisser Instrumente weiter ein. So ist zum Beispiel die Bereitstellungsgeschwindigkeit teilweise zu gering um den Anforderungen, die aus der Unternehmenskrise resultieren, gerecht zu werden. Im Folgenden werden die in der Krise ungeeigneten bzw. nicht-verfügbaren Finanzierungsformen vorgestellt, da diese im weiteren Verlauf der Analyse nicht näher betrachtet werden.

Im Rahmen der Fremdfinanzierung wurde das Schuldscheindarlehen als langfristiges Finanzierungsinstrument vorgestellt. Jedoch ist es zur Finanzierung in der Krise nicht geeignet, da für die Emission sehr enge Bonitätskriterien herrschen. Ein Unternehmen in der Krise weist naturgemäß eine schlechte Bonität auf. Die Finanzierung über Außenhandelskredite oder staatliche Förderprogramme soll ebenfalls im Rahmen dieser Untersuchung nicht weiter verfolgt werden, da diese Finanzierungsformen stets mit konkreten Situationen im Rahmen des Exportes verbunden sind und die Unternehmen zudem enge Bonitätskriterien erfüllen müssen. Ebenfalls ungeeignet im Rahmen der Fremdfinanzierungsinstrumente sind die Derivate. Der Handel mit Termingeschäften und derivativen Finanzinstrumenten unterliegt strengsten Bonitätskriterien. Die Innenfinanzierung, die sich aus der Finanzierung aus Umsatzerlösen auf der einen und der Finanzierung aus sonstigen Erlösen und Kapitalfreisetzung auf der anderen Seite zusammensetzt, ist per Definition der Unternehmenskrise für die Finanzierung in dieser Situation nicht geeignet. In der Krise sind die finanziellen Handlungsspielräume ausgeschöpft und sämtliche Innenfinanzierungspotenziale gehoben.

Die Beteiligungsfinanzierung ist in der Krise hingegen grundsätzlich ein geeignetes Instrument. Spezifische Charakteristika der unter die Beteiligungsfinanzierung fallenden Finanzierungsformen werden in den folgenden Abschnitten erläutert. Eine Ausnahme dabei bildet jedoch die Beteiligungsfinanzierung emissionsfähiger Unternehmen. Eine Erst-Emission an den Aktienmärkten (IPO) oder die Kapitalerhöhung durch die Ausgabe neuer Aktien ist in der Situation der Unternehmenskrise nicht zuletzt aufgrund der restriktiven Zulassungsbeschränkungen nicht möglich. Hinzu kommt, dass die Nachfrage nach Aktien eines Krisenunternehmens zu gering wäre. Wenn überhaupt eine Nachfrage bestünde, dann zu sehr niedrigen Aktienkursen. Auch falls ein Unternehmen bereits an der Börse notiert ist, empfiehlt sich in der Krise keine Emission weiterer Aktien. Erstens wäre der erzielbare Kurs sehr gering und zweitens würde sich die Neu-Emission negativ auf die bereits notierenden Aktien auswirken.

## **6.2 Erarbeitung der Beurteilungskriterien und des Bewertungsschemas**

Ziel der Untersuchung der Finanzierungsformen mithilfe des Analyserasters ist es, die Aussagen zu überprüfen, welche auf Basis der bisherigen Erkenntnisse dieser Arbeit ableitbar sind. Die antizipierte Vorteilhaftigkeit von Private Equity in der Situation der Unternehmenskrise ist abhängig von Eigenschaften, die mit dieser Finanzierungsform untrennbar verbunden

sind. Im Folgenden wird daher ein Analyseraster entwickelt welches es erlaubt, mit Hilfe individueller Beurteilungskriterien und einer entsprechend unterlegten Bewertungsskala in einem weiteren Schritt einen Vergleich von Private Equity zu anderen Finanzierungsformen vorzunehmen.

Die Basis für die Entwicklung des Analyserasters wurde bereits in Kapitel 2 gelegt. Dort erfolgte die Aufbereitung des situativen Kontextes der Unternehmenskrise indem die Merkmale und Phasen der Krise näher betrachtet wurden. Auch die zur Vermeidung des Eintritts einer Unternehmenskrise einzusetzenden Früherkennungsmöglichkeiten sowie Maßnahmen zur Sanierung eines Krisenunternehmens sind vorgestellt worden.

Die Aufbereitung der situativen Grundlagen der Krise sowie der besonderen Charakteristika von Private Equity dienen im Folgenden der Herleitung der einzelnen Beurteilungskriterien. Anschließend werden die Beurteilungskriterien mit einem individuellen Bewertungsschlüssel versehen. In Kapitel 7 erfolgt dann mit dem an dieser Stelle entwickelten Analyseraster die Untersuchung und Beurteilung der Finanzierungsformen, die in der Situation der Unternehmenskrise grundsätzlich in Betracht kommen.

Zur Beurteilung wie Handlungsspielräume finanzieller Art wieder ausgebaut werden können, muss zunächst festgelegt werden, in welcher Phase sich das entsprechende Krisenunternehmen befindet. Der letztmögliche Zeitpunkt zu dem Sanierungsbemühungen noch umgesetzt werden können, bevor die Insolvenz beantragt werden muss, beginnt mit der drei-wöchigen Frist zur Anmeldung der Insolvenz.

Als insolvenzrechtliche Auslöser und somit letzte Instanz zur Sanierung des Unternehmens wurden die Kapitalausstattungs- und -erhaltungsgrundsätze in Abschnitt 2.1.1 erläutert (dazu zählen eigenkapitalersetzende Leistungen, Unterbilanz, Überschuldung sowie Zahlungsunfähigkeit bzw. drohende Zahlungsunfähigkeit). Ob eine Finanzierungsform zum Wiederausbau der Handlungsspielräume in der Situation der Unternehmenskrise geeignet ist, hängt daher maßgeblich von ihrer Fähigkeit ab diesen Tatbeständen vorzubeugen bzw. entgegenzuwirken. Eigenkapitalersetzende Leistungen, Unterbilanz, Zahlungsunfähigkeit und drohende Zahlungsunfähigkeit schlagen sich bei einem Unternehmen im Eigenkapital, in der Liquidität und letztlich in der weiteren Finanzierungs- bzw. Kreditwürdigkeit, der sogenannten Bonität, nieder. Die Auswirkungen auf das Eigenkapital des Unternehmens und die resultierenden Liquiditätseffekte der Kapitalaufnahme sind Kriterien, die die originären Ursachen bzw. Folgen der Krise betreffen. Die Kapitalausstattungs- und Kapitalerhaltungsgrundsätze nehmen bereits definitionsgemäß eine Unterscheidung zwischen buchhalterischen Größen und Liquiditätsgrößen vor. So können eigenkapitalersetzende Leistungen und die Unterbilanz als buchhalterische Kriterien gekennzeichnet werden, während die Zahlungsunfähigkeit und die drohende Zahlungsunfähigkeit liquiditätsnahe Kennziffern darstellen. Aufgrund dieser Unterscheidung werden zur Beurteilung der Eignung zur Finanzierung in der Unternehmenskrise auch zwei differenzierende Beurteilungskriterien abgeleitet. Das erste Kriterium untersucht die Auswirkungen auf das Eigenkapital sowie die

Bonität und damit die buchhalterischen Größen. Dabei wird auch weiteren gesetzlichen Anforderungen Rechnung getragen. So stellen das Kreditwesengesetz (KWG), die Eigenkapitalrichtlinien des Basler Bankenausschusses (Basel II) und die Richtlinien und Gesetze der Europäischen Union (EU-Richtlinien zur Eigenkapitalausstattung) weitere Regelkreise dar, die seitens der Unternehmen beachtet werden müssen. Mit der Beschränkung des zweiten Beurteilungskriteriums auf die mit der Finanzierungsform verbundenen Implikationen für die Liquidität würde bereits der Untersuchungsnotwendigkeit der Zahlungsunfähigkeit bzw. drohenden Zahlungsunfähigkeit Rechnung getragen. Doch da das Gebot der jederzeitigen Zahlungsfähigkeit und somit der soliden Basis an Liquidität von den Aspekten der betriebswirtschaftlichen Maximen flankiert wird, hat ebenfalls die Berücksichtigung der anfallenden Kosten der Finanzierungsform zu erfolgen. Der direkte Einfluss den die Kosten eines Finanzierungsinstrumentes in Form von Zinsen gleichzeitig auch auf die Liquidität haben, macht die Berücksichtigung der Kosten im Rahmen der Liquiditätsuntersuchung notwendig. Daher wird das zweite Beurteilungskriterium erweitert und untersucht somit neben den Implikationen für die Liquidität auch zusätzlich verbundene Kosten.

Weiterhin ist die Risikobereitschaft der Kapitalgeber und die damit einhergehende Verfügbarkeit des Kapitals eine weitere grundlegende Voraussetzungen zur Eignung einer Finanzierungsform in der Krise. Die Risikobereitschaft und Verfügbarkeit werden maßgeblich davon beeinflusst, wie sicher sich der Kapitalgeber sein kann, sein eingesetztes Geld oder ein Äquivalent zurückzuerhalten. Neben der Bonität, die im Rahmen des ersten Beurteilungskriteriums zusammen mit der Auswirkung der Finanzierungsform auf das Eigenkapital untersucht wurde, spielt insbesondere die Verfügbarkeit von Sicherheiten eine wichtige Rolle. In der Unternehmenskrise sind viele Sicherheiten des Unternehmens bereits zugunsten von Kapitalgebern und Gläubigern vergeben. Entscheidend für die Eignung einer Finanzierungsform in der Krise ist daher die Fähigkeit, mit dieser Konstellation umzugehen. Das dritte Beurteilungskriterium nach „Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität“ und „Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität“ beinhaltet somit neben der Risikobereitschaft der Kapitalgeber und der resultierenden Verfügbarkeit der Finanzierungsform auch die Fähigkeit zum Umgang mit der besonderen Sicherheiten-Konstellation.

Aufgrund der Bedrohlichkeit der Situation der Unternehmenskrise, nämlich der akuten Überlebensgefahr des Unternehmens, spielt die Geschwindigkeit mit der die finanziellen Mittel bereitgestellt werden eine bedeutende Rolle. Der Kapitalgeber muss in relativ kurzer und überschaubarer Zeit in der Lage sein, das Engagement in dem Krisenunternehmen zu beurteilen. Zunächst muss der Kapitalgeber entsprechend seiner internen (Richtlinien) und externen (Gesetze) Anforderungen Daten zusammentragen. Diese Daten müssen zu Informationen und Entscheidungsgrundlagen aufbereitet werden. Die Insolvenzantragspflicht von drei Wochen bildet dabei den zeitlich maximalen Rahmen, der den beteiligten Parteien noch zur Verfügung steht. Die Geschwindigkeit der Bereitstellung einer Finanzierungsform

hängt letztlich maßgeblich von den entsprechenden Informationsanforderungen des Kapitalgebers und der Auskunftsfähigkeit sowie -willigkeit des Krisenunternehmens ab. Somit ergibt sich das vierte Beurteilungskriterium des Analyserasters in Form der Informationsanforderungen und Geschwindigkeit.

Die antizipierte Vorteilhaftigkeit von Private Equity vor dem situativen Hintergrund der Unternehmenskrise steht in engem Zusammenhang mit den inhärenten Eigenschaften dieser Finanzierungsform. Insbesondere die aktive Betreuungskomponente kann sich als komparativer Wettbewerbsvorteil herausstellen. Um diese antizipierte Vorteilhaftigkeit zu überprüfen, wird die Betreuungs- und Beratungskomponente der Finanzierungsformen in den Bewertungskriterienkatalog mit aufgenommen. Während der Diskussion der Krisenursachen wurde aber darüber hinaus auch deutlich, dass die Krise häufig auch auf das Verschulden des Managements zurückgeführt werden kann. Aber selbst wenn das Management die Krise nicht verschuldet hat, so ist es jedoch meist im Umgang mit dieser Situation überfordert und benötigt Hilfestellung. Mit der Betreuungs- und Beratungskomponente der entsprechenden Finanzierungsform sollte demnach auch ein gewisses Maß an Unterstützung bzw. zumindest Disziplinierung verknüpft sein. Die zusätzliche Möglichkeit zur Unterstützung, Überwachung und Disziplinierung wird in dem fünften Bewertungskriterium der Betreuungs- und Beratungskomponente mit aufgenommen.

Die Tabelle auf der nächsten Seite fasst die fünf erarbeiteten bzw. abgeleiteten Beurteilungskriterien und insbesondere deren Ursprungsbasis nochmals abschließend zusammen. Diese Beurteilungskriterien werden anhand eines Beurteilungsschemas bewertet, welches in mehrere Stufen unterteilt ist. Die Erarbeitung und Beschreibung der einzelnen Bewertungsstufen erfolgt im Rahmen der Behandlung jedes einzelnen Kriteriums in den folgenden Abschnitten sowohl qualitativ als auch quantitativ:

- Kriterium 1: Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität (Abschnitt 6.2.1)
- Kriterium 2: Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität (Abschnitt 6.2.2)
- Kriterium 3: Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten (Abschnitt 6.2.3)
- Kriterium 4: Informationsanforderungen und Geschwindigkeit (Abschnitt 6.2.4)
- Kriterium 5: Betreuungs- und Beratungskomponente (Abschnitt 6.2.5).

Grundsätzlich sind die Bewertungsstufen an das Schulnotenprinzip angelehnt. Aufsteigende Zahlen bedeuten eine Verschlechterung der untersuchten Finanzierungsform vor dem Hintergrund des angesetzten Beurteilungskriteriums. Die Skala reicht individuell von der Note 1 bis zur Note 4. Bei drei der fünf Kriterien wird die Skala bereits mit der Note 3 ultimativ beendet, da die untersuchte Finanzierungsform bereits nicht mehr in der Situation der Unternehmenskrise zum Einsatz kommen kann.



<b>Kriterium</b>	<b>Ursprung</b>	<b>Beurteilungskriterium</b>
1	Buchhalterische Kriterien der Kapitalausstattungs- und Kapitalerhaltungsgrundsätze (eigenkapitalersetzende Leistungen, Unterbilanz) sowie weitere gesetzliche und regulative Anforderungen (KWG, Basel II, EU-Richtlinien)	Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität
2	Liquiditätsnahe Kriterien als zweite Säule der Kapitalausstattungs- und Kapitalerhaltungsgrundsätze (Vermeidung der (drohenden) Zahlungsunfähigkeit) sowie Berücksichtigung der anfallenden Kosten und des verbundenen Liquiditätszu- und -abflusses durch Zins- und Tilgungsleistungen	Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität
3	Grundsätzliche Anforderung an eine Finanzierungsform in Krisensituation kombiniert mit der noch bestehenden Sicherheitensituation im Unternehmen und der verbundenen Risikobereitschaft des Kapitalgebers	Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten
4	Kurzer Zeitraum für Wiederausbau der eingegengten finanziellen Handlungsspielräume erfordert hohe Geschwindigkeit und gute (Kapazität zur) Datenaufbereitung und -verarbeitung	Informationsanforderungen und Geschwindigkeit
5	Antizipierte Vorteilhaftigkeit von Private Equity aufgrund besonderer Möglichkeiten zur Betreuung und Beratung des Krisenunternehmens im Vergleich zu alternativen Finanzierungsinstrumenten	Betreuungs- und Beratungskomponente

Tabelle 10: Zusammenfassende Herleitung der Beurteilungskriterien (Quelle: Eigene Darstellung).

An die Beschreibung der Bewertungsstufen in den folgenden Abschnitten schließt sich in Kapitel 7 die Untersuchung der Finanzierungsformen anhand dieses Analyserasters an. Basierend auf dieser Beurteilung wird in Kapitel 8 eine Gegenüberstellung der Finanzierungsformen in der Krise vorgenommen, die letztlich Aufschluss über die antizipierte Vorteilhaftigkeit von Private Equity in der Unternehmenskrise gibt. Diese abschließende Empfehlung wird im 8. Kapitel zudem auch zur Überprüfung der Aussagen aus der Finanzierungstheorie eingesetzt, wodurch eine Reflexion vor dem Hintergrund der zu Beginn des analytischen Teil getroffenen Aussagen der Trade-off- und Pecking-Order-Theory erfolgt.

### 6.2.1 Kriterium 1: Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität

Während der Situation der Krise kommt der Eigenkapitalausstattung des Unternehmens eine besonders bedeutende Rolle zu. Gerade Eigenkapital stellt einen wesentlichen Risikopuffer in diesen Zeiten dar. Es verschafft notwendige finanzielle Handlungsspielräume und wirkt sich positiv auf die Bonität des Unternehmens aus. Die positive Bonität wirkt wiederum förderlich auf die weitere Zuführung von Kapital, welche ihrerseits wiederum in der Lage ist, weitere finanzielle Handlungsspielräume zu eröffnen.

Gerade deutsche mittelständische Unternehmen haben eine unzureichende Bilanzstruktur im Hinblick auf die Eigenkapitalausstattung. Dadurch stehen für schwierige unternehmerische Zeiten wie Krisen nicht genügend Mittel zur Verfügung, um diese erfolgreich zu meistern.

Aufgrund dessen hat der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht Regelungen vorgeschlagen, die den Banken und somit in der Folge auch den Unternehmen Eigenkapitalvorschriften auferlegen. Basel II bezeichnet dabei die Gesamtheit der Eigenkapitalvorschriften, die in den letzten Jahren vorgeschlagen wurden. Die Regeln müssen gemäß den EU-Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG in den Mitgliedsstaaten der Europäischen Union für alle Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute angewendet werden. Die Bank for International Settlements (2006) definiert für Basel II drei sich gegenseitig ergänzende Säulen:

1. Mindesteigenkapitalanforderungen,
2. Bankaufsichtlicher Überprüfungsprozess,
3. Erweiterte Offenlegung.

Die Umsetzung in deutsches Recht ist durch das Kreditwesengesetz (KWG) erfolgt. Die erste und die dritte Säule – Mindesteigenkapitalanforderungen und erweiterte Offenlegung – werden durch die Solvabilitätsverordnung (SolvV) abgedeckt. Die Umsetzung der zweiten Säule – bankaufsichtlicher Überprüfungsprozess – erfolgt durch die Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk).

Generell gilt, dass höhere Risiken auch höhere Zinsen bewirken. Wenn die Bank bei einem schlechten Rating mehr Eigenkapital unterlegen muss, erhöhen sich auch ihre Eigenmittelkosten. Diese erhöhten Kosten werden möglicherweise über höhere (Kredit-) Zinsen an den Kreditnehmer weitergegeben. Umgekehrt profitiert ein Kreditnehmer mit gutem Rating von niedrigeren Kreditzinsen, weil die Bank für den Kredit geringere Eigenmittel hinterlegen muss. Im Basler Regelwerk selbst finden sich jedoch keine Vorschriften zur Kreditbepreisung. Das heißt, ob die Bank entsprechend den Eigenmittelkosten Zinsen verlangt, hängt von der Ertragssituation und sonstigen Überlegungen, wie der strategischen Ausrichtung oder der Wettbewerbsposition, ab.

Gemäß Basel I war jeder Kredit mit einheitlichen 8% Eigenmitteln zu unterlegen. An dieser Vorgehensweise hat sich mit Basel II grundsätzlich nichts geändert. Jedoch werden die ausstehenden Forderungen der Bank nunmehr, je nach Rating des Geschäftspartners, mit einem Prozentsatz zwischen 0% (bspw. Forderungen gegenüber OECD-Ländern) und 150% gewichtet. Die daraus resultierenden risikogewichteten Aktiva sind mit jeweils 8% Eigenkapital zu unterlegen. Die hier getroffenen Aussagen beziehen sich auf den Standardansatz. Die Vorgehensweise in den Internal-Ratings-based-Ansätzen (IRB), der zweiten grundsätzlichen Methode zur Ermittlung der Eigenmittelquote, ist deutlich komplexer. Mit der Anwendung der Internal-Ratings-based-Ansätze wird die Eigenmittelunterlegung nach interner Bonitätseinschätzung festgelegt. Dabei werden kreditnehmerspezifische und kreditspezifische Merkmale berücksichtigt. Die Ratings müssen von einer unabhängigen Instanz vorgenommen werden (Die Bank for International Settlements 2006 beschreibt die Vorgehensweise ausführlich).

Es wird deutlich, dass gerade für den deutschen Mittelstand ein Engpass am Kreditmarkt entstehen könnte. Diverse Konsultationspapiere vom Basler Bankenausschuss haben diese

Problematik bereits aufgegriffen. Um Risiken aber auszuschließen und den Zugang zu neuem Kapital offen zu halten, ist eine gesunde Eigenkapitalausstattung verbunden mit einem guten Rating dennoch dringend empfehlenswert.

Eine der wesentlichen Beurteilungsgrößen für das Eigenkapital stellt die Eigenkapitalquote dar. Dabei wird das Verhältnis von Eigenkapital zu Gesamtkapital ermittelt. Je höher diese Quote, desto besser die Bonität des Unternehmens.

Eine weitere Beurteilungsgröße stellt die Eigenkapitalrentabilität dar. Sie ist eine dynamische Kennzahl. Dabei erhöht sich die Eigenkapitalrentabilität so lange mit zunehmendem Verschuldungsgrad, wie die Gesamtkapitalrentabilität höher ist, als die Verzinsung des Fremdkapitals. Gerade in der Situation der Unternehmenskrise ist jedoch davon auszugehen, dass die Fremdkapitalzinsen höher sind als die Gesamtkapitalrentabilität. Daher wird die Untersuchung der Veränderung der Eigenkapitalrentabilität zur Beurteilung der Auswirkungen einer Finanzierungsform auf Eigenkapital und Bonität nicht durchgeführt. Erst wenn das Unternehmen nachhaltig zurück zur Profitabilität gefunden hat, lassen sich durch eine erhöhte Verschuldung Rückschlüsse auf eine verbesserte Eigenkapitalrentabilität und Bonität ziehen.

Im Rahmen der Bewertung zur Finanzierung in der Krise wird die Bewertungsstufe 1 vergeben, wenn sich die Finanzierungsform positiv auf die Eigenkapitalquote und auf die Bonität auswirkt. Dies bedeutet, die Eigenkapitalquote erhöht sich bei gleichzeitiger Verbesserung der Bonität. Die Zuführung von Eigenkapital erreicht bspw. eine solche Verbesserung. Bewertungsstufe 2 ist erreicht, wenn sich die Eigenkapitalquote und die Bonität nicht verändern. Dies wäre bei einem reinen Aktivtausch der Fall, wenn der Erlös nicht für die Rückführung von Verbindlichkeiten genutzt werden würde. Wird die Eigenkapitalquote durch eine Finanzierungsform verringert und die Bonität verschlechtert, ist die Stufe 3 erreicht. Dies ist bspw. bei klassischen Fremdfinanzierungsformen der Fall.

Bewertung*	Erläuterung
1	Eigenkapitalquote steigt und Bonität verbessert sich.
2	Eigenkapitalquote und Bonität bleiben konstant.
3	Eigenkapitalquote und Bonität verschlechtern sich.

Tabelle 11: Definition der Beurteilung „Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität“ (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

## 6.2.2 Kriterium 2: Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität

Ein unter den Bedingungen der freien Marktwirtschaft agierendes Unternehmen ist stets bemüht, die Kosten gering zu halten. Darunter fallen auch die Kosten der Finanzierung. Bei eigenkapitalnahen Finanzierungsinstrumenten fallen Kosten in Form von Dividendenzahlungen an, während bei fremdkapitalnahen Instrumenten Zins- und Tilgungszahlungen zu leisten sind. Der Vorteil der Eigenkapitalinstrumente ist, dass die Tilgung bzw. Rückzahlung

nicht an bestimmte Fristen gebunden ist und Dividendenzahlungen variabel gestaltbar sind. Fremdkapalinstrumente sind in der Regel mit zeitlich fixierten Zins- und Tilgungszahlungen verbunden. Gerade in der Situation der Krise gilt es, die Kostenseite des Unternehmens genau zu analysieren. Dabei müssen auch die Zins- bzw. Dividendenzahlungen, sowohl ihrer Höhe nach als auch im Hinblick auf das zeitliche Anfallen des damit verbundenen Liquiditätsabflusses, genau analysiert werden.

Die Sicherung des Unternehmensbestandes steht zwar im Vordergrund, aber die Kosten der Finanzierung spielen dennoch eine bedeutende Rolle. Zu den Kosten bzw. Zinsen zählen sowohl einmalig anfallende Kosten wie bspw. Bereitstellungszinsen als auch kontinuierlich anfallende Kosten, wie bspw. laufende Zinsen für in Anspruch genommene Beträge.

Darüber hinaus beeinflussen Finanzierungsmaßnahmen stets die Liquidität. Die Aufrechterhaltung des Gebotes der jederzeitigen Zahlungsfähigkeit ist eines der bedeutendsten Prinzipien in der Finanzwirtschaft. Dieses Prinzip fand letztlich seinen Niederschlag in den Kapitalausstattungs- und Kapitalerhaltungsgrundsätzen. Kann ein Unternehmen seinen augenblicklichen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen, muss es einen Antrag zur Eröffnung des Insolvenzverfahrens stellen. In Kapitel 2 wurde ebenfalls der Sachverhalt der drohenden Zahlungsunfähigkeit erläutert. Aufgrund der Situation der Unternehmenskrise ist die Liquiditätssituation angespannt, die finanziellen Handlungsspielräume sind ausgereizt und die Finanzierungsform, die zum Wiederausbau dieser eingeschränkten Spielräume dienen soll, muss in der Lage sein, die angespannte Liquiditätssituation zu entschärfen. Diese Entschärfung muss nicht durch den direkten Zufluss von frischen liquiden Mitteln erfolgen. So wird zwar bspw. im Falle einer Kapitalerhöhung durch eine Sacheinlage keine direkte Liquidität geschaffen, jedoch führt die Sacheinlage in der Folge zu geringerem Liquiditätsabfluss. Durch den regulären Umsatzprozess kann das Krisenunternehmen in Form von Umsatzerlösen nun Liquidität generieren, während gleichzeitig ein Liquiditätsabfluss, wie er in der Vergangenheit auftrat, verhindert wird.

Finanzierungen sind neben Kosten in Form von Zinsen aber auch mit Tilgungsmaßnahmen verbunden. Diese beeinträchtigen die Liquidität bei Fälligkeit der Zahlungen. Tilgungsleistungen können mit festen oder variablen Ansprüchen kombiniert werden und können somit auch unterschiedliche Liquiditätswirkungen entfalten. Daher erfolgt die Betrachtung der Liquiditätswirkung einer Finanzierungsform unter Berücksichtigung der verbundenen Zuflüsse und Abflüsse. Es werden insbesondere auch Möglichkeiten berücksichtigt, auf die Zeitpunkte der Zahlungsströme aus Unternehmenssicht aktiv einzuwirken.

Die Bewertungsstufe 1 wird vergeben, wenn die entsprechende Finanzierungsform auch in der Krise zu marktüblichen Konditionen angeboten wird und der Abfluss der Liquidität an das Erreichen bestimmter, meist finanzieller Größen gekoppelt ist. Sind die Zinsen in der Situation der Krise höher als marktüblich oder der Liquiditätsabfluss von dem Erreichen bestimmter Zielgrößen unabhängig ist die Bewertungsstufe 2 erreicht. Bei der Kombination aus Zinsen,

die höher als marktüblich sind und einem zusätzlich vom Erreichen bestimmter Zielgrößen entkoppelten Liquiditätsabfluss wird die Bewertungsstufe 3 erreicht.

Bewertung*	Erläuterung
1	Konditionen marktüblich <u>und</u> Liquidität gekoppelt ( <u>variabel</u> ) an das Erreichen finanzieller Größen.
2	Konditionen höher <u>oder</u> Liquidität nicht gekoppelt ( <u>fix</u> ) an das Erreichen finanzieller Größen.
3	Konditionen höher <u>und</u> Liquidität nicht gekoppelt ( <u>fix</u> ) an das Erreichen finanzieller Größen.

Tabelle 12: Definition der Beurteilung „Kosten und Liquidität“ (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

### 6.2.3 Kriterium 3: Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten

Die Risikobereitschaft der Kapitalgeber und somit die Verfügbarkeit der entsprechenden Finanzierungsform ist eine notwendige Voraussetzung zur Eignung in der Krise. Generell gilt, dass mit zunehmender Risikobereitschaft auch eine entsprechend zunehmende Renditerwartung der Kapitalgeber einhergeht. Dies hat wiederum Auswirkungen auf die mit der Finanzierungsform verbundenen Kosten.

Gerade in der Krise ist das Unternehmen sehr hohen Risiken ausgesetzt. Aus Sicht der Kapitalgeber wird es schwierig, die Situation objektiv zu beurteilen, da ihnen meist nicht die gleichen Informationen zur Verfügung stehen, wie den Kapitalnehmern. Die Beschaffung dieser Informationen ist zudem mit sehr hohen Transaktionskosten verbunden. Einen enormen Einfluss auf die Risikobereitschaft der Kapitalgeber in der Krise kann die Verfügbarkeit und die Bereitstellung von Sicherheiten haben. Sicherheiten garantieren den Kapitalgebern im Falle eines Fehlschlags der Sanierung die Rückgewähr des investierten Kapitals, oder zumindest eines Teils davon. Die Risikobereitschaft der Kapitalgeber ist positiv korreliert mit der Verfügbarkeit von Sicherheiten und deren Qualität.

Ein Krisenunternehmen ist gekennzeichnet durch mangelnde Handlungsspielräume, die in der Regel dafür sprechen, dass keine weiteren qualitativ akzeptablen Sicherheiten im Zusammenhang mit dem Unternehmen verfügbar sind. Je fortgeschrittener das Krisenstadium, desto ausgeprägter der Mangel an qualitativ hochwertigen Sicherheiten.

Dieses Zielspannungsfeld zwischen dem Sicherungsbedürfnis der Kapitalgeber einerseits und der unterdurchschnittlichen Sicherheitenverfügbarkeit des Krisenunternehmens andererseits, muss durch die Finanzierungsform überwunden werden. Solche Finanzierungsinstrumente, welche hierbei darauf abzielen, eine Zielkomplementarität herzustellen, scheiden von vornherein aus. Denn definitionsgemäß verfügt ein Krisenunternehmen aufgrund der eingegengten finanziellen Handlungsspielräume über einen sehr eingeschränkten Sicherheitenpool womit lediglich ein geringes Sicherheitenbedürfnis befriedigt werden kann. Es können nur jene Finanzierungsinstrumenten in der Situation der Unternehmenskrise in Betracht

kommen und zudem auch erfolgreich sein, die bis zu einem gewissen Maß bereit sind, Risiken zu akzeptieren. Diese Risikobereitschaft kann bspw. beeinflusst sein durch positive Erfahrungen und Erfolge der Vergangenheit, aber auch durch Kompetenz und erworbenes Wissen in der Sondersituation des Turnarounds und der Krise.

Die Bewertungsstufe 1 wird vergeben, wenn die Finanzierungsform mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit verfügbar ist, also eine sehr ausgeprägte Risikobereitschaft der Kapitalgeber vorherrscht, ohne dass Sicherheiten gestellt werden müssen. Dies kann bei Finanzierungsformen der Fall sein, die genau auf die mit erhöhter Unsicherheit behaftete Situation der Krise abgestellt sind.

Sinkt die Wahrscheinlichkeit mit der die Finanzierungsform verfügbar ist, aber die Risikobereitschaft bleibt noch grundsätzlich vorhanden, gegen die Vergabe von Sicherheiten neues Kapital zu gewähren, ist die Bewertungsstufe 2 erreicht. Bewertungsstufe 3 bedeutet, eine Finanzierungsform kann definitiv nicht in Krisensituationen zum Einsatz kommen. Bewertungsstufe 4 ist erreicht, wenn die Sicherheitenstellung das Risiko birgt, dass der Gläubiger die Sicherheit einfordert und das Unternehmen dadurch handlungsunfähig wird und somit die Insolvenz beantragen muss.

Bewertung*	Erläuterung
1	Finanzierungsform mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit verfügbar und keine weitere Sicherheitenstellung notwendig.
2	Finanzierungsform wahrscheinlich verfügbar, wenn die Sicherheitensituation des Krisenunternehmens dies zulässt.
3	Finanzierungsform nicht verfügbar.
4	Finanzierungsform verfügbar, aber Sicherheitenstellung birgt Risiko der Handlungsunfähigkeit und Insolvenz.

Tabelle 13: Definition der Beurteilung „Verfügbarkeit und Sicherheiten“ (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

#### 6.2.4 Kriterium 4: Informationsanforderungen und Geschwindigkeit

Mehrfach im Verlauf dieser Arbeit wurde auf die eingeschränkten Handlungsspielräume hingewiesen. Diese verstärken den Mechanismus der Krise weiter. Ohne die Handlungsspielräume wieder auszuweiten, kann die Krise nicht überwunden werden. Vor diesem Hintergrund und der gesetzlich verankerten Pflicht zur Stellung des Insolvenzantrags nach einer kurzen zeitlichen Frist kommt der Geschwindigkeit, mit der eine Finanzierungsform zur Verfügung stehen kann, eine enorme Bedeutung zu. Je schneller die Handlungsspielräume wieder erweitert werden können, desto größer wird die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Sanierung und damit einer schnellen Beendigung der Krise.

Die Geschwindigkeit ist von drei wesentlichen Parametern abhängig. Einerseits liegen hier interne Restriktionen bei den Kapitalgebern vor. Dazu zählen Informationsanforderungen,

Gremienbeschlüsse oder die allgemeine Geschwindigkeit von Prozessabläufen. Andererseits sind hier auch externe gesetzliche Restriktionen und Regulierungen zu beachten. Für Fremdkapitalinstrumente gibt es einschneidende Regelungen, welche Informationen durch den Kapitalgeber im Vorfeld einer Investition zu prüfen sind. Diese Auflagen sind bei Turnaround-Investitionen nochmals strenger, um Fremdkapitalgeber, die zu Ihrer Refinanzierung wiederum auch Einlagengeschäft betreiben, von unvorhersehbaren Verlusten zu schützen. Nicht zuletzt werden Informationsanforderungen aber auch maßgeblich von der Qualität und Quantität der Daten des Krisenunternehmens beeinflusst. Bereits zu aussagekräftigen Informationen aufbereitete Daten, mit nachvollziehbaren zugrundeliegenden Datenpunkten sind sicherlich die Voraussetzung zur Erhöhung der Geschwindigkeit.

Bewertungsstufe 1 wird dabei vergeben, wenn die Finanzierungsform nicht, oder nur in sehr geringem Umfang, mit Informationsanforderungen einhergeht und die Zeit von der Beantragung bis zum Einsatz der Finanzierungsform extrem kurz ist. Steigen die Informationsanforderungen oder wird die Geschwindigkeit aufgrund anderer Charakteristika reduziert, ist Stufe 2 erreicht.

Sind die Informationsanforderungen so hoch oder die Geschwindigkeit so gering, dass eine Finanzierungsform dadurch für die Krise unqualifiziert ist, wird Bewertungsstufe 3 vergeben. Hemmen die starken Informationsanforderungen das operative Geschäft des Unternehmens in der Krise derartig, dass sich die Krise dadurch ausweitert oder wird durch die Vergabe von Informationen auf eine andere Art die Krise verschlimmert, ist die Bewertungsstufe 4 erreicht.

<b>Bewertung*</b>	<b>Erläuterung</b>
<b>1</b>	Geringer Informationsbedarf und daraus resultierende hohe Geschwindigkeit.
<b>2</b>	Höherer Informationsbedarf oder sinkende Geschwindigkeit.
<b>3</b>	Informationsbedarf zu hoch und Geschwindigkeit zu gering, so dass Finanzierungsform in Krise nicht in Betracht kommt.
<b>4</b>	Informationsanforderungen hemmen operatives Geschäft und Krise verschärft sich weiter.

Tabelle 14: Definition der Beurteilung „Information und Geschwindigkeit“ (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

## 6.2.5 Kriterium 5: Betreuungs- und Beratungskomponente

Bereits in Abschnitt 2.3.2 zu den Erfolgsfaktoren der Sanierung und Restrukturierung wurde deutlich, dass die meisten Manager mit der Situation der Krise nicht vertraut sind und sich somit auf unbekanntem Gebiet bewegen. Hinzu kommt, dass sie unter Umständen einen maßgeblichen Teil an Verantwortung dafür übernehmen müssen, dass sich das Unternehmen überhaupt in der Krise befindet. Das letztlich endogene und exogene Zusammenspiel von Krisenursachen verlangt nach einer zielstrebigem Führung.

In Abschnitt 2.3.2 wurde ausgeführt, dass es sinnvoll sein kann das bisherige Management zu ersetzen. Darüber hinaus muss die Fähigkeit entwickelt werden, möglichst schnell und flexibel ein Sanierungskonzept aufzustellen und umzusetzen. In der Literatur zur Sanierung und Restrukturierung wird häufig darauf verwiesen wie wichtig es sein kann, externe Berater zu nutzen. Nach Harenberg und Wlecke (1998b: § 15) sind es insbesondere die Ausweitung der Kapazitäten der in der Krise knappen Personalressourcen und die neuen Ideen sowie die Erfahrung und Expertise, die durch externe Spezialisten gewonnen werden können. Zusätzlich kann sich das Krisenunternehmen wertvolles Branchen-Know-how solcher Fachleute aneignen. Im Bereich der Kommunikation der kritischen Unternehmenssituation kann externe Hilfe ebenfalls helfen, neue Wege zu erschließen und eingeschliffene Routinen aufzubrechen. Neben diesen positiven Aspekten der externen Unterstützung durch krisenerprobte Berater wurde die Bedeutung der Beratung und Betreuung auch bei der Untersuchung der mit Private Equity verbundenen Wertsteigerungspotenziale sichtbar. So wiesen Fenn et al. (1997: 33) und Easterwood et al. (1989: 33) darauf hin, dass im konsequenten Monitoring und in der Kontrolle über die dadurch stattfindende Disziplinierung starke Wertsteigerungshebel liegen. Aufgrund der antizipierten Vorteilhaftigkeit von Private Equity in Turnaround-Situationen müssen die anderen Finanzierungsformen unter diesem Aspekt ebenfalls eingehend untersucht werden.

Die Form und Intensität der Betreuung kann dabei sicherlich abweichend sein. Bereits innerhalb der Finanzierungsform Private Equity wurden deutliche Unterschiede in der Intensität der Betreuung zwischen den fonds- und eigenkapitalfinanzierten Varianten deutlich. Aufgrund der Sondersituation der Unternehmenskrise soll Betreuung und Beratung vor dem Hintergrund des Ziels „Überlebenssicherung des Unternehmens“ nicht als eine Art Mitbestimmung im Sinne von negativer Einflussnahme durch Bevormundung verstanden werden, sondern als bedeutende Unterstützung und Partnerschaft für einen erfolgreichen Turnaround. Ob dieser Weg mit dem bestehenden Management bestritten werden kann oder ein neues Restrukturierungs-Management eingesetzt wird hängt maßgeblich vom Einzelfall ab. Die Bewertungsstufe 1 wird vergeben, wenn sowohl finanzielle als auch fachlich-operative bzw. fachlich-strategische Betreuung und Beratung erfolgt. Mit der Finanzierungsform geht dabei sowohl operative Hilfe im Umgang mit der Krise als auch Unterstützung bei der strategischen Neuausrichtung einher. Zusätzlich bietet die Finanzierungsform bzw. das entsprechende Umfeld finanzielle Expertise und Know-how an, welches dem Unternehmen in dieser Form zuvor nicht zur Verfügung stand.

Stufe 2 ist erreicht, wenn entweder finanzielle oder aber fachliche Betreuung und Beratung durch den Kapitalgeber erfolgt. Erfolgt weder finanzielle noch fachliche Betreuung und Beratung, wird Stufe 3 vergeben.

Stufe 4 bedeutet im Zusammenhang mit diesem Beurteilungskriterium, dass mit der Finanzierungsform nur solche Eingriffe verbunden sind, die die Interessen des entsprechenden



Kapitalgebers verfolgen. Die Interessen des Unternehmens und der übrigen Gläubiger bleiben dabei aber unberücksichtigt.

Bewertung*	Erläuterung
1	Finanzielle, fachlich-operative <u>und</u> -strategische Betreuung und Beratung.
2	Finanzielle <u>oder</u> fachlich-operative bzw. -strategische Betreuung und Beratung.
3	<u>Keine</u> finanzielle und <u>keine</u> fachlich-operative bzw. -strategische Betreuung und Beratung.
4	Statt der Berücksichtigung von Unternehmensinteressen oder den Interessen weiterer Gläubiger verfolgt der Kapitalgeber nur seine eigenen Interessen.

Tabelle 15: Definition der Beurteilung „Betreuung und Beratung“ (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

## 7. Bewertung der Finanzierungsformen mithilfe des Analyserasters

Im Folgenden findet die Untersuchung einzelner Finanzierungsformen vor dem situativen Kontext der Unternehmenskrise anhand des in Kapitel 6 entwickelten Analyse- und Bewertungsschemas statt. Die abschließende Beurteilung und Würdigung der Ergebnisse wird zusammenfassend im darauf folgenden 8. Kapitel vorgenommen. Ziel der Untersuchung ist es, die aus der Finanzierungstheorie ableitbare Vorteilhaftigkeit von Private Equity in der Situation der Krise durch eine konzeptionelle Analyse und Gegenüberstellung alternativer Finanzierungsformen nachzuweisen. Aus den Ergebnissen sollen zudem rückbezügliche Implikationen für die Finanzierungstheorie resultieren.

In Kapitel 3 zur optimalen Kapitalstruktur und den Finanzierungsformen wurde eine Unterscheidung in Innenfinanzierung, Fremdfinanzierung und Beteiligungsfinanzierung vorgenommen. Die Kreditsubstitute wurden dabei der Fremdfinanzierung zugeordnet. Vereinfacht ausgedrückt bedeutet Innenfinanzierung, dass die Erlöse eines Unternehmens, soweit ihnen kein auszahlungswirksamer Aufwand gegenübersteht, für Finanzierungszwecke genutzt werden können. Gemäß der Krisendefinition, wie sie im Rahmen dieser Arbeit verwendet wird, sind sämtliche Innenfinanzierungspotenziale eines Unternehmens in diesem Stadium bereits ausgeschöpft. Daher wird das Instrument der Innenfinanzierung im weiteren Verlauf der Untersuchung nicht weiter betrachtet.

Die Fremdfinanzierung wird unterschieden in einen kurzfristigen Bereich mit Laufzeiten unter fünf Jahren und in einen entsprechend langfristigen Bereich. Zur Fremdfinanzierung wurden im Rahmen des 3. Kapitels auch die Kreditsubstitute gezählt. Zu den Instrumenten der kurzfristigen Fremdfinanzierung zählen Handelskredite und Bankkredite. Dem langfristigen Bereich werden Darlehen, Schuldscheindarlehen, Anleihen und die staatlichen Förderungsprogramme (wie bspw. die Darlehen und Garantien der Kreditanstalt für Wiederaufbau KfW oder der Ausfuhrkredit-Gesellschaft AKA) zugeordnet. Im kurzfristigen Bereich der Fremdfinanzierung sprechen im Vorfeld der Untersuchung keine Gründe gegen eine Anwendung in der Unternehmenskrise. Im langfristigen Bereich können hingegen bereits das Schuldscheindarlehen und die staatlichen Förderungsprogramme aufgrund einerseits zu enger Bonitätsrestriktionen und andererseits zu geringer Bereitstellungsgeschwindigkeiten ausgeschlossen werden. Die Kreditsubstitute, ebenfalls im Bereich der Fremdfinanzierung angesiedelt, werden auch als fremdkapitalersetzend charakterisiert, da die Zuführung von Liquidität zur Reduktion der Verbindlichkeiten eingesetzt wird. Zur Untersuchung werden nachfolgend Factoring, Forfaitierung, Asset-backed-Securities sowie Leasing und Sale-and-Lease-back diskutiert. Derivative Finanzierungsinstrumente werden nicht weiter betrachtet, da auch hier, analog zum Schuldscheindarlehen und den staatlichen Förderungsprogrammen, die Bonitätsanforderungen zu hoch und die Bereitstellungsgeschwindigkeiten zu gering sind.

Die Beteiligungsfinanzierung, die Zuführung von Eigenkapital in Form von Geldeinlagen, Sacheinlagen oder Rechten, kann sowohl durch die bisherigen als auch durch neue

Gesellschafter erfolgen. Die externe Zuführung von Eigenkapital erfolgt im Rahmen einer Kapitalerhöhung, welche rechtsformspezifisch in ihrer Ausgestaltung stark variieren kann (manche Rechtsformen wie die AG oder die GmbH eignen sich bspw. besser zur Kapitalerhöhung als eine OHG oder GbR). Auch die Finanzierungsform Private Equity ist der Beteiligungsfinanzierung zuzuordnen. Durch sie wird neues Eigenkapital von außerhalb der Gesellschaft verfügbar gemacht. Im Gegensatz zur Fremdfinanzierung scheidet kein Beteiligungsfinanzierungsinstrument im Vorfeld der Untersuchung aus.

In den folgenden Teilabschnitten 7.1 bis 7.9 findet nun die Untersuchung der Finanzierungsformen statt, die grundsätzlich zur Finanzierung im situativen Kontext der Unternehmenskrise geeignet scheinen. Dabei werden zunächst die Fremdfinanzierungsinstrumente analysiert bevor zu den Kreditsubstituten und den Instrumenten der Beteiligungsfinanzierung übergegangen wird.

## **7.1 Handelskredite**

Zu den Handelskrediten zählen Lieferanten- sowie Kundenkredite. Diese werden dem Unternehmen von den Handelspartnern zur Verfügung gestellt (Hartmann-Wendels et al. 1998: 212). Grundlage des Lieferantenkredites ist der Kaufvertrag zwischen Lieferant und Abnehmer. Der Lieferant fungiert dabei als Kreditgeber, der Abnehmer als Kreditnehmer. Durch das Aufschieben der Zahlung, im Vergleich zur tatsächlichen Lieferung der Ware, wird dem Abnehmer ein Kredit gewährt. Der Abnehmer ist bereits im Besitz der Ware und kann sie als Produktionsfaktor einsetzen, obwohl die Zahlung erst bspw. 60 Tage nach Erhalt der Ware zu erfolgen hat. Als Sicherheit kann ein Eigentumsvorbehalt auf die gelieferte Ware dienen (Hartmann-Wendels et al. 1998: 212).

Dies macht den Lieferantenkredit zusätzlich attraktiv. Grundlage der Kundenkredite ist eine vertragliche Vereinbarung zwischen Kunde und Lieferant. In diesem Fall ist der Kunde der Kreditgeber und der Lieferant der Kreditnehmer. Gerade Unternehmen, die in Bereichen mit sehr kundenspezifischen Lösungen, welche über einen längeren Zeitraum konzipiert werden, tätig sind, verfügen über solche Kundenkredite in Form von Anzahlungen oder Vorauszahlungskrediten. Neben Vertragsstrafen können Bankbürgschaften als Kreditsicherheiten dienen (Hartmann-Wendels et al. 1998: 212).

### **7.1.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität**

Bei dem Handelskredit handelt es sich um den Aufbau zusätzlichen Fremdkapitals. Dadurch verschlechtert sich der Eigenkapitalanteil am Gesamtkapital. Die Steigerung bei den Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung und insbesondere der höhere Anteil an überfälligen Kreditoren verschlechtern die Bonität des Unternehmens.

Auch der Kundenkredit verschlechtert über erhaltene Anzahlungen die Eigenkapitalquote und die Bonität. Die Auswirkung auf das Eigenkapital und die Auswirkung auf die Bonität sind somit negativ.

Bewertung: 3.

#### 7.1.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität

Die Kosten für den Handelskredit hängen sehr stark von der Geschäftsbeziehung der Parteien ab. Grundsätzlich gilt aber, dass Kunden, die früher als ursprünglich vereinbart zahlen, Skonto ziehen werden. Dies bedeutet, der Betrag wird nicht zu 100%, sondern bspw. nur zu 97% bei Sofort- oder Vorauszahlung geschuldet. Im Vergleich zu Bankkonditionen im kurzfristigen Bereich sind diese Kosten jedoch als konkurrenzfähig und somit sehr gut zu bewerten. Auch die Liquidität wird positiv beeinflusst, da entweder von Kundenseite direkt Liquidität zugeführt wird oder ein Liquiditätsabfluss an die Lieferanten verhindert wird. Unter Umständen ist es dem Kreditnehmer möglich, die Tilgung an das Erreichen gewisser Zielgrößen zu koppeln, wie bspw. an den Zahlungseingang bei einem größeren Projekt, welches über einen längeren Zeitraum Liquidität gebunden hatte.

Bewertung: 1.

#### 7.1.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten

Die Risikobereitschaft der Kapitalgeber und somit die Verfügbarkeit des Handelskredites hängt sehr stark von der wirtschaftlichen Verflechtung und der Geschäftsbeziehung ab. Ein stark integrierter Prozess mit Kunden oder Lieferanten bringt Vorteile mit sich, denn dadurch wird das Unternehmen in der Krise zumindest kurzfristig nicht so leicht ersetzt.

Als Sicherheit kann ein Eigentumsvorbehalt auf die gelieferte Ware dienen. Dies ist eine stets verfügbare Sicherheit, da sie in direktem Zusammenhang mit dem Kreditbetrag steht. Auch eine langjährige Geschäftsbeziehung ist von Vorteil. Ist die Krise jedoch schon weit fortgeschritten und eine Sanierung aus Sicht der Kunden bzw. Lieferanten nicht erfolgversprechend, werden sie kein Kapital gewähren. Dennoch ist der Handelskredit, gerade in frühen Stadien der Unternehmenskrise, eine der wahrscheinlichsten Finanzierungsformen.

Bewertung: 1.

#### 7.1.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit

Die Informationsanforderungen sind regelmäßig vergleichsweise gering. Handelskredite werden eingesetzt, wenn Geschäftsbeziehungen etabliert sind. Unter Umständen werden gewisse Informationen angefragt, die in der Regel jedoch schnell verfügbar sind. Gerade im Fall von Lieferantenkrediten, bei denen die Kreditaufnahme in Form einer Verzögerung der

Tilgung der Verbindlichkeiten erfolgt, ist die Geschwindigkeit sehr hoch. Dieser Liquiditätseffekt setzt sofort ein.

Bewertung: 1.

#### 7.1.5 Betreuungs- und Beratungskomponente

Eine Betreuungs- und Beratungskomponente ist regelmäßig nicht vorgesehen. Informell kann ein Erfahrungsaustausch erfolgen oder das Netzwerk des Geschäftspartners genutzt werden.

Basierend auf einer langjährigen Geschäftsverbindung kann ein individueller Austausch erfolgen und notwendige Hilfestellung geleistet werden. Diese ist aber sicherlich sehr begrenzt und zudem durch die verfolgten Interessen des Kapitalgebers belastet.

Dennoch ist die Beratungs- und Betreuungskomponente beim Handelskredit faktisch nicht vorhanden.

Bewertung: 3.

#### 7.1.6 Zusammenfassung

In der Unternehmenskrise kann die weitere Ausschöpfung oder Erhöhung der Handelskredite eine der einfachsten Möglichkeiten sein, finanzielle Handlungsspielräume zu schaffen oder aufrecht zu erhalten. Langjährige gute Geschäftsbeziehungen und eine entsprechende Vertrauensbasis erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass Kunden oder Lieferanten Kredite gewähren. Unternehmen, die ihre Banklinie bereits sehr weit ausgeschöpft haben oder keine freien Sicherheiten für weitere Kredite haben, machen von diesem formlosen, schnellen und einfachen Instrument häufig Gebrauch. Dies kann einerseits geschehen, indem Kunden, die die Ware erhalten, bereits nach Eingang oder sogar per Vorkasse zahlen, obwohl sie grundsätzlich etwa eine 14-tägige Zahlungsfrist haben. Andererseits kann das Unternehmen die Zahlungen an die Lieferanten über die ursprünglich vereinbarten Zahlungsziele hinauszögern. Für Unternehmen in Krisensituation ist dies ein häufig angewendetes Mittel, da das Ausbleiben von Zahlungen beim Kunden bzw. Lieferanten in Abhängigkeit von dessen Steuerungs- und Überwachungsinstrumenten häufig erst mit einer gewissen Verzögerung bemerkt wird. Erfolgt der Zahlungsaufschub jedoch nicht in beiderseitigem Einverständnis, kann der Lieferant zum Beispiel die nächste Warenlieferung oder den Service so lange stoppen, bis er für die bereits gelieferte Ware bzw. den geleisteten Service entlohnt wird.

Der Handelskredit ist ein sehr schneller Mechanismus zur Liquiditätserleichterung. Zum einen verschafft der Kundenkredit dem Lieferanten notwendige Liquidität, um seinen Kapitalbedarf zur Leistungserstellung zu decken, zum anderen hat der Lieferant eine gewisse Sicherheit für das fortwährende Interesse des Kunden an der Leistung.

Besteht eine gute Geschäftsbeziehung zwischen den Parteien, kann die Stellung von Sicherheiten entfallen, die Informationsanforderungen können gering und die Geschwindigkeit sehr hoch sein. Nachteilig ist jedoch die Auswirkung auf die Bilanzstruktur. Der steigende

Fremdkapitalanteil verschlechtert die Bonität und überfällige Kreditoren erschweren darüber hinaus die Aufnahme weiteren Kapitals. Eine Betreuungs- und Beratungskomponente ist hier in der Regel nicht implementiert.

Kriterium	Bewertung*	Begründung
Auswirkung auf Eigenkapital und Bonität	3	Negativer Effekt auf Eigenkapital, da es sich beim Handelskredit um Fremdkapital handelt. Dadurch bedingt tritt eine Verschlechterung der Bonität ein.
Verbundene Kosten und Liquiditätseffekt	1	Geringe Kosten, häufig lediglich Verzicht auf den Skontobetrag. Unter Umständen Kopplung an Zielerreichungen möglich.
Risikobereitschaft, Verfügbarkeit und Sicherheiten	1	Grundsätzlich ist der Handelskredit auch in der Situation der Krise verfügbar, als Sicherheit kann bspw. die gelieferte Ware dienen.
Information und Geschwindigkeit	1	Kaum Informationsbedarf und die bereits etablierte Geschäftsbeziehung sorgen für eine hohe Geschwindigkeit.
Betreuung- und Beratung	3	Eine Beratung und Betreuung durch den Kapitalgeber erfolgt regelmäßig nicht.

Tabelle 16: Zusammenfassende Beurteilung des Handelskredites (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

## 7.2 Bankkredite

Bankkredite können in unterschiedlichen Erscheinungsformen auftreten. Die Gewährung kurzfristiger Kredite erfolgt entweder in Form von Geldkrediten oder aber Kreditleihen durch Kreditinstitute. Im Falle von Geldkrediten stellt das Kreditinstitut dem Unternehmen Geld zur Verfügung, wohingegen dem Unternehmen bei der Kreditleihe lediglich die Kreditwürdigkeit des Kreditinstitutes gewährt wird. Die Kreditleihe im Rahmen der Bankkredite kann als Finanzierungsform in der Krise ausgeschlossen werden. Da die Bank bei der Kreditleihe mit ihrem eigenen Namen bürgt, kommen hier nur Adressen bester Bonität in Frage. In der Krise müssen sich die Unternehmen daher auf die Geldkredite konzentrieren (Bedeutende Formen der Kreditleihe sind Akzept- und Avalkredite sowie Umkehrwechsel. Eine Darstellung bietet Drukarczyk 2003: 481). Die drei wesentlichen Geldkredite sind der Kontokorrent-, der Diskont- und der Lombardkredit (Drukarczyk 2003: 482). Ein Kontokorrentkredit ist ein Kredit, bei dem ein Kreditinstitut dem Unternehmen eine Kreditlinie einräumt (§§ 355-357 HGB). Bis zu einem vertraglich festgelegten Maximalbetrag kann diese Linie in Anspruch genommen werden. Der Kontokorrentkredit ist meist auf kurze Zeit ausgerichtet, wobei er regelmäßig prolongiert wird, wenn der Gläubiger keinen Anlass zur Kündigung sieht. In der Krise ist diese Linie meist ausgeschöpft. Eine weitere Beanspruchung wandelt ihn zum Überziehungskredit. Der Diskontkredit ist ein Kredit, der auf Wechsel vergeben wird. Der Lieferant zieht dabei vom Abnehmer einen Wechsel für seine gelieferte Ware und reicht diesen bei seiner Bank zum Diskont ein. Als Sicherheit dient neben dem strengen deutschen Wechselrecht meist ein Eigentumsvorbehalt.

Beim Lombardkredit gewährt das Kreditinstitut dem Unternehmen einen Kredit bspw. gegen die Verpfändung von Wertpapieren oder Waren. Vom Marktwert der verpfändeten Sache wird ein Abschlag genommen. Im internationalen Finanzverkehr bestehen weitere Möglichkeiten der kurzfristigen Finanzierung, wie Rembours- oder Negoziationskredite und Zessionskredite, bei denen internationale Forderungen an ein Kreditinstitut abgetreten werden (Auf diese spezifischen Formen wird jedoch nicht weiter eingegangen, eine entsprechende Darstellung findet sich in Bleis 2006: 110).

#### 7.2.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität

Bei den drei Geldkrediten handelt es sich in jedem der Fälle um Fremdkapital. Dies führt analog zum Handelskredit, zu einer Erhöhung des Fremdkapitalanteils im Verhältnis zum Gesamtkapital. Dadurch verschlechtert sich auch bei den Bankkrediten die Eigenkapitalquote. Grundsätzlich führt dies auch zur Verschlechterung der Bonität des Unternehmens. Obwohl der Diskont- und der Lombardkredit die Bonität unter Umständen nicht so stark verschlechtern wie ein Kontokorrentkredit, weil diese Kredite mit entsprechenden Sicherheiten unterlegt sind, die für den Nominalbetrag des Kredites jederzeit ausreichend sind, ist der Effekt auf Eigenkapital und Bonität negativ.

Bewertung: 3.

#### 7.2.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität

Bei den entsprechenden Kosten müssen die drei Geldkredite unterschieden werden. Der Kontokorrentkredit ist die teuerste Form des Fremdkapitals. Im Rahmen des Überziehungskredites wird hier meist ein noch höherer Zins veranschlagt. Die Konditionen des Diskont- und Lombardkredites sind regelmäßig günstiger, da die Wechsel vom Akzeptant aufgrund des strengen Wechselrechtes stets zu Refinanzierungszwecken weitergereicht werden können. Dennoch ist die Finanzierung auch über diese Finanzierungsformen vergleichsweise teuer. Die Liquidität wird zunächst durch die direkte Liquiditätszuführung der Bank positiv beeinflusst. Allerdings ist die Tilgung und somit der Liquiditätsabfluss nicht an das Erreichen finanzieller Größen gekoppelt. Es stehen konkrete Laufzeiten und Rückzahlungsmodifikationen von vorneherein fest.

Bewertung: 3.

#### 7.2.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten

Die Beurteilung der Verfügbarkeit von Bankkrediten wäre vor der Einführung der Bestimmungen von Basel II sicherlich eindeutiger gewesen. Die Umwandlung des Kontokorrentkredites zum Überziehungskredit oder die Gewährung des Diskont- oder Lombardkredites ist aus Sicht der Bank nicht nur von Kriterien des Einzelunternehmens

abhängig. Meist muss die Bank dabei eine makro-ökonomische Sichtweise einnehmen. Das Unternehmen ist stets in Lieferanten- und Kundenbeziehungen eingebunden. Ein Nicht-Gewähren eines Kredites kann die Insolvenz des Unternehmens zur Folge haben. Nun können auch Kunden sowie Lieferanten in Mitleidenschaft gezogen werden, die gegebenenfalls auch Kunden der Bank sind. Somit spielt die Beurteilung einer weiteren Kreditvergabe an ein Unternehmen in der Krise eine bedeutende Rolle für eine Bank. Durch Basel II ist die Risikobereitschaft zur Kreditvergabe jedoch restriktiver geworden ist. Bei Betrachtung der Stellung von Sicherheiten muss berücksichtigt werden, dass die Kreditwürdigkeit des Unternehmens in der Krise aufgrund des Mangels an finanziellen Handlungsspielräumen bereits ausgeschöpft ist. Die Bank kann nun unter Umständen ohne neue Sicherheiten die Kontokorrentlinie erhöhen, wenn sie die Werthaltigkeit ihrer bisherigen Sicherheiten verbessert. So kann bspw. durch den neuen Kredit ein begonnenes Projekt fortgeführt werden, welches in fertigem Zustand einen deutlich höheren Erlös bringt. Fakt bleibt, dass keine neuen Sicherheiten für die Erhöhung des Kontokorrentkredites aus der Firma zur Verfügung gestellt werden können. Die Diskont- und Lombardkredite sind stets mit Sicherheiten verbunden, die aber sofern die entsprechenden Wechsel bzw. Wertpapiere verfügbar sind, vergleichsweise einfach gestellt werden können.

Bewertung: 2.

#### 7.2.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit

Die Bank steht in einer regelmäßigen Informationsbeziehung zu ihren Kunden. Dazu ist sie schon aufgrund des Kreditwesengesetzes verpflichtet. Eine Erhöhung der Kreditlinien bedarf dennoch einer besonderen Begründung seitens des Unternehmens. Der Informationsbedarf ist abgedeckt, wenn die Bank den Eindruck gewinnt mit der Bereitstellung zusätzlicher Mittel ihre Position zu verbessern. Es ist regelmäßig davon auszugehen, dass dies die Geschwindigkeit zwar beeinflusst, aber nicht zu einem Fortschreiten der Krise führt.

Bewertung: 2.

#### 7.2.5 Betreuungs- und Beratungskomponente

Eine fachlich-operative oder fachlich-strategische Betreuungs- und Beratungskomponente geht mit dem Bankkredit regelmäßig nicht einher. Meist sind die entsprechenden Firmenkundenbetreuer nicht auf Branchenschwerpunkte sondern auf Regionalschwerpunkte spezialisiert. Eine finanzielle Beratung findet jedoch stets statt, was zum einen auf Eigeninteresse der Bank zum Schutz ihrer Investition und zum anderen auf angebotenen Finanzierungsservice zurückgeführt werden kann.

Bewertung: 2.



## 7.2.6 Zusammenfassung

Bankkredite stellen gerade für mittelständische Unternehmen die Hauptfinanzierungsquelle dar. Der Kontokorrentkredit wird dabei von ca. 40% der Unternehmen als Mittel zur Liquiditätsverbesserung genutzt (Creditreform 2002: 5-7). Drei Viertel der Verschuldung eines Unternehmens entfällt auf Banken (Harhoff und Körting 1998: 1317-1354). Es wird ersichtlich, welche besondere Bedeutung den Banken im Rahmen der Unternehmensfinanzierung zukommt. In der Krise wird diese Finanzierungsbereitschaft der Banken aber nicht zuletzt durch Basel II stark eingeschränkt. Grundsätzlich gilt gerade auch für Unternehmen in der Krise, dass ein frühzeitiges Auseinandersetzen mit diesen verschärften Bestimmungen der Kreditvergabe unerlässlich ist. So kann bspw. ein Rating trotz Unternehmenskrise durch Beachtung anderer Kriterien aufgebessert werden und so die Wahrscheinlichkeit der Kreditvergabe deutlich erhöht werden. Auch wenn die Wirkung der erneuten Fremdkapitalaufnahme die Eigenkapitalquote und die Bonität negativ beeinflusst sowie die Konditionen vergleichsweise teuer sind, so ist zumindest eine gewisse Wahrscheinlichkeit vorhanden, die dringend notwendige Liquidität zu erhalten. Die relativ hohe Geschwindigkeit und die vorhandene Expertise der Banken in Finanzierungsfragen qualifizieren den Bankkredit nach wie vor für einen Einsatz als Finanzierungsform in der Krise.

Kriterium	Bewertung*	Begründung
Auswirkung auf Eigenkapital und Bonität	3	Negativer Effekt auf Eigenkapital, da es sich beim Bankkredit um Fremdkapital handelt. Dadurch bedingt tritt eine Verschlechterung der Bonität ein.
Verbundene Kosten und Liquiditätseffekt	3	Relativ hohe Kosten. Keine Kopplung an Zielerreichungen möglich.
Risikobereitschaft, Verfügbarkeit und Sicherheiten	2	Der Bankkredit kann auch in der Situation der Krise verfügbar und somit oft die letzte Chance sein.  Neue Sicherheiten können nur in Form neuer Wechsel in Frage kommen oder die Situation bzgl. der bisherigen Sicherheiten kann verbessert werden.
Information und Geschwindigkeit	2	Steigender Informationsbedarf über die laufende Geschäftsbeziehung hinaus, dennoch ausreichend hohe Geschwindigkeit.
Betreuung- und Beratung	2	Eine Beratung und Betreuung findet im Rahmen der finanziellen Expertise der Bank statt. Fachlich-operative oder -strategische Beratung und Betreuung kann regelmäßig nicht genutzt werden.

Tabelle 17: Zusammenfassende Beurteilung der Bankkredite (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

### 7.3 Darlehen

Ein Darlehen dient analog zum Bankkredit der Zuführung von Fremdkapital. Die Laufzeit ist dabei gemäß §§ 607-610 BGB länger als fünf Jahre. Neben Banken und Versicherungen können Darlehen auch von Privatpersonen, zumeist in Form von bestehenden Gesellschaftern, zur Verfügung gestellt werden (Die Zuführung eines Darlehens von bestehenden Gesellschaftern wird als Gesellschafterdarlehen bezeichnet. Unter bestimmten Voraussetzungen wirkt dieses Darlehen eigenkapitalersetzend. Somit kommt es der Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter gleich, die in Abschnitt 7.6 noch ausführlich untersucht wird). Banken und Versicherungen führen im Vorfeld der Darlehensgewährung eine tiefgreifende Kreditwürdigkeitsprüfung durch. Bei Gesellschafterdarlehen ist davon auszugehen, dass diese Prüfung obsolet ist, da die Gesellschafter mit dem Unternehmen vertraut sind.

Als Sicherheiten kommen Grundpfandrechte und Grundschulden in Betracht. Angesetzt werden die Sicherheiten zu ihrem Verkehrswert, abzüglich eines Sicherheitsabschlags. Das Darlehen kann in die folgenden drei Formen unterschieden werden: Annuitätendarlehen, Abzahlungsdarlehen und Festdarlehen. Das Annuitätendarlehen zeichnet sich durch regelmäßige Annuitätszahlungen in gleichbleibender Höhe aus, das Abzahlungsdarlehen ist dadurch gekennzeichnet, dass die jährlichen Rückzahlungsbeträge im Zeitablauf geringer werden und beim Festdarlehen werden während der gesamten Laufzeit lediglich Zinsen gezahlt. Die Tilgung ist erst am Ende der Laufzeit in einem Betrag fällig (Drukarczyk 2003: 404 beschreibt die Darlehensarten ausführlich). Generell gilt, dass die Zinsen bei einem Darlehen sehr vielfältig in ihren Ausgestaltungsmöglichkeiten sind. Die besondere Ausprägungsform des Schuldscheindarlehens wird an dieser Stelle nicht weiter im Hinblick auf seine Eignung zur Finanzierung untersucht, da die Bonitätskriterien zur Vergabe dieses Darlehens zu eng sind.

#### 7.3.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität

Zunächst handelt es sich beim Darlehen um Fremdkapital. Die Aufnahme von Fremdkapital führt zu einer Verschlechterung der Eigenkapitalquote und somit zu einer Verschlechterung der Bonität. Um eine Überschuldung und die darauf folgende Insolvenz zu verhindern, können die Gläubiger das Darlehen mit einem qualifizierten Rangrücktritt versehen. Dies führt dazu, dass das ehemalige Fremdkapitalinstrument nunmehr eigenkapitalähnlichen Charakter hat. Faktisch wird es nach dem Rangrücktritt zum Eigenkapital hinzugezählt. Bei Gesellschafterdarlehen gestaltet sich die Situation etwas anders. Je nach Zeitpunkt der Kapitalinfusion hat das Darlehen automatisch eigenkapitalähnlichen Charakter. Es ist davon auszugehen, dass aufgrund mangelnder Sicherheiten in der Unternehmenskrise keine neuen Darlehen durch Banken oder Versicherungen an das Unternehmen gegeben werden. Eine Umqualifizierung durch Rangrücktritt eines bestehenden Darlehens kann aber durchaus erfolgen. Sollte ein Gesellschafter dem Unternehmen in der Krise ein Darlehen zur Verfügung stellen, hat es auch eigenkapitalähnlichen Charakter. Daher gilt für das Gesellschafterdarlehen und das Darlehen

mit Rangrücktritt, dass die Eigenkapitalquote steigt und sich die Bonität verbessert. Für das klassische Darlehen, unabhängig von seiner Ausgestaltungsform bezüglich Zins und Tilgung, ist dies umgekehrt, was eine differenzierte Bewertung notwendig macht.

Bewertung Darlehen: 3. Bewertung Rangrücktritt: 1. Bewertung Gesellschafterdarlehen: 1.

### 7.3.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität

Durch den qualifizierten Rangrücktritt werden die veranschlagten Zinsen über den marktüblichen Zinssatz steigen. Diese werden auch nicht gestundet, sondern sind pünktlich fällig. Allerdings besteht die Möglichkeit, bspw. ein Annuitätendarlehen auch dahingehend umzustrukturieren, dass neben Zinsleistungen keine weiteren laufenden Tilgungsleistungen zu erbringen sind. Entweder wird das Darlehen endfällig oder Tilgungen müssen wieder geleistet werden, wenn vereinbarte finanzielle Ziele erreicht wurden. Das Gesellschafterdarlehen verursacht vergleichbare Zinskosten. Diese werden aber nicht ausgeschüttet, da das Gesellschafterdarlehen im Rang hinter allen anderen Verbindlichkeiten steht. Auch Tilgungsleistungen werden nicht erbracht. Die Unterschiede bei Kosten und Liquidität sowie die Möglichkeit des Rangrücktrittes machen erneut eine differenzierte Beurteilung notwendig.

Bewertung Darlehen: 3. Bewertung Rangrücktritt: 2. Bewertung Gesellschafterdarlehen: 1.

### 7.3.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten

Banken und Versicherungen werden aufgrund der notwendigen Kreditwürdigkeitsprüfung unter keinen Umständen ein neues Darlehen in das Krisenunternehmen geben. Denn sie würden nicht nur gegen das Kreditwesengesetz verstoßen, sondern auch unwirtschaftlich handeln. Ob ein Gesellschafter ein Darlehen in das Unternehmen in der Krise gibt, hängt neben dessen Risikobereitschaft vor allen Dingen von seiner persönlichen finanziellen Position ab. Diese kann jedoch nicht objektiv beurteilt werden. Daher folgt die Betrachtung einer möglichen Umqualifizierung. Banken und Versicherungen werden ein bereits bestehendes Darlehen dann mit einem qualifizierten Rangrücktritt ausstatten, wenn sie begründete Chancen sehen, dass im Gegenzug ein größerer Teil des bereits bestehenden Darlehens auch wieder einbringlich wird. Durch die Stundung von Tilgungsleistungen kann die Bank auf der einen Seite erreichen, dass finanzielle Handlungsspielräume für das operative Geschäft verfügbar gemacht werden. Auf der anderen Seite hilft der qualifizierte Rangrücktritt eine Verschuldungssituation zu heilen und somit der Insolvenzantragspflicht zu entgehen. In der Insolvenz wäre die Bank sonst unter Umständen ein Gläubiger unter vielen, was sich negativ auf ihre realisierbare Quote auswirken könnte. In der Regel fordert der Gläubiger mit dem Rangrücktritt aber weitere Sicherheiten. Meist sind keine freien Sicherheiten mehr vorhanden, weswegen teilweise die Verpfändung der Unternehmensanteile erfolgt.

Bewertung Darlehen: 3. Bewertung Rangrücktritt: 2. Bewertung Gesellschafterdarlehen: n/a.

#### 7.3.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit

Aufgrund der tiefgreifenden Kreditwürdigkeitsprüfung sind die Informationsanforderungen bei dem Darlehen sehr hoch was in der Folge zu einer geringen resultierenden Geschwindigkeit führt. Für die Umqualifizierung gilt dies nur eingeschränkt. Zwar fordern die Gläubiger die Vorlage eines Turnaround-Konzeptes, welches für sie nachvollziehbar abbildet in welchen Stufen die Sanierung voranschreitet. Dieses Turnaround-Konzept enthält auch eine dezidierte Cashflow- und Finanzplanung. Eine ausgiebige Sorgfältigkeitsprüfung sämtlicher Unternehmensbereiche erfolgt aber nicht. Es muss erkennbar sein, wann und vor allen Dingen wie das umklassifizierte Nachrang-Darlehen zurückgeführt werden soll. Für das Gesellschafterdarlehen gelten sehr geringe Informationsanforderungen und eine sehr hohe resultierende Geschwindigkeit, da davon auszugehen ist, dass der Informationsstand des Gesellschafters gerade in der Krise relativ hoch ist.

Bewertung Darlehen: 3. Bewertung Rangrücktritt: 2. Bewertung Gesellschafterdarlehen: 1.

#### 7.3.5 Betreuungs- und Beratungskomponente

In der Praxis ist es üblich, dass Gläubiger von Darlehen, unabhängig davon ob ein Rangrücktritt bereits erfolgt ist oder nicht, zeitnah über die Entwicklungen im Krisenunternehmen informiert sein wollen. Dazu werden für das Krisenunternehmen teilweise auch Unternehmensberatungen, die auf die Situation der Krise und des anschließenden Turnarounds spezialisiert sind, engagiert. Neben der Sicherung des ungefilterten Informationsflusses dient dies auch der Sicherung von Expertenwissen bei finanziellen und fachlichen Fragestellungen. In der Regel wird dies aber lediglich bei größeren oder für die Bank sehr bedeutenden Engagements der Fall sein. Finanzielle Beratung erfolgt aber in der Krise regelmäßig, schon aus eigenem Interesse der Gläubiger. Beim Gesellschafterdarlehen erfolgte die Beratung von vorneherein bereits durch die originäre Tätigkeit. Zusätzliche Komponenten ergeben sich im Falle eines Gesellschafterdarlehens nicht. Die Betreuung und Beratung beim Gesellschafterdarlehen wird daher durchweg als positiv beurteilt.

Bewertung Darlehen: 2. Bewertung Rangrücktritt: 2. Bewertung Gesellschafterdarlehen: 1.

#### 7.3.6 Zusammenfassung

Bei dem Darlehen ist die Unterscheidung in die verschiedenen Gläubigergruppen entscheidend. Banken und Versicherungen, als die wesentlichen Gläubiger auf der einen Seite, werden keine neuen Darlehen in das Krisenunternehmen geben. Dies lässt sich auf deren Risikoorientierung in Verbindung mit einem Mangel an Sicherheiten zurückführen. Auf der anderen Seite besteht die Möglichkeit, dass Gesellschafter Darlehen in das Krisenunternehmen geben. Diese Möglichkeit greift dann, wenn der Gesellschafter die entsprechende Risikoneigung und finanzielle Ausstattung hat, um ein derartiges Darlehen zu gewähren.

Unabhängig davon können bestehende Darlehen mit einem qualifizierten Rangrücktritt versehen werden. Dies hat einen positiven Effekt auf das Eigenkapital. Auch die Stundung von Tilgungsleistungen wirkt sich in der Krise positiv aus, da zusätzliche finanzielle Handlungsspielräume geschaffen werden. Insgesamt ist folgende Gesamtbeurteilung abzugeben: Das klassische Darlehen, also die frische Kapitalzufuhr durch externe Gläubiger, ist in der Krise so gut wie ausgeschlossen. Der qualifizierte Rangrücktritt sowie das Gesellschafterdarlehen sind aber häufig die letzte Möglichkeit, das Unternehmen vor der Insolvenz zu retten und einen Turnaround überhaupt erst möglich zu machen.

Kriterium	Bewertung*	Begründung
Auswirkung auf Eigenkapital und Bonität	3	Ein Darlehen ist Fremdkapital. Daher verschlechtern sich Eigenkapital und Bonität.
	1	Der qualifizierte Rangrücktritt führt dazu, dass das bestehende Darlehen wie Eigenkapital behandelt wird, wodurch die Bonität steigt.
	1	Das Gesellschafterdarlehen ist in der Krise durch die eigenkapitalersetzende Wirkung auch dem Eigenkapital zuzurechnen.
Verbundene Kosten und Liquiditätseffekt	3	Das Darlehen verursacht relativ hohe Kosten und die Tilgung ist nicht an das Erreichen von Zielgrößen gekoppelt.
	2	Die Kosten für den Rangrücktritt liegen über den marktüblichen Konditionen, aber die Rückzahlung ist nun gekoppelt an das Erreichen des Turnarounds.
	1	Das Gesellschafterdarlehen verursacht keine höheren Kosten, die Tilgungen sind tendenziell ausgesetzt.
Risikobereitschaft, Verfügbarkeit und Sicherheiten	3	Durch Mangel an Sicherheiten ist das Darlehen nicht verfügbar.
	2	Der Rangrücktritt stellt jedoch ein adäquates Mittel zur Vermeidung der Insolvenz dar und ist meist verfügbar.
	n/a	Die Verfügbarkeit des Gesellschafterdarlehens ist nicht beurteilbar.
Information und Geschwindigkeit	3	Die Vergabe eines Darlehens in der Krise wäre nicht zuletzt aufgrund des hohen Informationsbedarfs nicht möglich.
	2	Der qualifizierte Rangrücktritt geht zwar mit Informationsbedarf einher, dennoch kein signifikanter Effekt auf die Geschwindigkeit.
	1	Das Gesellschafterdarlehen geht mit keinem zusätzlichen Informationsbedarf einher, da der Gesellschafter über die Situation informiert ist.
Betreuungs- und Beratung	2	Sowohl finanzielle als auch fachliche Betreuung erfolgt nur, wenn das Engagement für die Bank so bedeutend ist, dass sie eine Unternehmensberatung engagiert. Finanzielle Beratung erfolgt aber stets.
	1	Kein Unterschied zwischen Darlehen und Rangrücktritt. Beim Gesellschafterdarlehen ist die Betreuung und Beratung positiv.

Tabelle 18: Zusammenfassende Beurteilung der Darlehen (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

## 7.4 Anleihen

Als Anleihen werden langfristige Darlehen, die Unternehmen gegen die Ausgabe von Teilschuldverschreibungen an einen breiten Anlegerkreis gewährt werden, bezeichnet. Als wesentliche Ausprägungsformen nennen Hirth (2005: 136) oder Bleis (2006: 127) Industrieobligationen, Wandelschuldverschreibungen, Optionsanleihen, Gewinnschuldverschreibungen und innovative Anleiheformen. Im Rahmen der innovativen Anleiheformen sind zwei Formen aufgrund ihres häufigen Auftretens besonders nennenswert, die Zero-Coupon-Bonds und die Floating-Rate-Notes (FRN's). Daneben existieren zahlreiche weitere Formen und die Weiterentwicklung ist einer hohen Dynamik unterworfen.

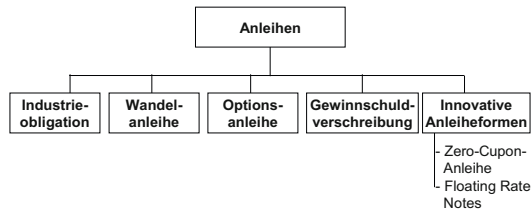


Abbildung 41: Anleiheformen (Quelle: Eigene Darstellung).

Die Möglichkeit zur Emission derartiger Wertpapiere hängt stark von der Bonität der Unternehmen ab, wodurch die Anleihen als Fremdfinanzierungsform nur einem eingeschränkten Kreis von Kreditnehmern zur Verfügung steht.

Weist ein Unternehmen eine eingeschränkte Bonität auf und ist somit nicht emissionsfähig, so besteht die Möglichkeit, dass bspw. ein Kreditinstitut eine Anleihe begibt und die resultierenden Fremdmittel indirekt an das Unternehmen weitergibt. Bei der indirekten Kreditfinanzierung durch Anleihen nutzt das Kreditinstitut den Kapitalmarkt zur Refinanzierung eines Darlehens an ein nicht-emissionsfähiges Unternehmen. Dabei werden verschiedene Kreditnehmer ähnlicher Bonität gepoolt und eine Anleihe unter dem Dach des Kreditinstitutes herausgegeben (So emittiert bspw. die Commerzbank die sogenannten Colibri-Anleihen. Dabei werden meist drei Kreditnehmer ähnlicher Bonität in einer Anleihe zusammengefasst. Obwohl der Zinssatz höher ist als der Marktzinssatz für Unternehmen mit geringerer Bonität, ist er dennoch niedriger, als wenn jedes einzelne dieser gepoolten Unternehmen mit seiner Bonität eine Anleihe begeben würde. Der Anleihe liegen bestimmte Covenants zugrunde. Löst eines der Pool-Unternehmen einen solchen Covenant aus, wird die Colibri-Anleihe in eine Anleihe des den Covenant-auslösenden Unternehmens umgewandelt). In der Situation der Krise ist dieses Instrument meist nicht geeignet, weil die Vorbereitung viel Zeit in Anspruch nimmt und eine gewisse Mindestbonität dennoch vorhanden sein muss.

Aus Gründen der Bonität kann zudem die Ausgabe klassischer Industrieobligationen über eine Börse ausgeschlossen werden. Der Prozess würde zu lange dauern und das schlechte Rating dazu führen, dass die Anleihe des Krisenunternehmens direkt als Junk Bond klassifiziert wird

(Drukarczyk 2003: 401 schildert den komplexen Prozess und die hohen Anforderungen der Begebung von Industrieobligationen). Dies hätte eine Emission deutlich unter pari sowie relativ hohe Zinsen zur Folge.

Möglich ist aber hingegen die Platzierung von Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen. Beide Formen werden auch als sogenanntes Mezzanine-Kapital bezeichnet (Zur weiterführenden Erläuterung dieser Anleiheformen eignen sich Bleis 2006: 130-131, Hirth 2005: 136 sowie Drukarczyk 2003: 438). Zwar kommt aus Zeitgründen hierbei ebenfalls eine Platzierung an der Börse nicht in Frage, aber im Krisenfall ist es durchaus vorstellbar, dass diese beiden Anleiheformen dazu dienen, notwendige Liquidität über eine außerbörsliche Platzierung zu generieren. Dabei sind mit diesen Anleiheformen gleich zwei Vorteile verbunden. Auf der einen Seite zählen sie zu den mezzaninen Finanzierungsformen, eine Mischform zwischen Eigenkapital und Fremdkapital. Der Anleihegläubiger hat das Recht, am Ende der Laufzeit zu entscheiden, ob er eine Rückzahlung der Anleihe zu deren Nominalbetrag oder die Umwandlung in Eigenkapital bevorzugt. Übertragen auf die Situation der Krise ist dies besonders interessant. Geht man davon aus, dass die Unternehmenskrise ein vorübergehendes Phänomen darstellt, wird das Unternehmen sich im Rahmen des Turnarounds erholen und in Zukunft besser aufgestellt sein. Negative Cashflow-Trends weichen zugunsten nachhaltig positiver Einkünfte. Aus Sicht der Anleihegläubiger bedeutet dies, dass sie sich besser stellen werden, wenn sie am Ende der Laufzeit eine Wandlung in Eigenkapital fordern. Das Unternehmen, als Kreditnehmer, wird dadurch entlastet, da es keine Tilgungszahlungen auf den Nominalbetrag der Anleihe am Ende der Laufzeit zu leisten hat.

Auf der anderen Seite sind diese beiden Anleiheformen dank ihrer besonderen Ausgestaltung niedriger verzinst als klassische Anleihen. Das Unternehmen wird während der Laufzeit weniger stark durch Zinszahlungen belastet. Da diese Anleiheformen bei Ausgabe aber zum Nominalbetrag abgegeben werden, findet ein Kapitalzufluss analog zu einer klassischen Anleihe oder einem Bankkredit statt. Gerade in jüngster Zeit entwickelt sich für derartige, nicht über Börsen gehandelte, Anleihen durchaus ein Markt. Meist helfen spezialisierte Investmenthäuser bei der Ausgestaltung und Platzierung bei Investoren (siehe dazu bspw. Paulus und Froehlich 2007: 6-7).

Auch die Ausgestaltung einer Gewinnschuldverschreibung und die besonderen Merkmale in der Krise sind miteinander vereinbar. Ein niedriger Zins über die Laufzeit, gekoppelt mit einem Anspruch auf spätere Gewinne nach dem Turnaround, kann eine attraktive Möglichkeit zur Finanzierung darstellen. Auch hier gilt jedoch, dass eine Platzierung aufgrund des zu hohen Zeitbedarfs nur außerhalb der geregelten Börsenmärkte stattfinden kann.

Unter den innovativen Anleiheformen sind die Zero-Coupon-Bonds und die High-Yield-Bonds auf den ersten Blick geeignet, die Finanzierung in der Krise zu unterstützen. Die unverzinsten Zero-Coupon-Bonds werden jedoch unter pari ausgegeben, wodurch der Kapitalzufluss vergleichsweise gering ausfällt. Zum Zeitpunkt ihrer Fälligkeit müssen sie jedoch zu ihrem Nominalwert getilgt werden. Aufgrund des geringen Liquiditätszuflusses sollen sie hier keine

weitere Betrachtung finden. Die High-Yield-Bonds hingegen sind genau für die Situation der Unternehmenskrise geschaffen worden. Mit sehr hohen Zinsen versehen, benötigt ein Unternehmen jedoch auch nachhaltige Sicherheiten, um diese Papiere begeben zu dürfen. Dies wird in der Regel nur sehr großen Unternehmen möglich sein, die mit Hilfe von Bankgarantien die notwendigen Sicherheiten aufbringen können. Auch diese Form soll im Folgenden nicht weiter betrachtet werden. Zur Bewertung werden die Wandelschuldverschreibung, die Optionsanleihe und die Gewinnschuldverschreibung näher betrachtet.

#### 7.4.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität

Bei Ausgabe der Anleihen wird dem Unternehmen Fremdkapital zugeführt. Bei allen drei Anleihearten in Höhe des Nominalwertes. Die Wandelschuldverschreibung und die Optionsanleihe bieten den Vorteil, dass ein Teil des eingesammelten Kapitals direkt in der Bilanz mit eigenkapitalähnlichem Charakter gebucht werden kann. Frank (2007: 12-14) stellt zudem fest, dass bei Gelingen des Turnarounds ein großer Teil der Gläubiger zu Gesellschaftern wird. Bei der Gewinnschuldverschreibung ist dies jedoch nicht möglich. Der Kapitalzufluss besteht aus reinem Fremdkapital, was sich negativ auf die Eigenkapitalquote und Bonität auswirkt.

Bewertung Wandelschuldverschreibung und Optionsanleihe: 1.

Bewertung Gewinnschuldverschreibung: 3.

#### 7.4.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität

Allen drei untersuchten Anleihearten gemeinsam sind die im Vergleich zu marktüblichen Kreditkonditionen niedrigen Zinsen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass jede dieser Finanzierungsformen einen Anreiz bietet, der für den niedrigen Zinssatz entschädigt. So erlauben die Wandelschuldverschreibung und die Optionsanleihe eine Partizipation an steigenden Aktienkursen und die Gewinnschuldverschreibung weist dem Gläubiger einen Anteil am Unternehmenserfolg zu.

Die Liquiditätswirkung ist bei den Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen im Falle der Wandlung in Eigenkapital besonders positiv, da keine Tilgung stattfinden muss. Für die Gewinnschuldverschreibung gilt dies nicht. Sie bietet zwar auch einen Liquiditätszufluss zum Nominalwert, jedoch ist sie bei Fälligkeit auch zu diesem Wert unabhängig von Zielgrößen zu tilgen.

Bewertung Wandelschuldverschreibung und Optionsanleihe: 1.

Bewertung Gewinnschuldverschreibung: 2.



### 7.4.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten

Als Problem der drei Anleihearten ist deren eingeschränkte Verfügbarkeit zu sehen. Es gibt zwar spezialisierte Investmenthäuser, die Anleihen in der Unternehmenskrise vermarkten können, doch die generelle Verfügbarkeit ist sehr begrenzt. Hinzu kommt, dass enorme Sicherheiten für derartige Finanzierungsformen notwendig sind. Nur wenige Unternehmen in der Krise sind qualifiziert, derartige Anleihen zu begeben. In der Regel werden Krisenunternehmen als Sicherheiten Anteile verpfänden müssen, was sich negativ auf die Handlungsfähigkeit auswirken kann.

Bewertung: 4.

### 7.4.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit

Die Informationsanforderungen sind relativ hoch. Das Krisenunternehmen müsste sich in einem sehr frühen Stadium um die Anleihenplatzierung und die Bereitstellung der notwendigen Informationen bemühen. Hinzu kommt, dass die Informationsanforderungen regelmäßig so hoch sind, dass die Geschwindigkeit darunter leidet. Unter Umständen kann die Konzentration auf die Platzierung der Anleihe den Fokus vom operativen Geschäft ablenken und die Beherrschung der Krise behindern.

Bewertung: 4.

### 7.4.5 Betreuungs- und Beratungskomponente

Professionelle Investmenthäuser können analog zu Banken finanzielle Beratung für Krisenunternehmen anbieten. Auf Mezzanine-Kapital spezialisierte Anbieter sind darüber hinaus in der Lage das Management des Krisenunternehmens fachlich zu unterstützen. Allerdings werden sie nicht unbedingt die allgemeinen Unternehmensinteressen verfolgen, sondern nur dahingehend aktiv werden, die Rückzahlung der Anleihen sicherzustellen. Dies birgt nicht nur für das Unternehmen selbst Risiken, sondern auch für die übrigen Gläubiger.

Bewertung: 4.

### 7.4.6 Zusammenfassung

Auf den ersten Blick scheinen gerade die Wandelschuldverschreibung und die Optionsanleihe geeignete und interessante Instrumente zur Schaffung finanzieller Handlungsspielräume in der Krise zu sein. Die positive Wirkung auf das Eigenkapital und die Bonität verbunden mit einer geeigneten Kostenstruktur können diese Instrumente wertvoll machen. Auch die Liquiditätswirkung durch die Wandlungsmöglichkeit in Eigenkapital stellt einen Vorteil dieser Finanzierungsformen dar.

Letztlich drohen beide Instrumente aber an deren knapper Verfügbarkeit und hohen Informationsanforderungen sowie dem Bedarf an Sicherheiten zu scheitern. Die Gefahr, dass die Beratung und Betreuung einseitig auf die Interessen der Anleihegläubiger gerichtet ist und dabei wichtige Unternehmens- und Stakeholderinteressen missachtet werden, ist zudem sehr groß.

Kriterium	Bewertung*	Begründung
Auswirkung auf Eigenkapital und Bonität	1	Wandel- und Optionsanleihe haben aufgrund der Wandlungsmöglichkeit einen positiven Effekt auf Eigenkapital und Bonität.
	3	Die Gewinnschuldverschreibung führt Fremdkapital zu und die Folge ist eine Verschlechterung der Bonität.
Verbundene Kosten und Liquiditätseffekt	1	Wandelschuldverschreibung und Optionsanleihe sind kostengünstig und die Tilgung entfällt bei guter Performance durch Wandlung in Eigenkapital.
	2	Im Gegensatz dazu Tilgung Gewinnschuldverschreibung erforderlich.
Risikobereitschaft, Verfügbarkeit und Sicherheiten	4	Die Verfügbarkeit aller Formen ist sehr begrenzt. Zudem besteht die Gefahr, dass durch die Verpfändung der Anteile die Handlungsfähigkeit des Unternehmens eingeschränkt werden könnte.
Information und Geschwindigkeit	4	Der Informationsbedarf kann so groß sein, dass das operative Geschäft gehemmt und die Krise gefördert wird.
Betreuung- und Beratung	4	Die Beratung und Betreuung durch den Anleihegläubiger kann derart einseitig sein, dass die Interessen des Unternehmens und der übrigen Stakeholder in den Hintergrund treten.

Tabelle 19: Zusammenfassende Beurteilung der Anleihen (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

## 7.5 Factoring, Forfaitierung, Asset-backed-Securities, Leasing, Sale-and-lease-back

Factoring, Forfaitierung, Asset-backed-Securities sowie Sale-and-lease-back sind Finanzierungsformen, die fremdkapitalersetzend wirken und zu den Kreditsubstituten im Rahmen der Fremdfinanzierung zählen (eine kurze Beschreibung findet sich bereits in Abschnitt 3.3 zu den Finanzierungsmöglichkeiten). Dabei werden Gegenstände des Anlagevermögens verkauft und der Erlös dazu genutzt, die Fremdkapitalbelastung zu reduzieren. Im Ergebnis gilt dies auch für das Leasing, jedoch werden vorhandene Vermögensgegenstände nicht verkauft, sondern neue Vermögensgegenstände erst gar nicht zum Eigentum des Unternehmens.

Factoring und Forfaitierung beziehen sich auf den Verkauf von Forderungen im nationalen und internationalen Handel. Dadurch, dass der Ankäufer der Forderungen neben der Finanzierungsform auch die Delkredere- und Dienstleistungsfunktion übernimmt, indem er Zahlungseingänge überwacht und das Zahlungsrisiko übernimmt, führen Factoring und

Forfaitierung auch zu einer Komplexitätsreduktion bei dem Unternehmen (Hartmann-Wendels et al. 1998: 208 und 290).

Im Rahmen eines Leasing-Vertrags wird die zeitweise Überlassung eines beweglichen bzw. unbeweglichen Gegenstandes vereinbart, für dessen Überlassung eine Gebühr ähnlich einer Miete zu entrichten ist (Drukarczyk 2003: 459-475).

Bei Asset-backed-Securities handelt es sich um eine anschließende Verbriefung der verkauften Forderungen, die aber keine nachhaltigen Auswirkungen auf das Krisenunternehmen hat. Beim Sale-and-lease-back werden Vermögensgegenstände verkauft und anschließend zurückgemietet. Dies ist vornehmlich bei Grundstücken und Gebäuden, aber auch bei Maschinen oder dem Fuhrpark ein gebräuchliches Verfahren.

#### 7.5.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität

Der Verkauf von Gegenständen des Anlagevermögens führt zum Abgang dieser Vermögenswerte aus der Aktivseite der Bilanz. Gleichzeitig wird der Kasse des Unternehmens aber Liquidität in Form des Verkaufserlöses zugeführt. Dies wird als Aktivtausch bezeichnet. Die Gegenstände im Rahmen eines Sale-and-lease-back wie bspw. Maschinen oder Gebäude stehen dem Unternehmen im Anschluss an die Durchführung der Finanzierung nach wie vor zur Verfügung. Somit wird die operative Geschäftstätigkeit nicht nachhaltig beeinflusst bzw. beeinträchtigt. Die geschaffene Liquidität wird zur Rückführung bestehender Verbindlichkeiten eingesetzt. Durch diese Bilanzverkürzung auf der Aktiv- und Passivseite sowie die Rückführung der Verbindlichkeiten verbessert sich die Eigenkapitalquote und somit die Bonität des Unternehmens.

Bewertung: 1.

#### 7.5.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität

Die Kosten für die Finanzierungsform sind in allen Fällen auch in der Unternehmenskrise marktüblich. Je nach Ausgestaltung und Anbieter liegen sie auf einem Niveau mit günstigen Darlehen. Für die Kapitalgeber stellt die Unternehmenssituation aufgrund des Sicherheitsgefüges ein nachrangiges Charakteristikum dar. Die Liquiditätswirkung ist besonders positiv. Da keine Verpflichtung besteht, die Vermögensgegenstände oder Forderungen zurückzukaufen, tritt quasi auch keine Tilgungsverpflichtung ein.

Bewertung: 1.

#### 7.5.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten

Die Risikobereitschaft der Ankäufer der Vermögensgegenstände muss nicht außergewöhnlich hoch sein. Denn in der Regel bekommen sie im Gegenzug für das Kapital nicht nur eine Sicherheit, sondern erwerben direkt das Eigentum an dem entsprechenden Vermögens-

gegenstand. Nur dessen Werthaltigkeit muss festgestellt werden, wobei der Ankäufer die Möglichkeit hat durch entsprechende Abschlüsse oder Garantien des Verkäufers den Wert anzupassen.

Problematisch kann sich für das Unternehmen in der Krise nur der Fall herausstellen, bei dem bspw. die Forderungen oder Immobilien bereits als Sicherheit für ein Bankdarlehen dienen. In diesem Fall müssten die Einnahmen aus dem Verkauf zunächst dazu genutzt werden, die der Sicherheit zugrundeliegenden Verbindlichkeiten zurückzuführen. Nur der Betrag, der die Verbindlichkeiten übersteigt, würde zusätzliche Liquidität schaffen.

Bewertung: 2.

#### 7.5.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit

Die Informationsanforderungen sind im Vergleich zu anderen Finanzierungsformen relativ niedrig. Der Ankäufer der Forderungen prüft die Debitorenliste sowie die wesentlichen Adressen auf ihre Bonität hin. Durch die Erfahrung und das Netzwerk des Factors geht dies aber äußerst schnell. Der Ankäufer der Immobilie diskontiert im Wesentlichen den Mietvertrag, der abzuschließen ist. Je höher die darin vereinbarte Miete ist, desto höher ist der resultierende Ankaufpreis. Lediglich wenn das Krisenunternehmen akut vor der Insolvenz steht, prüft der Ankäufer alternative Verwertungsmöglichkeiten für die Immobilie.

Bewertung: 1.

#### 7.5.5 Betreuungs- und Beratungskomponente

Eine finanzielle oder fachliche Beratung und Betreuung findet im Zusammenhang mit diesen Finanzierungsformen regelmäßig nicht statt. Aufgrund der relativ guten Sicherheitenposition führen diese Ankäufer ein Geschäftsmodell, welches auf den Massenmarkt ausgerichtet ist. Dadurch erlangen sie auch eine Risikodiversifikation. Sehr kleine Teams stemmen sehr große Portfolios, wodurch wenig Zeit für die Beratungs- und Betreuungskomponente zur Verfügung steht.

Bewertung: 3.

#### 7.5.6 Zusammenfassung

Sollte das Krisenunternehmen diese Finanzierungsformen noch nicht ausgeschöpft haben, stellen sie eine wichtige Komponente der Krisenbewältigung und des anschließenden nachhaltigen Turnarounds dar. Durch die positiven Auswirkungen auf das Eigenkapital und die Bonität, die geringen Kosten sowie den positiven Liquiditätseffekt eignen sie sich auch in einem sehr fortgeschrittenen Krisenstadium, um kurzfristig finanzielle Handlungsspielräume zu erschließen. Die Verfügbarkeit ist für die Situation der Unternehmenskrise akzeptabel und

die entsprechende Geschwindigkeit ist enorm hoch. Lediglich die fehlende Beratung und Betreuung sind negativ anzumerken.

Kriterium	Bewertung*	Begründung
Auswirkung auf Eigenkapital und Bonität	1	Die Bilanzverkürzung in Verbindung mit der Rückführung von Fremdkapital verbessert die Eigenkapitalquote und somit die Bonität.
Verbundene Kosten und Liquiditätseffekt	1	Die Konditionen bleiben auch in der Krise unverändert günstig und die Liquidität wird schnell verfügbar gemacht. Zudem kann auf die Tilgung verzichtet werden.
Risikobereitschaft, Verfügbarkeit und Sicherheiten	2	Die Verfügbarkeit ist generell sehr gut. Die Gefahr in der Krise ist jedoch, dass die Vermögensgegenstände bereits als Sicherheit dienen. Ihr Verkauf bedingt dann eine direkte Ablösung der zugrundeliegenden Verbindlichkeiten.
Information und Geschwindigkeit	1	Durch standardisiertes Geschäft sehr hohe Geschwindigkeit und überschaubarer Informationsbedarf.
Betreuung- und Beratung	3	Weder finanzielle noch fachliche Beratung und Betreuung.

Tabelle 20: Zusammenfassende Beurteilung von Factoring, Forfaitierung, Asset-backed-Securities, Leasing, Sale-and-lease-back (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

## 7.6 Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter

Als Kapitalerhöhung wird die externe Zuführung von Eigenkapital in ein bestehendes Unternehmen und die Veränderung der Eigenkapitalstruktur bei Kapitalgesellschaften zu Gunsten des gezeichneten Kapitals bezeichnet (Drukarczyk 2003: 287-292). Somit ist die Kapitalerhöhung als ein Instrument der Beteiligungsfinanzierung zu charakterisieren. Die Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter ist einerseits abhängig von der Bereitschaft der bestehenden Gesellschafter, ein weiteres mit dem Unternehmen verbundenes Risiko einzugehen. Die bestehenden Gesellschafter kennen das Unternehmen in der Regel gut, wodurch sie beurteilen können, mit welchem zusätzlichen Risiko ein weiteres Engagement im Krisenunternehmen verbunden ist. Andererseits spielt die persönliche finanzielle Situation eine große Rolle. Die finanzielle Ausstattung ist quasi notwendige und die Risikoneigung hinreichende Bedingung für ein weiteres Engagement.

### 7.6.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität

Durch die Kapitalerhöhung wird dem Unternehmen neues Eigenkapital zugeführt. Dadurch verbessert sich auch die Bonität des Unternehmens. Zudem führt die erneute Kapitalinfusion dazu, dass den übrigen Stakeholdern signalisiert wird, der bestehende Gesellschafter ist weiterhin vom Fortbestand seines Unternehmens überzeugt. Ein Indiz für diese Wirkung findet sich regelmäßig darin, dass Banken, sofern sie grundsätzlich bereit sind in der Krise weiteres

Kapital zur Verfügung zu stellen, ebenfalls eine Erhöhung des Kapitals durch die bestehenden Gesellschafter fordern.

Bewertung: 1.

#### 7.6.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität

Die mit der Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter verbundenen Kosten sind, bezogen auf die direkt anfallenden Zinskosten, gleich null. Eigenkapital ist zwar die teuerste Finanzierungsform, doch wird der Anspruch auf eine Rendite im Falle der Krise zurückgestellt werden müssen, bis der Turnaround herbeigeführt wurde. Somit ist er an das Erreichen gewisser Zielgrößen gekoppelt. Eine laufende Verzinsung auf das neu eingebrachte Eigenkapital existiert nicht. Die Kapitalerhöhung kann entweder durch eine Geldeinlage oder eine Sacheinlage sowie durch Rechte vollzogen werden. Die Geldeinlage beeinflusst die Liquidität direkt positiv. Die Einlage von Sachen und Rechten kann zwar einen direkten positiven Einfluss auf die Liquidität haben, aber dies muss nicht geschehen. Wird eine Immobilie, die sich im Eigentum eines bestehenden Gesellschafters befindet und an das Krisenunternehmen vermietet wurde, in das Betriebsvermögen eingebracht, entfällt die Miete. Daraus ergibt sich ein positiver Liquiditätseffekt. Grundsätzlich ist Eigenkapital unbefristet verfügbar, wodurch keine Tilgungen anfallen.

Bewertung: 1.

#### 7.6.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten

Die Risikobereitschaft der bestehenden Gesellschafter ist eine notwendige Voraussetzung für den Turnaround. Denn wenn dieser Gesellschafter nicht bereit ist, in das Krisenunternehmen weiteres Kapital einzubringen, werden auch keine zusätzlichen externen Mittel akquiriert werden können. Jedoch muss der bestehende Gesellschafter auch über die entsprechenden finanziellen Mittel und Möglichkeiten verfügen, um eine Kapitalerhöhung durchzuführen. Eine Beurteilung kann daher nicht objektiv erfolgen. Da die Kapitalerhöhung die Zuführung von Eigenkapital in das Unternehmen impliziert, sind keine Sicherheiten notwendig.

Bewertung: n/a.

#### 7.6.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit

Die Informationsanforderungen der bestehenden Gesellschafter sind geringer als bei allen übrigen Finanzierungsformen. Die Geschwindigkeit ist dementsprechend hoch. Der limitierende Faktor ist hier aber wiederum die persönliche Situation des Gesellschafters. Er muss die entsprechende Liquidität zunächst verfügbar machen bevor er die Kapitalerhöhung durchführen kann.

Bewertung: 1.

### 7.6.5 Betreuungs- und Beratungskomponente

Die bestehenden Gesellschafter werden spätestens in der Situation der Unternehmenskrise aktiv. Schließlich ist ihr Investment einem hohen Risiko ausgesetzt. Entweder führen sie selbst die Geschäfte oder sorgen dafür, dass dies über einen vertrauten Berater in Form eines Geschäftsführers geschieht. Dabei wird zwar das Unternehmen umfassend betreut, ob die entsprechende Turnaround-Expertise verfügbar ist, bleibt aber ungeklärt.

Bewertung: n/a.

### 7.6.6 Zusammenfassung

Die Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter zeichnet sich neben der Verbesserung der Eigenkapitalquote, der Bonität sowie der Liquidität in erster Linie durch einen positiven Signalling-Effekt aus. Die übrigen Gläubiger und Stakeholder erkennen, dass der bestehende Gesellschafter von der Überlebensfähigkeit des Krisenunternehmens, dem Gelingen des Turnarounds und der nachhaltigen Unternehmensfortführung überzeugt ist. Geringe Informationsanforderungen und eine resultierende sehr hohe Geschwindigkeit machen die Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter zu einem adäquaten Instrument in der Krise. Der limitierende Faktor ist die Verfügbarkeit, die vom Einzelfall abhängt.

Kriterium	Bewertung*	Begründung
Auswirkung auf Eigenkapital und Bonität	1	Eine Kapitalerhöhung ist die Zuführung von Eigenkapital. Dadurch verbessern sich die Eigenkapitalquote und die Bonität. Der Signalling-Effekt wirkt positiv auf die übrigen Gläubiger und Stakeholder.
Verbundene Kosten und Liquiditätseffekt	1	Laufende Kosten sind nicht mit der Kapitalerhöhung verbunden. Der Liquiditätseffekt greift sofort, zudem ist Eigenkapital unbefristet verfügbar, somit fällt keine Tilgung an.
Risikobereitschaft, Verfügbarkeit und Sicherheiten	n/a	Die Verfügbarkeit hängt von den persönlichen Verhältnissen des bestehenden Gesellschafterkreises ab. Eine objektive Beurteilung ist daher nicht möglich.
Information und Geschwindigkeit	1	Informationsanforderungen sind sehr gering und daraus resultiert eine enorm hohe Geschwindigkeit.
Betreuung- und Beratung	n/a	Die Gesellschafter üben die intensivste Form der Beratung und Betreuung aus. Ob diese aber über die entsprechende Expertise verfügen, kann nicht geklärt werden.

Tabelle 21: Zusammenfassende Beurteilung der Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

## **7.7 Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter**

Die Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter läuft technisch analog zur Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter ab. Der Unterschied ist jedoch der, dass der potenzielle neue Gesellschafter erst gefunden werden muss.

Wurden Kandidaten identifiziert, muss deren Informationsbedarf gedeckt werden. Der neue Gesellschafter wird bei dem Krisenunternehmen zudem auch einen Anspruch auf Mitspracherechte erheben. Demnach müssen auch die bisherige Organisation und die einzelnen Zuständigkeiten sowie Verantwortlichkeiten neu geregelt werden. Dies kostet wertvolle Zeit.

### **7.7.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität**

Die Effekte auf das Eigenkapital und die Bonität sind analog zu denen der Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter positiv. Durch die Kapitalerhöhung der neuen Gesellschafter wird dem Unternehmen neues Eigenkapital zugeführt. Dadurch verbessert sich auch die Bonität.

Bewertung: 1.

### **7.7.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität**

Auch die Kosten und die Implikationen auf die Liquidität der Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter sind, analog zur Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter, positiv. Der Anspruch auf Rendite wird bis zum Gelingen des Turnarounds zurückgestellt bleiben müssen.

Bewertung: 1.

### **7.7.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten**

Die Risikobereitschaft und die resultierende Verfügbarkeit verhalten sich gegenüber der Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter vielschichtiger. Je nach Stadium der Unternehmenskrise werden unter Umständen potenzielle neue Gesellschafter gefunden, die die notwendige finanzielle Ausstattung mitbringen, um die benötigte Kapitalerhöhung durchzuführen. Abhängig von der Informationslage werden diese aber gegebenenfalls Sicherheiten fordern um sicherzustellen, dass die offengelegten Informationen vollständig und richtig sind (bspw. Garantien der Alt-Gesellschafter).

Bewertung: 2.



#### 7.7.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit

Die Informationsanforderungen bei der Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter sind enorm groß. Schließlich beteiligt sich ein neuer Gesellschafter, für den das Krisenunternehmen zunächst aufgrund bestehender Informationsasymmetrien schwierig einzuschätzen ist. Er muss die Krisenursachen ebenso verstehen wie die Möglichkeiten und Chancen, diese nachhaltig zu beseitigen.

Die Tatsache, dass unbesichertes Eigenkapital bereitgestellt werden soll, macht eine grundlegende und tiefgreifende Prüfung notwendig. Darunter leidet die Geschwindigkeit. Durch die aktive Einflussmöglichkeit, die der Gesellschafter nach der Kapitalerhöhung besitzt, ist er jedoch selbst in der Lage, das Risiko seiner Investition mit zu steuern. Seine Informationsanforderungen sollten daher nicht so hoch sein, als dass das operative Geschäft gehemmt wird. Es ist zu unterstellen, dass ein potenzieller neuer Gesellschafter, der bereit ist Kapital in ein Krisenunternehmen zu investieren, sich der prekären Situation bewusst ist. Daher sollte er versuchen, das operative Geschäft nicht durch seinen Informationsbedarf zu beeinträchtigen.

Bewertung: 2.

#### 7.7.5 Betreuungs- und Beratungskomponente

Wie bereits angedeutet, wird der neue Gesellschafter versuchen, das Risiko seiner Investition gering zu halten und zu steuern. Daher wird er sich aktiv in dem Unternehmen einbringen. Als Gesellschafter verfolgt er automatisch die Interessen des Krisenunternehmens, wodurch seine Beratungs- und Betreuungsfunktion positiv zu werten ist. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass er nur in ein Krisenunternehmen investiert, wenn er über die entsprechenden Branchenkenntnisse und Turnaround-Expertise verfügt.

Bewertung: 1.

#### 7.7.6 Zusammenfassung

Bereits die Untersuchung der Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter machte deutlich, dass es sich dabei um ein adäquates Finanzierungsinstrument in der Krise handelt. Die Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter weicht lediglich bei dem Informationsbedarf ab. Dieser ist bei neuen Gesellschaftern ungleich höher als bei bestehenden Gesellschaftern. Bei der Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter rückt die Frage nach der finanziellen Ausstattung der neuen Gesellschafter hinter die Frage, ob sich überhaupt ein potenziell interessierter Gesellschafter findet. Je weiter die Unternehmenskrise fortgeschritten ist, desto schwieriger wird es einen neuen Gesellschafter zu finden und für einen Turnaround zu begeistern. Dennoch besteht eine nicht unrealistische Chance, bei Erkennen der ersten

Krisenanzeichen einen neuen Gesellschafter aufnehmen zu können, der neben Expertise auch Liquidität einbringt.

Kriterium	Bewertung*	Begründung
Auswirkung auf Eigenkapital und Bonität	1	Auswirkung auf Eigenkapital und Bonität positiv. Der Signalling-Effekt, der die Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter auszeichnet, entfällt jedoch.
Verbundene Kosten und Liquiditätseffekt	1	Keine laufenden Kosten und ein positiver Liquiditätseffekt.
Risikobereitschaft, Verfügbarkeit und Sicherheiten	2	Je früher die Krisenanzeichen erkannt werden und mit der Suche nach neuen Gesellschaftern begonnen wird, desto größer die Chance auf eine Kapitalerhöhung.
Information und Geschwindigkeit	2	Höhere Informationsanforderungen als bei der Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter, aber keine negativen Auswirkungen auf das operative Geschäft.
Betreuung- und Beratung	1	Intensive Betreuung und Beratung durch den neuen Gesellschafter, nicht zuletzt um seine Interessen zu vertreten und seine Investition zu schützen.

Tabelle 22: Zusammenfassende Beurteilung der Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

## 7.8 Fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften

Private-Equity-Gesellschaften wurden in den Kapitel 4 und 5 ausführlich vorgestellt. In Abschnitt 5.4 erfolgte die Unterscheidung und Untersuchung der Finanzierung sowie Betreuung der fonds- und eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften. Im Rahmen der Beurteilung zur Eignung der Finanzierungsformen in der Krise werden an dieser Stelle zunächst die fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften betrachtet.

Es wurde deutlich, dass Private-Equity-Gesellschaften zum einen der Notwendigkeit unterliegen sich zu differenzieren. Dies liegt an den nach wie vor hohen Renditeerwartungen dieser Finanzierungsform, verbunden mit dem vorherrschenden Mittelüberhang. Zum anderen haben Private-Equity-Gesellschaften erkannt, dass eine Differenzierung dazu dient, die mit der Finanzierungsform Private Equity verbundenen Vorteile auszuspielen. Insbesondere die intensiven Betreuungsmöglichkeiten aber auch das sehr effiziente Screening im Vorfeld einer Investition können von Vorteil sein.

### 7.8.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität

Private Equity ist eine Form der Beteiligungsfinanzierung. Dabei handelt es sich um die Zuführung von Eigenkapital. Neben dem Erwerb des Eigenkapitals kommt es in der Krise teilweise auch zum Erwerb der übrigen Verbindlichkeiten bspw. indem die Gläubiger auf einen Teil ihrer Forderung verzichten, den anderen Teil aber direkt von der Private-Equity-

Gesellschaft erhalten. Dadurch verbessert sich die Bilanzstruktur und Eigenkapitalquote sowie in der Folge auch die Bonität.

Weiterhin beeinflusst aber auch die Gesellschafterfunktion der Private-Equity-Gesellschaft die Bonität positiv. Der Track Record ist dabei besonders hilfreich (Zu beachten ist, dass die Wirkung auf Eigenkapital und Bonität vornehmlich in der Unternehmenskrise positiv ist. Unter normalen Umständen, bei Zielunternehmen mit nachhaltig positiven Cashflows, verschlechtert sich durch die Beteiligung fondsfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften die Eigenkapitalquote und die Bonität, da dem Zielunternehmen meist eine hohe Schuldenlast aufgebürdet wird).

Bewertung: 1.

### 7.8.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität

Analog zur Kapitalerhöhung fallen bei der Private-Equity-Finanzierung keine Zinskosten oder ähnliche Kosten an. Allerdings erfolgt keine Kapitalerhöhung, sondern nur ein zumindest teilweiser Eigentümerwechsel. Dieser alleine generiert keine Liquidität. In der Folge kommt es aber regelmäßig zu Investitionen und Liquiditätsinfusionen durch die Private-Equity-Gesellschaft, die in ihrer Gesellschafterstellung den Turnaround herbeiführen und den Unternehmenswert steigern will.

Zusätzlich führt die Tilgung von Verbindlichkeiten, wie bspw. von Bank- oder Handelskrediten, ebenfalls direkt zu einer Entlastung des Krisenunternehmens. In der Folge werden meist Zins- und Tilgung gestundet. Die entsprechend gewünschte Rendite auf die Investition erreicht die Private-Equity-Gesellschaft letztlich nach erfolgreichem Turnaround durch den Exit der Beteiligung und nicht aus der laufenden Verzinsung ihres Engagements.

Bewertung: 1.

### 7.8.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten

Aus Gründen der Differenzierung sind in jüngster Zeit nicht wenige Private-Equity-Gesellschaften um eine Übernahme von Krisenunternehmen bemüht (Zuletzt begannen bspw. die Private-Equity-Gesellschaften H.I.G. Capital, EQT, Orlando und Nordwind Capital Fonds im Turnaround Segment aufzulegen). Die notwendige Risikobereitschaft ist vorhanden und durch den Erwerb der Anteile entfällt eine zusätzliche Stellung von Sicherheiten. Durch entsprechend krisenerprobte Mitarbeiter haben diese Private-Equity-Gesellschaften ein ausgeprägtes Bewusstsein für die entsprechenden Risiken. Als problematisch im Zusammenhang mit der Verfügbarkeit können sich der Einzahlungsmodus des Fonds und die Zustimmung der Investoren herausstellen. Abstimmungsprozeduren können sich dabei unter Umständen nachteilig auf die Geschwindigkeit auswirken und in der Folge die Verfügbarkeit beeinträchtigen.

Bewertung: 2.

#### 7.8.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit

Die Informationsanforderungen entsprechen grundsätzlich denen einer Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter. Der Informationsbedarf hat einen leicht veränderten Fokus, da vor einer Übernahme das Management beurteilt werden muss. Weiche Faktoren spielen bei der Beteiligung einer Private-Equity-Gesellschaft unter Umständen eine größere Rolle als bei einer Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter. Dennoch wird darauf geachtet das operative Geschäft nicht über die Maßen zu belasten. Die Besonderheit der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft im Rahmen der Due Diligence bzw. Informationsbeschaffung ist die, dass die Durchführung dieses Prozesses meist nicht mit eigenen Mitarbeitern durchgeführt wird. Externe Spezialisten werten Daten aus, führen Analysen durch und präsentieren die Ergebnisse den Entscheidungsträgern der Private-Equity-Gesellschaft. Dies wirkt sich erstens negativ auf die Geschwindigkeit aus und zweitens führt diese Schnittstelle zu Reibungsverlusten. Das persönliche Kennenlernen und die Beurteilung des Managements durch die Mitarbeiter der Private-Equity-Gesellschaft in einer so entscheidenden Phase wie der Unternehmenskrise ist unverzichtbar für eine weitere mögliche Zusammenarbeit. Trotz dieser Unschärfe und der Verlangsamung der Geschwindigkeit ist die Fonds-Finanzierung noch als positiv vor dem Hintergrund der Informationsbeschaffung und Geschwindigkeit einzuschätzen.

Bewertung: 2.

#### 7.8.5 Betreuungs- und Beratungskomponente

Den großen Vorteil, den die fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften besitzen, ist das Financial Engineering. Sie haben besondere Fähigkeiten in der finanziellen Strukturierung und eine ausgezeichnete Kapitalmarktkennntnis durch Mitarbeiter, die über dieses spezielle Know-how verfügen.

Zum einen bietet diese Eigenschaft direkt bei Transaktionsabschluss verschiedene Vorteile. Die Übernahme ist gesellschaftsrechtlich und steuerrechtlich optimal strukturiert. Darüber hinaus erfährt das Krisenunternehmen eine finanzielle Entlastung durch den herbeigeführten Verzicht von Verbindlichkeiten und mit zusätzlichen Kapitalinfusionen ist zu rechnen.

Zum anderen steht die finanzielle Expertise auch nach der Übernahme noch zur Verfügung. Die Passivseite wird mit Hilfe der Private-Equity-Gesellschaft optimiert und innovative Finanzierungsformen können eingeführt werden.

Der Nachteil der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften ist jedoch die mangelnde operative Betreuung. Meist beschränkt sie sich darauf, an der Auswahl des Managements mehr oder weniger aktiv beteiligt zu sein oder über den Beirat diverse Informationsrechte auszuüben. Eine Ausnahme bilden hier sicherlich aktive fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften, die sich auf die Situation der Unternehmenskrise spezialisiert haben.

Doch im Vergleich zu eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften, die über entsprechende Ressourcen verfügen, um Turnarounds aktiv zu begleiten, müssen

fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften auf externe Berater und Experten vertrauen. Dadurch ergibt sich nicht nur eine Verlangsamung der Geschwindigkeit, sondern auch eine weitere Ebene, auf der Principal-Agent-Probleme auftauchen können. So ist zwar die Unternehmensberatung auch an einem Turnaround interessiert, aber mangels Kontrolle über deren Möglichkeiten zu Hidden Action und Hidden Characteristics unterliegt dieses Beziehungsgefüge den klassischen Problemen des Moral Hazards. Daher wird die Beurteilung aufgeteilt in die Betreuung und Beratung ohne externe Unterstützung, in diesem Fall also die rein finanzielle Beratung auf der einen Seite, und die Betreuung und Beratung mit Hilfe von Beratern und Experten auf der anderen Seite.

Bewertung ohne externe Unterstützung: 2.

Bewertung mit externer Unterstützung: 1.

### 7.8.6 Zusammenfassung

Fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften stellen in der Situation der Unternehmenskrise ein vielversprechendes Instrument zur erfolgreichen Gestaltung des Turnarounds dar. Die positive Wirkung auf das Eigenkapital sowie die Bonität bei zugleich geringen Kosten und positivem Liquiditätseffekt stellen die großen Vorteile dieser Finanzierungsform dar. Lediglich der gesteigerte Informationsbedarf und die meist mangelnde fachliche Betreuung und Beratung können als Schwachstellen angesehen werden

Kriterium	Bewertung*	Begründung
Auswirkung auf Eigenkapital und Bonität	1	Durch die weitere Zuführung von Kapital in Form von Eigenkapital bzw. Gesellschafterdarlehen und die Ablösung der Verbindlichkeiten sowie durch die Gesellschafterstellung der Private-Equity-Gesellschaft verbessern sich Eigenkapital und Bonität.
Verbundene Kosten und Liquiditätseffekt	1	Geringe Kosten und positive Liquiditätseffekte sind mit fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften verbunden.
Risikobereitschaft, Verfügbarkeit und Sicherheiten	2	Gerade in jüngster Zeit gibt es vermehrt Private-Equity-Gesellschaften, die sich auf die Situation der Krise spezialisieren. Durch zurückbehaltene Einzahlungen der Investoren des Fonds und diverser Entscheidungsgremien kann die Verfügbarkeit im Einzelfall variieren.
Information und Geschwindigkeit	2	Die Durchführung einer Due Diligence bedingt einen höheren Informationsbedarf und wirkt sich entsprechend auf die Geschwindigkeit aus. Dennoch kann ein Gelingen des Prozesses sichergestellt werden.
Betreuung- und Beratung	2	Durch die Financial-Engineering-Kompetenz wird das Krisenunternehmen positiv beeinflusst.
	1	Fachliche Unterstützung bieten im Wesentlichen nur die aktiven fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften an, die mit Hilfe von Beratungen fachlich in das Krisenunternehmen eingreifen.

Tabelle 23: Zusammenfassende Beurteilung der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

## 7.9 Eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften

Die zunehmende Verbreitung der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften ist auf die mit dieser Finanzierungsform verbundenen situativen Vorteile zurückzuführen. Diese wurden im Rahmen der Wertsteigerungspotenziale und der finanzierungstheoretischen Betrachtung bereits deutlich und durch die Analyse in Abschnitt 5.4.2.3 noch verstärkt. Dabei stellte sich heraus, dass Private-Equity-Gesellschaften insbesondere in der Situation der Unternehmenskrise eine Chance sehen, Wettbewerbsvorteile zu generieren und diese gegenüber anderen Finanzierungsformen ausspielen zu können.

Eigenkapital als teuerste Form des Kapitals ist zugleich stets auch die knappste Finanzierungsform. Im klassischen Private-Equity-Markt wären die eigenkapitalfinanzierten stets den fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften unterlegen, da die Kaufpreise für die Unternehmensbeteiligungen zu hoch sind. Auf dem Markt für Krisenunternehmen verhält sich dies jedoch anders. Die Kaufpreise sind geringer und der Wettbewerbsvorteil liegt hier in der Geschwindigkeit und der Turnaround-Expertise. Bereits in den Abschnitten 5.3 und 5.4 wurde erarbeitet, dass eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften immer aktiv engagiert sind.

Dadurch, dass die eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften keinen externen Renditeanforderungen durch Investoren unterliegen, können sie wesentlich opportunistischer am Beteiligungsmarkt agieren. Dies wirkt sich auch positiv auf die Verfügbarkeit dieser Finanzierungsform in der Unternehmenskrise aus.

### 7.9.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität

Analog zu den positiven Folgen einer Investition der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften führt auch diese Finanzierungsform zu einem positiven Effekt auf Eigenkapital und Bonität. Neben dem Erwerb des Eigenkapitals werden auch hierbei häufig Fremdkapitaltranchen akquiriert und in Eigenkapital gewandelt.

Bewertung: 1.

### 7.9.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität

Auch in Bezug auf die Kosten sowie der Implikationen auf die Liquidität ergeben sich keine Unterschiede zwischen fonds- und eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften. Eine Verzinsung auf das Eigenkapital erfolgt im Falle einer Turnaround Investition in der Regel erst mit dem erfolgreichen Exit der Beteiligung.

Bewertung: 1.

### 7.9.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten

Wie eingangs bei der Beschreibung dieser Finanzierungsform erwähnt wurde, ist es der Tatsache der Unternehmenskrise quasi zu verdanken, dass eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften mittlerweile so erfolgreich am Markt agieren. Obwohl eine Verfügbarkeit für den Einzelfall nicht garantiert werden kann, so ist eine Beteiligung eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften sehr wahrscheinlich. Durch ihre Spezialisierung auf die Situation der Unternehmenskrise verfügen sie, wie die fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften, auch über eine ausgesprochene Expertise im Umgang mit den Ursachen und Risiken der Krise. Sie analysieren gezielt den Markt für Turnaround-Investitionen und suchen nach Beteiligungen mit erkennbarer Substanz.

Bewertung: 1.

### 7.9.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit

Die Informationsanforderungen sind vom Umfang mit denen der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften vergleichbar. Dadurch, dass die eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften über den gesamten Prozess hinweg mit eigenen Mitarbeitern agieren, erhöht sich die Geschwindigkeit durch eine geringere Anzahl an Schnittstellen. Zudem sind die Mitarbeiter dieser Gesellschaften meist krisenerprobt und in der Lage, sich innerhalb kürzester Zeit ein Bild der aktuellen Situation zu verschaffen. Gerade in der Krise ist eine hohe Geschwindigkeit ein entscheidender Vorteil. Somit kann unter Umständen ein Fortschreiten der Krise oder sogar eine Insolvenz abgewendet werden. Dies ermöglicht die Sicherung finanzieller Handlungsspielräume.

Bewertung: 2.

### 7.9.5 Betreuungs- und Beratungskomponente

Das Beurteilungskriterium Betreuung und Beratung stellt den originären Wettbewerbsvorteil von Private Equity zur Finanzierung in der Unternehmenskrise dar. Gerade hier besitzen die eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil. Neben ihrer Financial-Engineering-Kompetenz sind sie nämlich in der Lage die fachlich-operative und die fachlich-strategische Beratung nicht nur über das Management und den Beirat, sondern aktiv mit eigenen Mitarbeitern zu erbringen. Sie verfügen über die notwendigen Ressourcen und sind so in der Position auf die Unterstützung externer Berater zu verzichten. Durch diese Fähigkeit ergibt sich eine bessere Interessenausrichtung zwischen Private-Equity-Gesellschaft, operativem Turnaround-Team und Krisenunternehmen. Agency-Probleme können eliminiert werden, bevor sie überhaupt entstehen.

Bewertung: 1.

## 7.9.6 Zusammenfassung

Analog zu der Finanzierungsform der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften wird bei den eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften die komplette Bilanzstruktur verbessert. Dies erfolgt nicht nur mittels Übernahme der Gesellschaftsanteile, sondern auch durch Ablösung der Verbindlichkeiten und Durchführung weiterer Kapitalinfusionen. Die Eigenkapitalquote und die Bonität steigen, die laufenden Kosten sind gering und die positiven Liquiditätswirkungen direkt spürbar. Die Verfügbarkeit dieser Finanzierungsform ist mit am höchsten und der Informationsbedarf derart überschaubar, dass die Geschwindigkeit ausreichend ist, um ein Fortschreiten der Krise aufzuhalten. Die Besonderheit der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften ist jedoch die Betreuungs- und Beratungskomponente, die in dieser Form durch kein anderes Finanzierungsinstrument dargestellt werden kann.

Kriterium	Bewertung*	Begründung
Auswirkung auf Eigenkapital und Bonität	1	Durch die weitere Zuführung von Kapital in Form von Eigenkapital bzw. Gesellschafterdarlehen und die Ablösung der Verbindlichkeiten sowie durch die Gesellschafterstellung der Private-Equity-Gesellschaft verbessern sich Eigenkapital und Bonität.
Verbundene Kosten und Liquiditätseffekt	1	Geringe Kosten und positive Liquiditätseffekte zeichnen eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften aus.
Risikobereitschaft, Verfügbarkeit und Sicherheiten	1	Auf die Situation der Krise spezialisierte Private-Equity-Gesellschaften stellen häufig die letzte verbleibende Finanzierungsmöglichkeit für Krisenunternehmen dar.
Information und Geschwindigkeit	2	Die Durchführung einer Due Diligence bedingt einen höheren Informationsbedarf und wirkt sich entsprechend auf die Geschwindigkeit aus. Dennoch kann ein Gelingen des Prozesses sichergestellt werden. Die Geschwindigkeit ist im Vergleich zu den fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften aufgrund der Durchführung mit eigenen Mitarbeitern höher.
Betreuung- und Beratung	1	Die aktive Betreuung und Beratung bei finanziellen und fachlich-operativen Fragestellungen durch eigene Mitarbeiter stellt den entscheidenden Wettbewerbsvorteil der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften gerade in der Krise dar.

Tabelle 24: Zusammenfassende Beurteilung der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).



## **8. Abschließende Beurteilung und finanzierungstheoretische Würdigung der Untersuchungsergebnisse**

Die vorliegende Arbeit untersucht die Frage, ob Private-Equity-Gesellschaften über besondere Eigenschaften verfügen, welche ein Engagement dieser Finanzierungsform in der Situation der Unternehmenskrise positiv beeinflussen. Im Rahmen des 5. Kapitels wurde diese Leitfrage untermauert, indem aus der finanzierungstheoretischen Betrachtung von Private Equity deutlich wurde, dass gerade die Betreuungs- und Beratungskomponente, die Disziplinierungsfunktion und die Fähigkeit zur Reduktion der Agency-Problematik diese Finanzierungsform in der Situation der Unternehmenskrise besonders qualifizieren. In Kapitel 6 wurde aufbauend auf den Erkenntnissen des bisherigen Verlaufs der Arbeit ein Analyseraster entwickelt, welches es erlaubt, alternative Finanzierungsformen vor dem situativen Kontext der Unternehmenskrise zu beurteilen und zu vergleichen. Die entsprechende Untersuchung fand darauf folgend in Kapitel 7 statt.

In diesem 8. Kapitel werden zwei grundlegende Zielsetzungen verfolgt: Zum einen wird die abschließende Gegenüberstellung und Beurteilung der Untersuchungsergebnisse aus Kapitel 7 zur Bewertung der Finanzierungsformen mithilfe des Analyserasters vorgenommen. Und zum anderen wird die finanzierungstheoretische Erwartungshaltung, die in Abschnitt 6.1 vor der Erarbeitung des Analyserasters aufgebaut und definiert wurde, zur Überprüfung und Reflexion der Untersuchungsergebnisse herangezogen. Durch die Zusammenführung dieser beiden parallelen Untersuchungsrichtungen findet eine Vereinigung der konzeptionellen Analyse mit dem finanzierungstheoretischen Fundament der vorliegenden Arbeit statt. Letztlich wird nur durch diese Verknüpfung das Treffen einer abschließenden Aussage zur antizipierten Vorteilhaftigkeit von Private Equity vor dem situativen Kontext der Unternehmenskrise möglich. Die finale Beantwortung der drei Forschungsfragestellungen wird in das theoretische Konstrukt der Pecking-Order- und Trade-Off-Theorien eingebettet. Der Beitrag zur weiteren Erforschung von Private Equity besteht in der Analyse der mit Private Equity verbundenen besonderen Eigenschaften in Form der Betreuungs- und Beratungskomponente sowie der außergewöhnlich hohen Bedeutung der bislang in der Literatur unberücksichtigten originären Finanzierungsconstitution von Private-Equity-Gesellschaften. Es kann eine klare Trennung vom Phänomen des Overhang-of-Funds erfolgen, welcher eine rein marktinduzierte Notwendigkeit zur Differenzierung durch Spezialisierung darstellt. Andererseits wird dadurch ein Beitrag zur Erweiterung und Verfeinerung der wissenschaftlichen Forschung im Rahmen der Finanzierungstheorie geleistet, indem eine Erwartungshaltung bezüglich der finanzierungstheoretischen Aussagen hinsichtlich der Charakteristika von Krisenunternehmen abgeleitet wird, welche anschließend der Überprüfung vor dem Hintergrund der Analyseergebnisse standhalten muss.

Bevor die Vereinigung erfolgt werden zunächst die Analyse- und Bewertungsergebnisse der in Kapitel 7 durchgeführten Untersuchung zusammengefasst und aufgearbeitet. Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über diese Ergebnisse, gegliedert nach der Untersuchungsreihenfolge unter Beibehaltung der Bewertungsskala. Sie enthält die Elemente Finanzierungsform, Beurteilungskriterien und zugrundeliegendes quantitatives Ergebnis als Folge der Benotung aus der Untersuchung in Kapitel 7 und der Entwicklung des Analyse-rasters in Kapitel 6. Auf die entsprechende qualitative Erläuterung zur Benotungsskala wird an dieser Stelle verzichtet, da sie bereits in Kapitel 7 ausführlich dargestellt ist. Die Erarbeitung und Definition der fünf Untersuchungskriterien und der Bewertungsskala kann entsprechend in Kapitel 6 nachvollzogen werden.

<b>Finanzierungsform</b>	<b>Eigenkapital/ Bonität*</b>	<b>Kosten/ Liquidität*</b>	<b>Verfügbar- keit/ Sicherheiten*</b>	<b>Information/ Geschwindig- keit*</b>	<b>Betreuung/ Beratung*</b>
Handelskredit	3	1	1	1	3
Bankkredit	3	3	2	2	2
Darlehen	3	3	3	3	2
Rangrücktritt	1	2	2	2	2
Gesellschafter- darlehen	1	1	n/a	1	1
Wandelschuldver- schreibung u. Options- Anleihe	1	1	4	4	4
Gewinnschuldver- schreibung	3	2	4	4	4
Factoring, Forfaitierung, ABS, Leasing, Sale-and- lease-back	1	1	2	1	3
Kapitalerhöhung durch best. Gesellschafter	1	1	n/a	1	n/a
Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter	1	1	2	2	1
Fondsfinanzierte PE-Gesellschaft	1	1	2	2	2** 1***
Eigenkapitalfinanzierte PE-Gesellschaft	1	1	1	2	1
** ohne externe Unterstützung bei der Betreuung und Beratung					
*** mit externer Unterstützung bei der Betreuung und Beratung					

Tabelle 25: Abschließende Beurteilung der Finanzierungsformen (Quelle: Eigene Darstellung; \*Skala: Mit aufsteigender Reihenfolge sinkt die Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise).

Die durchgeführte Untersuchung zeigt die Vor- und Nachteile bzw. die Stärken und Schwächen der jeweiligen Finanzierungsformen in der Unternehmenskrise. Aufgrund ihrer mangelnden Verfügbarkeit können sowohl das Darlehen als auch sämtliche Anleihearten als Finanzierungsformen in der Krise ausgeschlossen werden. Die Gründe für die mangelnde Anwendbarkeit in dieser besonderen Situation sind vielfältig. Besonders das hohe Sicherungsbedürfnis der Kapitalgeber, der hohe Informationsbedarf und die resultierende geringe Geschwindigkeit verhindern einen entsprechenden Einsatz. Während der Einsatz der Gewinnschuldverschreibung aufgrund der sehr engen Bonitätsanforderungen ausgeschlossen werden kann, könnte es im Einzelfall möglich sein, eine Wandelschuldverschreibung oder

Optionsanleihe mit Hilfe spezialisierter Investmenthäuser zu begeben. Dies stellt eine durchaus interessante Möglichkeit zur Finanzierung und Einleitung des Turnarounds dar. Da beide Anleihearten eigenkapitalähnlichen Charakter haben, könnten sie durchaus Instrumente zur erfolgreichen Krisenbewältigung darstellen. Ihre Verfügbarkeit vorausgesetzt, hätten sie ausgezeichnete Wirkungen auf das Eigenkapital und die Bonität. Aber auch die Kostenstruktur ist günstig und die Liquidität wird deutlich verbessert.

Ein bereits bestehendes Darlehen bietet aber auch die Besonderheit, dass es durch den Gläubiger mit einem qualifizierten Rangrücktritt versehen werden kann. Dies ist oft der erste Schritt, der die Belastung des Unternehmens senkt, um die Krise erfolgreich zu bekämpfen. Der Rangrücktritt versetzt das Darlehen für eine gewisse Zeit in die Lage Eigenkapitalcharakter anzunehmen und somit die mit dieser Finanzierungsform verbundenen Vorteile, wie verbesserte Bonität und Kostenstruktur, zu adaptieren.

Das Gesellschafterdarlehen stellt neben der Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter eines der am besten geeigneten Instrumente zur Finanzierung in der Krise dar. Es ist aber regelmäßig limitiert durch die Fähigkeit oder die Risikoneigung des Gesellschafters. So hat der Gesellschafter unter Umständen bereits sein gesamtes persönlich vorhandenes Finanzierungspotenzial bereitgestellt und ist durch die Unternehmenskrise auch auf der privaten Sphäre in finanzielle Schwierigkeiten geraten. Ist der Gesellschafter aus Risikogesichtspunkten nicht bereit, weitere finanzielle Mittel verfügbar zu machen, muss er sich bewusst sein, dass von seiner Risikoaversion auch Signale für mangelnde Erfolgsaussichten der Sanierung ausgehen können.

Der Bankkredit kann zwar, abhängig vom Krisenstadium, noch verfügbar sein, aber sowohl die enormen Kosten als auch die negative Wirkung auf Eigenkapital und Bonität führen zu einer Verschlechterung der Krisenkriterien. Der Bankkredit versorgt das Unternehmen mit zusätzlichem Fremdkapital, welches die Bilanzrelationen verschlechtert und zudem an fest vorbestimmte Rückzahlungsmodalitäten gekoppelt ist. Zins- und Tilgungsleistungen, die die Liquidität in der Krise stark strapazieren, sind unweigerlich mit Bankkrediten verbunden.

Der Handelskredit hingegen stellt ein einfaches und praktikables Instrument dar, um kurzfristige Finanzierungsengpässe zu überbrücken. Durch die Einbettung des Unternehmens in Kunden- und Lieferantenbeziehungen ist die Bereitschaft zur Kreditvergabe zudem beim Handelskredit auch unternehmensextern motiviert. Dadurch ist seine Verfügbarkeit tendenziell hoch, der entstehende finanzielle Spielraum ist jedoch äußerst begrenzt. Der Handelskredit dient quasi lediglich zur kurzfristigen Überbrückung überschaubarer Liquiditätsengpässe.

Legt das Krisenunternehmen auf Betreuung und Beratung wenig Wert, so ist sicherlich der Verkauf von Aktiva, in Form von Factoring, Forfaitierung, Asset-backed-Securities, Leasing oder Sale-and-lease-back eine attraktive und auch gleichzeitig unkomplizierte und schnelle Finanzierungsmöglichkeit. Spezialisierte Anbieter sorgen für die notwendige Geschwindigkeit. Durch entsprechende Risikoabschlüsse tragen sie dabei entstehenden Informationsdefiziten Rechnung. Ob jedoch in der Krise substantielle Aktivgegenstände vorhanden sind, die noch

nicht zu anderweitigen Finanzierungszwecken herangezogen wurden, ist stark vom Einzelfall abhängig.

Steht dem Unternehmen der Verkauf von Aktiva nicht zur Verfügung, sind Bank- und Handelskredite ausgeschöpft und der Turnaround ist noch nicht in Sicht, sind diese Handlungsspielräume jedoch schnell erschöpft. Diese Situation spitzt sich durch zunehmend weiter verengte Handlungsspielräume und einen Mangel an Sicherheiten im zeitlichen Verlauf der Unternehmenskrise immer weiter zu.

Als Ausweg verbleiben entweder die Kapitalerhöhung durch bestehende bzw. neue Gesellschafter oder die Finanzierung mit Hilfe von Private Equity. Im Rahmen des 5. Kapitels zur analytischen Betrachtung von Private Equity und den Implikationen für Private-Equity-Gesellschaften wurde dabei auf die Besonderheit der zwei Arten der originären Finanzierung hingewiesen. Danach existieren fondsfinanzierte und eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften.

Die einfachste Möglichkeit, sofern sie zur Verfügung steht, ist die Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter. Die Kapitalzufuhr in Verbindung mit dem positiven Signalling-Effekt ist sicherlich eines der wertvollsten Instrumente zur Herbeiführung des Turnarounds. Sobald externe Anspruchsgruppen wahrnehmen, dass die bestehenden Gesellschafter weiter an eine erfolgreiche Zukunft des Krisenunternehmens glauben, steigt die Bereitschaft den Prozess der Sanierung durch eigene Beiträge zu unterstützen. Die geringen Informationsanforderungen verbunden mit der hohen resultierenden Geschwindigkeit, die positive Wirkung auf Eigenkapital und Bonität, die niedrigen Kosten und die positiven Liquiditätswirkungen sowie die Betreuungs- und Beratungsmöglichkeiten versetzen diese Finanzierungsform in eine gute Position für eine potenzielle Sanierung. Inwiefern die Betreuungs- und Beratungskomponente, welche mit der Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter verbunden ist, jedoch imstande ist dem Krisenunternehmen konstruktiv zu helfen, kann nicht beantwortet werden. Der bestehende Gesellschafter kann wie das Management für die Krise mit verantwortlich oder mit der Situation überfordert sein. Auch die Beurteilung der Verfügbarkeit der Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter kann nicht pauschal erfolgen. Ist der Gesellschafter nicht Willens oder schlicht nicht dazu in der Lage eine Kapitalerhöhung durchzuführen, muss sich das Krisenunternehmen auf die Suche nach neuen Gesellschaftern begeben. Dabei sinkt die Geschwindigkeit und der Informationsbedarf steigt. Obwohl sich die Suche mit Fortschreiten der Krise immer schwieriger gestaltet, ist der Analyse zufolge die Verfügbarkeit durchaus gegeben und die Betreuungs- und Beratungskomponente sowohl in strategischer aber auch in fachlich-operativer Hinsicht sehr ausgeprägt. Dies ist vor dem Hintergrund zu betrachten, dass sich ein rationaler neuer Gesellschafter nur dann bei einem Krisenunternehmen beteiligen wird, wenn er einerseits über entsprechende Erfahrung im Umgang mit den besonderen Ausprägungsmerkmalen der Situation und andererseits über die entsprechende Branchenexpertise verfügt.

Die zwei verbleibenden Finanzierungsformen sind beide mit Private Equity verbunden und stellen Instrumente der Beteiligungsfinanzierung dar. Bei einer Finanzierung durch fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften spielt die Unterscheidung nach dem Aktivitätsgrad (wie sie in Abschnitt 5.10.1.2 „Involvement der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften“ vorgenommen wurde), mit welchem die Beteiligungsunternehmen gesteuert und kontrolliert werden, eine besondere Rolle. Passive Private-Equity-Gesellschaften erhalten lediglich rudimentäre finanzwirtschaftliche Informationen aus den Beteiligungsunternehmen. Im Kontroll- und Beratungsorgan sind sie nicht vertreten und können somit auch keinen aktiven Einfluss auf die Beteiligung ausüben. Semi-aktive Private-Equity-Gesellschaften betreuen die Beteiligung zwar über die Kontroll- und Beratungsorgane mit höherem Involvement, doch durch die rein finanzwirtschaftliche Betreuung handelt es sich nach wie vor um eine „hands-off“-Strategie. Selbst den aktiven fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften fehlt trotz ihrer durchaus verfolgten „hands-on“-Strategie jedoch noch die wertvolle Betreuungs- und Beratungskomponente in fachlich-operativen Themenstellungen. Sie nehmen zwar direkte Eingriffe in den Beteiligungsunternehmen vor, sind aber von ihrer strukturellen Aufbau- und Ablauforganisation gar nicht in der Lage, der erforderlichen Betreuung und Beratung eines Krisenunternehmens gerecht zu werden (darauf wurde in Kapitel 5 bei der analytischen Betrachtung von Private Equity insbesondere im Rahmen der finanzierungstheoretischen Untersuchung in Abschnitt 5.1 ausführlich eingegangen). Nimmt die fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaft keine Hilfe externer spezialisierter Turnaround-Berater bzw. anderer Experten in Anspruch, kommt diese Finanzierung im Prinzip einem großvolumigen Handelskredit gleich. Dies äußert sich im Rahmen der Analyse dadurch, dass die Bewertungskriterien beider Finanzierungsformen hinsichtlich der Beratungs- und Betreuungskomponente im Vergleich mit der identischen Benotung beurteilt werden. Eine zusätzliche Schwäche der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften kann daraus resultieren, dass Einzahlungen auf den Fonds (Take-down-Schedule) meist noch ausstehen. Zusammen mit den Zustimmungserfordernissen der Investoren kann dies die Geschwindigkeit drosseln und die Verfügbarkeit einschränken.

Nutzen fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften externe Turnaround-Berater zur Unterstützung des Krisenunternehmens nach der Übernahme, würden sie in Bezug auf ihre Eignung zur Finanzierung in der Krise mit den eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften nach dem angewendeten Beurteilungsschema nahezu gleichziehen. Lediglich bezüglich der Informationsanforderungen und der resultierenden Geschwindigkeit bestehen zwischen den fondsfinanzierten und den eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften gravierende Unterschiede. Denn durch die nicht vorhandene Trennung zwischen Kapitalgebern auf der einen Seite und den Investitionsentscheidern auf der anderen Seite können die spezialisierten Mitarbeiter der eigenkapitalfinanzierten Gesellschaften die Investitionsentscheidung in der nötigen sehr kurzen Zeit herbeiführen. Dadurch verfügen die eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften im Sinne der Agency-Theory über den Vorteil, eine Prinzipal-Agenten-

Beziehung bzw. eine Ebene der Trennung von Eigentum und Kontrolle weniger aufzuweisen als fondsfinanzierte Gesellschaften. Hinzu kommt, dass die fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften auf externe Beratung vertrauen müssen, während die eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften mit eigenen spezialisierten Mitarbeitern auskommen. Die Spezialisierung schafft Expertise; kurze Entscheidungswege durch einen geringen Grad an Hierarchie resultieren in einer hohen Reaktionsgeschwindigkeit und die Reduktion der Agency-Problematik wirkt sich darüber hinaus durch zusätzliche Disziplinierung positiv aus. Dadurch verschafft sich diese Finanzierungsform komparative Wettbewerbsvorteile gegenüber allen verbleibenden Alternativen.

Die Ergebnisse der Untersuchung mithilfe des entwickelten Analyserasters aus Kapitel 6 werden im Folgenden vor dem finanzierungstheoretischen Hintergrund abschließend gewürdigt und eingeordnet. In Abschnitt 6.1 wurden basierend auf dem definitionsgemäßen Zustand eines Krisenunternehmens die Aussagen der Finanzierungstheorien geprüft und der erwartete Folgezustand abgeleitet. Mit dieser Definition einer Erwartungshaltung an Unternehmen in der Krise aus finanzierungstheoretischer Sicht wurde die Basis für die Reflexion und Einordnung der Analyseergebnisse gelegt. Die folgende tabellarische Übersicht fasst die Kernelemente, die ein Krisenunternehmen auszeichnen, erneut zusammen.

Charakteristikum	Erläuterung
Geringe Profitabilität	Meist ist der Ergebnisrückgang der zuerst wahrgenommene Indikator dafür, dass sich eine Unternehmenskrise abzeichnet.
Hohe erwartete Investitionshöhe	Geringer gegenwärtiger Erfolg am Markt mit Produkten und Dienstleistungen erhöht Anpassungs- und Wandlungsdruck.
Hoher Verschuldungsgrad	Tendenziell sind alle vorhandenen finanziellen Spielräume ausgeschöpft und das verbleibende Eigenkapital durch Verluste aufgezehrt.
Geringe Dividende	Bestünde ein noch vorhandenes Potenzial zur Dividendenausschüttung, wären noch finanzielle Handlungsspielräume vorhanden, was bedeuten würde, dass sich das Unternehmen definitionsgemäß noch nicht in der Krise befindet.
Großes/kleines Unternehmen mit geringer/hoher Volatilität der Cashflows	Große Unternehmen sind häufig diversifizierter und haben konstantere Cashflows, als Schutz vor konjunkturellen Schwankungen. Andererseits können kleine mittelständische Unternehmen häufig schneller und flexibler reagieren. Somit können keine eindeutigen Rückschlüsse von dem situativen Kontext der Krise für die Größe des Unternehmens gezogen werden.

Tabelle 26: Charakteristika eines Krisenunternehmens (Quelle: Eigene Darstellung).

Als Krisendefinition dient dazu die betriebswirtschaftliche Krise. Wie in Abschnitt 2.1 „Unternehmenskrise – Charakterisierung und Einteilung“ diskutiert wurde, stellt die

betriebswirtschaftliche Krise meist nur den Anfang eines Prozesses dar, an dessen Ende die insolvenzrechtliche Krise und die drohende Insolvenz steht. Ausgangspunkt ist die strategische Krise, die sich durch rückläufigen Erfolg mit den Produkten oder Dienstleistungen am Markt auszeichnet. Sie ist nur schwer zu erkennen und entwickelt sich schnell zur operativen Krise. Im Rahmen der operativen Krise steigt die Wahrscheinlichkeit der Krisenerkennung durch eine verbesserte Erkennbarkeit der Krisenindikatoren. Gleichzeitig verringern sich jedoch die Chancen einer erfolgreichen Sanierung und Restrukturierung und somit Krisenbewältigung. Im Rahmen der operativen Krise durchschreitet ein Unternehmen zunächst die Erfolgskrise, bevor es in die Liquiditätskrise gelangt. Hier findet sich das Krisenunternehmen mit derart eingegengten Handlungsspielräumen konfrontiert, dass ohne deren Wiederausbau eine Insolvenz unvermeidbar bevorsteht. Diese Situation bildet die Ausgangslage zur Überprüfung der Aussagen aus der Finanzierungstheorie.

Bezüglich der geringen Profitabilität herrscht sowohl zwischen den Finanzierungstheorien als auch hinsichtlich des erwarteten Folgezustands eines Krisenunternehmens Einigkeit dahingehend, dass die Dividende gering ist. Denn verbleibende Spielräume zur Ausschüttung einer Dividende sind finanzielle Spielräume, welche ein Krisenunternehmen definitionsgemäß nicht mehr aufweist. Eine geringe Dividende ist aber auch die Folge der hohen erwarteten Investitionen. Die Liquiditätsabflüsse aus Dividendenzahlung werden zurückgehalten, um künftige Investitionen stemmen zu können. Auch hierbei entsprechen die finanzierungstheoretischen Aussagen dem abgeleiteten antizipierten Zustand des Krisenunternehmens.

Der erwartete Folgezustand der geringen Profitabilität beim Krisenunternehmen ist ein hoher Verschuldungsgrad. Sämtliche finanziellen Handlungsspielräume sind ausgeschöpft und das Eigenkapital wird immer weiter durch die sich kumulierenden Verluste des Krisenunternehmens aufgezehrt. In der Folge erhöht sich der Verschuldungsgrad des Unternehmens. Dies deckt sich zwar mit der Pecking-Order-Theory, aber die Trade-off-Theory versagt hingegen mit ihrer Prognose eines geringen Verschuldungsgrads. Die Trade-off-Theory schafft es zudem ein zweites Mal nicht, den Folgezustand eines Krisenunternehmens vorherzusagen: Hohe Investitionen zur Beseitigung der Unternehmenskrise führen nach der Trade-off-Theory zu einem geringen Verschuldungsgrad. Auch das komplexe Pecking-Order-Modell trifft diese Aussage und verfehlt damit den bereits beschriebenen erwarteten Folgezustand eines hoch verschuldeten Krisenunternehmens. Lediglich das simple Modell der Pecking Order war in der Lage, den hohen Verschuldungsgrad zu prognostizieren. Bezüglich der Unternehmensgröße war im Zusammenhang mit der Unternehmenskrise keine Aussage möglich, da große Unternehmen zwar konstantere Cashflows aufweisen, gleichzeitig aber nicht so schnell und flexibel auf konjunkturelle Schwankungen reagieren können wie kleine Unternehmen. Um den Zusammenhang zu den Ergebnissen aus der durchgeführten Analyse herstellen zu können, werden die Ergebnisse in Anlehnung an das in Kapitel 3 vorgestellte Einteilungsschema für die Finanzierungsformen eingeordnet, wonach eine Unterteilung in Fremd- und Eigenkapitalinstrumente sowie Kreditsubstitute erfolgte.

Aus der eingangs in diesem Abschnitt aufbereiteten Gesamtübersicht als Ergebnis der in Kapitel 7 durchgeführten Beurteilung stellt sich der Handelskredit unter den Fremdkapitalinstrumenten als schnellste und praktikabelste Finanzierungsform heraus. Der Bankkredit folgt mit geringem Abstand. Das klassische Darlehen ist in der Unternehmenskrise nach der erfolgten Untersuchung kaum noch einzusetzen und der Rangrücktritt und das Gesellschafterdarlehen haben schon Eigenkapital- bzw. Eigenkapitalersatz-Charakter. Weitere Fremdkapitalinstrumente können nicht als geeignet für die Situation der Unternehmenskrise angesehen werden. Factoring, Forfaitierung, ABS, Leasing sowie Sale-and-lease-back, Finanzierungsinstrumente die zu den Kreditsubstituten zählen, haben fremdkapitalersetzenden Charakter. Die Zuführung von Liquidität durch diese Instrumente wird vornehmlich zur Reduktion der Verbindlichkeiten herangezogen, wodurch eine Reduktion des Verschuldungsgrads die Folge ist. Im Ergebnis fällt auf, dass diese Kreditsubstitute in der Situation der Unternehmenskrise gegenüber den Fremdkapitalinstrumenten als überlegen angesehen werden können (siehe dazu die Gesamtübersicht der Beurteilung am Anfang in diesem Kapitel). Dies steht primär im Zusammenhang mit den positiven Auswirkungen auf das Eigenkapital und die Bonität sowie mit den vergleichsweise geringen Kosten und der hohen Geschwindigkeit.

Vier Finanzierungsformen sind jedoch sogar den Kreditsubstituten in der Krise überlegen: die Eigenkapitalinstrumente. Dazu zählen die Kapitalerhöhung durch bestehende und neue Gesellschafter sowie Private Equity in der fonds- und in der eigenkapitalfinanzierten Variante. Die Bereitstellung einer Finanzierung durch die fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften unterscheidet sich, sofern keine externe Unterstützung bei der Betreuung in Anspruch genommen wird, kaum von den Kreditsubstituten hinsichtlich der Eignung in der Krise. Sobald die Betreuungsfunktion jedoch hinzukommt, zählt diese Variante von Private Equity zusammen mit den übrigen Eigenkapitalinstrumenten zu den am besten geeigneten Finanzierungsformen. Zunächst sind die positive Wirkung auf Eigenkapital und Bonität sowie die geringen Kosten und die positiven Liquiditätseffekte während der Phase des Turnarounds als Vorteile anzuführen. Aber auch das relativ hohe Ausmaß an Verfügbarkeit im Verhältnis zu den noch vorhandenen Sicherheiten sowie die hohe Geschwindigkeit durch überschaubare Informationsanforderungen zeichnen diese Finanzierungsformen aus. Die Betreuungs- und Beratungskomponente ist aber zusammen mit den weiteren direkten und indirekten Wertschöpfungshebeln der bedeutendste Vorteil (Die Wertschöpfungshebel wie bspw. die Disziplinierung durch Mentoring und Monitoring sowie die Möglichkeiten zur Reduktion der Agency-Problematik, wurden in Abschnitt 4.5 erläutert). Kein Fremdkapitalinstrument und kein Kreditsubstitut ist zur Erbringung dieser Leistung in der Lage. Wie bereits in Kapitel 5 im Rahmen der finanzierungstheoretischen Betrachtung von Private Equity erwähnt wurde, ergeben sich bereits im regulären Unternehmensumfeld positive Effekte durch aktive Betreuung, Annäherung von Eigentum und Kontrolle sowie Disziplinierungsinstrumente. Es wurde dabei herausgearbeitet, dass die erzielbaren Beiträge der aktiven Betreuung vor dem situativen Kontext der Unternehmenskrise gerade besonders ausgeprägt sind (Abschnitt 4.5 geht



detailliert auf die mit Private Equity verbundenen Wertsteigerungspotenziale ein. Abschnitt 5.4 zu den Implikationen für Private Equity weist zudem darauf hin, dass trotz des empirischen Nachweises dieser Wertsteigerungspotenziale die Möglichkeit des Auf- und Ausbaus komparativer Wettbewerbsvorteile in Bezug auf alternative Finanzierungsformen bislang in der wissenschaftlichen Forschung nicht berücksichtigt wurde. Auch den Unterschieden in der originären Finanzierung bzw. Kapitalkonstitution der Private-Equity-Gesellschaften sowie dem resultierenden Einfluss auf die Beratungs- und Betreuungskomponente wurde bislang keine Aufmerksamkeit geschenkt).

Die Zusammenfassung der Ergebnisse, welche sich aus der Analyse der Finanzierungsformen bezüglich deren Eignung zur Finanzierung in der Situation der Unternehmenskrise ergaben, lässt die Schlussfolgerung zu, dass zwar nach wie vor auch in diesem Stadium, je nach Verfügbarkeit, Fremdkapitalinstrumente in Form des Handels- oder Bankkredits eingesetzt werden, diese aber nur eine untergeordnete Rolle spielen. Häufiger wird jedoch der Analyse zufolge bereits von den Kreditsubstituten Gebrauch gemacht werden, da diese eine wesentlich höhere Eignung, bedingt durch die höhere Verfügbarkeit und die positive Wirkung auf das Eigenkapital und die Bonität, auszeichnet. Aber keine Finanzierungsform hat derart komplementäre Eigenschaften zur Situation der Krise wie die Eigenkapitalinstrumente. Diese Finanzierungsinstrumente sind der Analyse zufolge in ihrer Eignung unerreicht.

Wie lässt sich diese Rangordnung der Finanzierungsformen vor dem Hintergrund der Finanzierungstheorie werten? Schon der Begriff Rangordnung stellt direkt den Bezug zur Pecking-Order-Theory her. Danach finanziert sich ein Unternehmen zunächst mit der am einfachsten zugänglichen Finanzierungsquelle, dem Innenfinanzierungspotenzial. Nun ist dies nicht mehr ausreichend, weil bspw. die Profitabilität nachlässt. Das Unternehmen erhöht als Folge den Verschuldungsgrad, indem es weiteres Fremdkapital, gegen die Ausgabe weiterer Sicherheiten, aufnimmt. Die Profitabilität bleibt gering, der Investitionsdruck zum Erhalt der Marktposition durch die Entwicklung neuer Produkte und Dienstleistungen nimmt zu und der Verschuldungsgrad steigt weiter, bis keine Sicherheiten im Unternehmen mehr verfügbar sind. In der weiteren Folge der Pecking Order beginnt das Unternehmen Eigenkapital auszugeben. Die Nutzung der Eigenkapitalinstrumente stellt nach der Pecking-Order-Theory den konsequenten letzten Versuch zur Schließung einer entstandenen Finanzierungslücke dar. Der Verschuldungsgrad bleibt konstant hoch. Trotz Zuführung neuen Eigenkapitals zur Schließung der Finanzierungslücke reduziert sich der Verschuldungsgrad nicht, da der Wert des Eigenkapitals um die entstandenen Verluste aus der Finanzierungslücke gemindert wird. Die folgende Abbildung skizziert den Verlauf des Verschuldungsgrads mit Fortschreiten der Krise. Die durchgezogene Kurve zeigt dabei den tatsächlichen Verlauf des Verschuldungsgrads eines Krisenunternehmens. Mit zunehmender Krisenintensität steigt dieser zunächst. Ein weiterer Zufluss von Fremdkapital ist durch einen Mangel an Sicherheiten nicht mehr möglich. Dringend notwendige Investitionen zum Erreichen einer nachhaltig wettbewerbsfähigen Marktposition müssen durch Aufnahme von Eigenkapital gedeckt werden. Die gestrichelte

Linie suggeriert nun einen resultierenden sinkenden Verschuldungsgrad durch die Zunahme des Eigenkapitals im Verhältnis zum Fremdkapital. Die Zuführung zusätzlichen Eigenkapitals wird jedoch amortisiert durch buchhalterische Verluste im Eigenkapital. Der Verschuldungsgrad bleibt in der Folge konstant auf hohem Niveau.

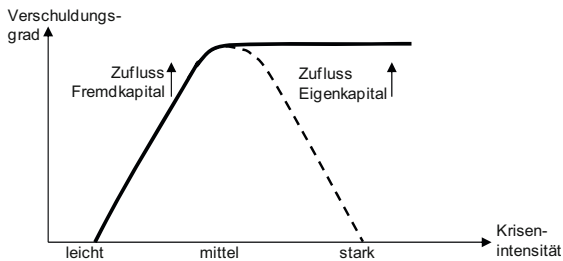


Abbildung 42: Entwicklung des Verschuldungsgrads mit Fortschreiten der Krise (Quelle: Eigene Darstellung).

Die Analyse bestätigt demnach, was aus den Aussagen der Pecking-Order-Theory ableitbar ist. Auch wenn das komplexe Modell bezüglich des Verschuldungsgrads eine auf den ersten Blick widersprüchliche Aussage liefert, kann die Theorie insgesamt als bestätigt angesehen werden. Die Abweichung resultiert aus der Zukunftsbetrachtung des komplexen Modells, welche zum Zeitpunkt der Vermeidung der Insolvenz in Anbetracht der gegenwärtigen Probleme relativ bedeutungslos ist. In dieser Situation gilt es schnell zu reagieren, um das kurzfristige Überleben des Unternehmens sichern zu können. Operative Entscheidungen zur akuten Krisenbewältigung haben dabei Vorrang vor strategischen Grundsatzentscheidungen.

Die Analyseergebnisse können hingegen auf den ersten Blick nicht mit der Trade-off-Theory in Einklang gebracht werden. Es zeichnete sich bereits zuvor in diesem Abschnitt ab, dass die Trade-off-Theory im situativen Kontext der Unternehmenskrise mit Schwierigkeiten zu kämpfen hat. Sie propagiert einen geringen Verschuldungsgrad als Folge der für die Krise typischen geringen Profitabilität und hohen erwarteten Investitionen. Ein Unternehmen, welches eine rückläufige Profitabilität zu verzeichnen hätte, würde demnach korrespondierend seinen Verschuldungsgrad senken, statt ihn zu erhöhen. Der geringe Verschuldungsgrad wäre dann konform mit der Aussage, dass er auch das Resultat hoher erwarteter Investitionen ist. Dabei fällt es schwer, den Bezug zur Unternehmens- bzw. Finanzierungspraxis herzustellen. Denn hohe erwartete Investitionen bei geringer Profitabilität und geringem Verschuldungsgrad zu finanzieren, bedeutet direkt eine Eigenkapitalfinanzierung. Bei einem der Trade-off-Theory folgenden Krisenunternehmen wäre somit aber zu keinem Zeitpunkt ein steigender Verschuldungsgrad durch Nutzung von Fremdkapitalinstrumenten zu verzeichnen. Um den vermeintlichen Fehler in der Trade-off-Theory aufzudecken sollen an dieser Stelle die drei Säulen der Theorie – Bankruptcy-Kosten, Steuervorteil durch Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen sowie Disziplinierungsfunktion der Einschränkung von Free-Cashflows – im Hinblick auf die Situation der Unternehmenskrise beleuchtet werden. Die Disziplinierungs-

funktion durch die Einschränkung von freien Cashflows greift bei einem Krisenunternehmen nicht. Durch die dramatisch gesunkene Profitabilität sind keine Free-Cashflows in einem Ausmaß vorhanden, indem man sie durch Nutzung von Fremdkapitalinstrumenten und Erhöhung des Verschuldungsgrades eingrenzen müsste. Der Steuervorteil aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen kommt ebenfalls nicht zur Geltung. Ein Krisenunternehmen verzeichnet Verluste und hat durch eine weitere Senkung des zu versteuernden Einkommens (welches bereits negativ ist) keinen zusätzlichen Vorteil. Beide Säulen sprechen somit nicht für eine Fremdkapitalaufnahme, sind daher notwendige, aber nicht hinreichende Argumente gegen eine Fremdkapitalaufnahme. Erst die Betrachtung der dritten Säule gibt Aufschluss. Die Bankruptcy-Kosten steigen und schließen damit die Aufnahme von Fremdkapital mit Fortschreiten der Krise aus. Damit ist die hinreichende Bedingung, die gegen die Aufnahme von Fremdkapital spricht, erbracht. In der Folge müssen die hohen erwarteten Investitionen in Verbindung mit der geringen Profitabilität nun durch die Nutzung von Eigenkapitalinstrumenten aufgefangen werden, wodurch der Verschuldungsgrad gering wäre. In der Summe ist die Trade-off-Theorie dadurch aber ungeeignet zur Erklärung der Kapitalstruktur von Krisenunternehmen. Ein Unternehmen, welches einen geringen Verschuldungsgrad hat, muss diesen ab einem gewissen Stadium bei Rückgang der Profitabilität erhöhen, um weiterhin zahlungsfähig zu bleiben. Ein Unternehmen, welches einen hohen Verschuldungsgrad hat und in die Unternehmenskrise kommt, kann diesen nicht reduzieren, da keine verfügbaren Cashflows zur Reduktion vorhanden sind.

Im Ergebnis lässt sich aus der Pecking-Order-Theorie, nicht aber aus der Trade-off-Theorie, die Kapitalstruktur eines Krisenunternehmens ableiten. Ab einem gewissen Krisenfortschritt, wenn keine Sicherheiten mehr vorhanden sind, nutzt das Krisenunternehmen Eigenkapitalinstrumente. Der Verschuldungsgrad bleibt dennoch konstant hoch, bis der Turnaround erreicht wurde. Die Analyse gab hinreichend Aufschluss über die Nutzungsmöglichkeiten und -einschränkungen der vier betrachteten Eigenkapitalinstrumente. Zu beachten gilt, dass im Falle von Kapitalerhöhungen durch neue Gesellschafter und durch Private-Equity-Investitionen ein zumindest teilweiser Eigentümerwechsel und somit eine Verschiebung der Kontrollrechte stattfindet. Aber bei einem Turnaround geht es schließlich nicht darum, den Alt-Gesellschafter zu sanieren, sondern das in Not geratene Unternehmen wieder auf Erfolgskurs zu bringen. Das Unternehmen muss nicht nur die Krisensituation überwinden, sondern anschließend so aufgestellt sein, dass es mit seinen Produkten und Dienstleistungen nachhaltig am Markt erfolgreich agieren kann. Nach Auswertung der Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung sowie der Vereinigung mit den bereits abgeleiteten Wertschöpfungshebeln von Private Equity kann festgestellt werden, dass Private Equity, insbesondere die eigenkapitalfinanzierte Variante, eine potentielle Lösung zur Sanierung und Einleitung des Turnarounds darstellt.

## 9. Zusammenfassung und Ausblick

Zu Beginn dieser Arbeit wurde aus der zunehmenden Bedeutung von Turnaround-Investitionen die Frage abgeleitet, ob mit Private Equity Potentiale verbunden sind, die diese Finanzierungsform für den Einsatz in der Situation der Unternehmenskrise besonders qualifizieren. Dies implizierte eine antizipierte situative Eignung von Private Equity im Kontext der Unternehmenskrise. Dieses Forschungsziel wurde vor dem Hintergrund der aktuellen Corporate-Finance-Diskussion in drei Sub-Fragestellungen zerlegt. Zum einen wurde Private Equity mit Hilfe der Finanzierungstheorie beleuchtet, um antizipierte positive Eigenschaften in der Turnaround-Situation zu erforschen. Zum anderen wurde eine Beobachtung aus der Finanzierungspraxis analysiert: Ein sich abzeichnender Mittelüberhang, ein Overhang-of-Funds. Identifiziert wurden sowohl mit Private Equity verbundene Eigenschaften, die ein Engagement in der Unternehmenskrise vorteilhaft gestalten, als auch ein gewisser marktinduzierter Druck zum Ausweichen vom klassischen Private-Equity-Markt. Begleitend erfolgte die Unterscheidung der zusätzlichen Klassifizierungskomponente in Form der originären Finanzierung bzw. Kapitalkonstitution. Dazu wurden fonds- und eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften untersucht. Zur Überprüfung der Finanzierungstheorie wurde abschließend ein Analyseraster entwickelt, welches eine Untersuchung ausgewählter Finanzierungsformen in Turnaround-Situationen ermöglichte. Das Ergebnis dieser Analyse wurde vor dem Hintergrund der aktuellen Corporate-Finance-Diskussion reflektiert.

Bevor ein Gesamtresümee gezogen und der Beitrag zur aktuellen Forschung und wissenschaftlichen Literatur abgeleitet wird, erfolgt zunächst die Zusammenführung der Erkenntnisse der einzelnen Untersuchungsstränge und Kapitel. Den Abschluss dieser Arbeit bildet ein Ausblick in die Zukunft von Private Equity und damit verbundene Forschungsgebiete und Forschungsinteressen.

Kapitel 2 zum Thema der Unternehmenskrise, ihrer rechtzeitigen Identifikation sowie Überwindung bzw. Sanierung diente der Schaffung notwendiger Grundlagen für die darauf folgende konzeptionelle Analyse. Entsprechend wurden Definitionen erarbeitet, Krisenphasen abgegrenzt und Ursachen für die Entstehung erforscht. Aufbauend darauf konnten Frühwarnsysteme zur Krisenidentifikation erläutert werden. Um ein Unternehmen aus der Krise zu befreien, ist dessen erfolgreiche Sanierung notwendig. Die Vorstellung entsprechender Maßnahmen sowie Erfolgsfaktoren für einen derartigen Turnaround bildeten den Abschluss des 2. Kapitels. Als Essenz ergab sich insbesondere die Notwendigkeit zum Wiederaufbau der finanziellen Handlungsspielräume durch entsprechende Finanzierungsformen.

Während sich die erste Hälfte des 3. Kapitels der aktuellen Corporate-Finance-Diskussion über die Finanzierungstheorien widmete, erfolgte in der zweiten Hälfte die Vorstellung der Finanzierungsmöglichkeiten. Dabei wurde erarbeitet, wie sich Unternehmen grundsätzlich

finanzieren und welche Anforderungen an eine optimale Finanzierungs- bzw. Kapitalstruktur aus der Finanzierungstheorie ableitbar sind. Zwei wesentliche Theorierichtungen, die Trade-off-Theory und die Pecking-Order-Theory, wurden vorgestellt und sowohl mithilfe der Erkenntnisse aus der Corporate-Finance-Diskussion aktualisiert als auch um weitere Konzepte, wie den Implikationen asymmetrisch verteilter Informationen, erweitert. Beide Theorien wurden im weiteren Verlauf vor dem Hintergrund von Private Equity, der besonderen Situation der Unternehmenskrise und der Beurteilung ausgewählter Finanzierungsformen zur Eignung in der Krise ausgewertet und überprüft.

Bevor mit dieser Auswertung und Überprüfung in Kapitel 5 zur analytischen Betrachtung von Private Equity und der Ableitung von Implikationen für Private-Equity-Gesellschaften begonnen wurde, stellte Kapitel 4 die Grundlagen der Finanzierungsform Private Equity dar und bildet somit den Übergang zum analytischen Teil der Arbeit. Das Ergebnis der Beleuchtung von Private Equity unter finanzierungstheoretischen Gesichtspunkten ist eine Bestätigung der Antizipation besonderer, mit Private Equity verbundener Eigenschaften, die dieser Finanzierungsform in der Unternehmenskrise Wettbewerbsvorteile verschaffen können. Dazu zählt im Besonderen die Betreuungs- und Beratungskomponente nach Übernahme eines Zielunternehmens. Im Zusammenhang mit der Betreuungs- und Beratungskomponente stehen weitere Wertsteigerungshebel wie die resultierende Disziplinierung oder die Fähigkeit zur Reduktion von Agency-Problemen. Diese Eigenschaften versprechen den Private-Equity-Gesellschaften Vorteile bei einer situativen Spezialisierungsstrategie durch aktive Umsetzung des Mentoring- und Monitoringkonzepts. Als auf den ersten Blick parallel verlaufenden Entwicklungsstrang wurde der sich abzeichnende Mittelüberhang am klassischen Private-Equity-Markt analysiert. Dort zeichnet sich zwar ebenfalls ein Trend zur Differenzierung mittels Spezialisierung auf abweichende Korrelationsmuster ab, jedoch basiert dieser auf einer marktinduzierten Notwendigkeit. Letztlich gab die Untersuchung der unterschiedlichen originären Finanzierung bzw. Kapitalkonstitution der Private-Equity-Gesellschaften den entscheidenden Hinweis. Eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften, bei denen die Vorteile nochmals ausgeprägter sind als bei der fondsfinanzierten Variante von Private Equity, spezialisieren sich vermehrt auf die Situation der Unternehmenskrise (als Folge der Realisierung des in Abschnitt 4.5 beschriebenen Werttransfers). Besonders die stets aktive Betreuung und Beratung, das Agieren mit eigenen Mitarbeitern über den gesamten Prozess hinweg sowie die extrem hohe Geschwindigkeit stellen situative Vorteile dar (siehe dazu insbesondere Abschnitt 5.4.2.3).

In Kapitel 6 wurde ein Analyseraster entwickelt, welches Kriterien definiert, die eine Untersuchung von Finanzierungsformen in der Unternehmenskrise erlaubt. Dazu wurden aus dem vorherigen Verlauf der Arbeit die wesentlichsten Charakteristika abgeleitet, die eine Finanzierungsform in der Krise besonders auszeichnen. Das Ergebnis dieser in Kapitel 7 stattfindenden Untersuchung bestärkt die Vorteilhaftigkeit von Private Equity, die durch die finanzierungstheoretische Betrachtung bereits nachgewiesen wurde. In einer abschließenden

Beurteilung und finanzierungstheoretischen Reflexion im 8. Kapitel wurde deutlich, dass dabei im Ergebnis Fremdkapitalinstrumente nur nutzbar sind, solange das Krisenunternehmen noch über Sicherheitenpotenzial verfügt. Spätestens danach muss es sich den Kreditsubstituten mit Fremdkapitalersatz-Charakter und in der Folge den Eigenkapitalinstrumenten zuwenden. Dieses Resultat, welches zunächst vor Untersuchung mithilfe des Analyserasters hinsichtlich der finanzierungstheoretischen Erwartungshaltung abgeleitet wurde, erfährt abschließend eine finanzierungstheoretische Würdigung und Reflexion. Im Ergebnis folgt ein Krisenunternehmen der Pecking-Order-Theory im Sinne der dort propagierten Hackordnung der Finanzierung. Zudem stellt sich heraus, dass die Trade-off-Theory nicht in der Lage ist, valide Aussagen über alle Bereiche und Implikationen der Finanzierung von Krisenunternehmen zu liefern.

Durch die vorliegende Untersuchung ist es möglich, Private Equity und Unternehmenskrisen, zwei auf den ersten Blick voneinander unabhängige Phänomene, zu vereinen. Die Konzentration von Private-Equity-Gesellschaften auf Turnaround- bzw. Distressed-Investitionen und somit die situative Spezialisierung auf die Unternehmenskrise ist mehr als eine Notwendigkeit, die sich aus einem Differenzierungsdruck als Folge des Mittelüberhangs auf dem klassischen Private-Equity-Markt ergibt. Die Spezialisierung erfolgt aufgrund der inhärenten Eigenschaften dieser Finanzierungsform. Der marktinduzierte Druck wirkt sich dabei nicht hinderlich auf den Trend zur Differenzierung aus, sondern bringt mehr Private-Equity-Gesellschaften dazu, die vorhandenen Vorteile zu nutzen und daraus komparative Wettbewerbsvorteile abzuleiten. Private Equity für Turnaround-Investitionen ist eine Chance, sowohl für die Unternehmen und dessen Stakeholder als auch für die Private-Equity-Gesellschaft. Die Verfügbarkeit herkömmlicher Finanzierungsformen zur Wiedererlangung finanzieller Handlungsspielräume ist in der Krise sehr begrenzt. Spezialisierte Private-Equity-Gesellschaften besitzen aber sowohl die notwendige Risikobereitschaft als auch die Expertise, derartige Engagements einzugehen. Hinzu kommt, dass Private Equity in der Lage ist, eine gegenüber den herkömmlichen Finanzierungsformen völlig einzigartige Komponente anzubieten: Die Betreuung und Beratung nach der Übernahme sowie das aktive Mentoring und Monitoring zum gezielten Umgang mit den Besonderheiten der Situation der Unternehmenskrise. Diese besonderen Fähigkeiten tragen nicht nur zur Disziplinierung bei, sondern unterstützen die Unternehmen in ihren Bemühungen die Krise zu bewältigen.

Die Ergebnisse der konzeptionellen Analyse ermöglichen insbesondere den weiteren Ausbau der wissenschaftlichen Literatur in den Bereichen Finanzierungstheorie und Private Equity. Zudem wird aber auch die Bewältigung der Unternehmenskrise um eine weitere Möglichkeit, die Berücksichtigung eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften bei der Suche nach verfügbaren Finanzierungsformen zur Wiedererlangung eingeschränkter Handlungsspielräume, ergänzt. Der Beitrag zur Finanzierungstheorie wurde bereits im 5. Kapitel zur analytischen Betrachtung von Private Equity und im 8. Kapitel im Rahmen der zusammenfassenden Beurteilung der Finanzierungsformen vor dem situativen Kontext der

Unternehmenskrise herausgearbeitet. Im Ergebnis stellte sich heraus, dass sich aus der Finanzierungstheorie Implikationen für Private-Equity-Gesellschaften aber auch andere Finanzierungsformen ergeben können, indem individuell auf die entsprechende Situation reagiert wird. Dies eröffnet in Abhängigkeit der angetroffenen Situation eines Unternehmens die Chance, individuelle Finanzierungsprodukte maßzuschneidern. Im Rahmen dieser Arbeit waren es insbesondere die eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften, die durch Kombination ihrer besonderen Eigenschaften mit den abweichenden Korrelationsmustern der Krisensituation am besten zurecht gekommen sind. Denkbar ist hier sicherlich auch die Entwicklung neuer Finanzierungsformen, die als Antwort auf diversifizierte Aussagen der Finanzierungstheorie eine optimale Konstruktion für die Finanzierungspraxis darstellen. Weiterhin wurde deutlich, dass die untersuchten Finanzierungstheorien vor dem situativen Kontext der Unternehmenskrise mehrfach mit ihren Aussagen nicht mit dem erwarteten Zustand des Krisenunternehmens in Einklang gebracht werden konnten. Es stellte sich heraus, dass der Einbezug der Zukunft in die Betrachtungsweise der Theorie die Ursache von Fehlaussagen war. Dies konnte auf die mangelnde Berücksichtigungsmöglichkeit der Finanzierungstheorien in Bezug auf die Dringlichkeit zur Sanierung zurückgeführt werden. Bei der Rettung eines Krisenunternehmens sind vor dem Hintergrund der eingeeengten Handlungsspielräume und der extremen zeitlichen Restriktionen operative Maßnahmen zur Sicherung des kurzfristigen Überlebens vorrangig zu den strategischen Optionen umzusetzen. Bei Anwendung der Finanzierungstheorien sollte daher unabhängig von der Situation der Unternehmenskrise darauf geachtet werden, inwieweit zeitliche Restriktionen zur Nutzung von Finanzierungsformen eine Rolle spielen. Die dynamischen, komplexen Zukunftsmodelle der Finanzierungstheorien sind nicht als Ablösung und Evolution der simplen statischen Modelle zu betrachten, sondern als parallele Erweiterung des Theoriengbildes. Jede Untersuchung mithilfe der Theorien sollte demnach simple und komplexe Modelle kombinieren wodurch die entsprechende Analyse auf zeitliche Restriktionen Rücksicht nehmen würde.

Vornehmlich im Forschungsgebiet Private Equity, aber ebenfalls mit Berücksichtigung der theoretischen Komponente, ist darüber hinaus die Erkenntnis der besonderen Eigenschaften von Private Equity anzusiedeln. Neben der Disziplinierungsfunktion und der inhärenten Möglichkeit zur Reduktion von Agency-Problemen ist es vor allem die Möglichkeit und Fähigkeit der Betreuungs- und Beratungsfunktion, die es in der Unternehmenskrise erlaubt, Potentiale zu heben. Im Ergebnis stellt dies eine situative Theorie zur Vorteilhaftigkeit von Private Equity als Antwort auf abweichende Korrelationsmuster dar. Gerade durch die Berücksichtigung der originären Finanzierung bzw. Kapitalkonstitution der Private-Equity-Gesellschaften wurde diese Theorie der Vorteilhaftigkeit ebenso belegt wie durch die Ergebnisse der Untersuchung mithilfe des Analyserasters. Die Betrachtung der originären Finanzierungskomponente erklärt darüber hinaus, dass der Trend zur Differenzierung mittels Spezialisierung nicht durch den marktinduzierten Druck als Ergebnis des Mittelüberhangs resultiert, sondern als Ergebnis der Nutzung einer Chance zum Auf- und weiteren Ausbau

komparativer Wettbewerbsvorteile. Die tabellarische Zusammenstellung auf der folgenden Seite gibt einen abschließenden Überblick bezüglich des Beitrags der vorliegenden Arbeit zum aktuellen Stand der Forschung und der entsprechenden wissenschaftlichen Literatur.

<b>Forschungsgebiet</b>	<b>Finanzierungstheorie</b>	<b>Private Equity</b>
<b>Finanzierungstheorie</b>	n/a	Entwicklung einer situativen Theorie der Vorteilhaftigkeit von Private Equity. Dabei wird insbesondere die Bedeutung der Beratungs- und Betreuungskomponente zur Erzielung komparativer Wettbewerbsvorteile deutlich. Die Entstehung eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften untermauert die Vorteilhaftigkeit der Differenzierung durch Spezialisierung aufgrund besonders komplementärer Eigenschaften zu den vorherrschenden Krisenparametern. Die zunehmende Bedeutung von Private-Equity-Turnaround-Investitionen ist nicht die Folge des Overhang-of-Funds sondern die Wahrnehmung der Chance zur Erzielung komparativer Wettbewerbsvorteile.
<b>Unternehmenskrise</b>	Aus den Problemen, die die Finanzierungstheorien auf den ersten Blick mit dem situativen Kontext der Krise haben, können neue Korrelationsmuster abgeleitet werden. Diese fördern die Entwicklung neuer bzw. die Anpassung vorhandener Finanzierungsformen.	Für Unternehmen in der Krise stellen eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften eine zusätzliche Alternative zum Wiederausbau der finanziellen Handlungsspielräume dar. Darüber hinaus ist diese Finanzierungsform mit einem hohen Maß an Sanierungsexpertise verbunden.

Tabelle 27: Zusammenfassung des Beitrags zur aktuellen Forschung (Quelle: Eigene Darstellung).

Aktuell kann in der Praxis nicht nur ein Trend zur Zunahme von Investitionen in Turnaround-Kandidaten, sondern ebenfalls zur verstärkten Präsenz eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften identifiziert werden. Da es sich in diesem Fall bislang um ein weitgehend unerforschtes Phänomen handelt, wird dies aber nicht auf den ersten Blick deutlich (So akquirierten bspw. die drei eigenkapitalfinanzierten Gesellschaften Arques, Aurelius und AdCuram im Jahr 2007 zusammen über 40 Unternehmen mit einem Umsatz von über EUR 5 Mrd.).

Die Zunahme von Investitionen in Turnaround-Kandidaten und die steigende Bedeutung eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften, die ihre Wettbewerbsvorteile in dieser Situation ausspielen können, wird sich in den nächsten Jahren noch weiter verstärken. Auch in Zukunft werden viele Unternehmen in die Krise gelangen. Nicht zuletzt die Finanzkrise wird dafür Sorge tragen, dass das Angebot an Unternehmen mit Restrukturierungs- und Sanierungsnotwendigkeit hoch bleiben wird. Sicherlich zieht der Erfolg der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften weitere Wettbewerber in dieses Segment. Auch fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften könnten zu einer noch aktiveren Betreuung übergehen und das Involvement mit eigenen Mitarbeitern erhöhen. So sagte bspw. der Deutschland-Geschäftsführer von KKR, einer der größten weltweit agierenden fondsfinanzierten Gesellschaften im Dezember 2008 gegenüber Reuters, KKR stünde als



Investor für notleidende Unternehmen bereit und werde sich stärker auf den Einstieg bei angeschlagenen Unternehmen und deren Sanierung konzentrieren (Huth 2008). Die Geschwindigkeit, die die eigenkapitalfinanzierten Gesellschaften aufgrund ihrer Finanzierungsstruktur besitzen, wird jedoch nur sehr schwer kopierbar sein.

Die betriebswirtschaftliche Forschung wird bereits in naher Zukunft Aufschluss über weitere Entwicklungstendenzen, sowohl im klassischen als auch im Turnaround-Private-Equity-Markt, geben. Besondere Aufmerksamkeit verdient dabei sicherlich die Untersuchung der erzielten Ein-Jahres-Renditen im klassischen Private-Equity-Markt. Diese können als aktueller Indikator für die vorherrschende Ausweichnotwendigkeit herangezogen werden.

Auf der anderen Seite sollte die Entwicklung dieser Renditen auch am Turnaround-Markt verfolgt werden. Durch die Zunahme eigenkapitalfinanzierter und das Ausweichen fondsfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften kann auch auf diesem Markt ein Wettbewerb entstehen, der die erzielbaren Renditen unter Druck geraten lässt. Letztlich sind aber auch heute die Folgen der Finanzkrise und der sich abzeichnenden Weltwirtschaftskrise noch nicht in letzter Konsequenz absehbar. Eine strengere Regulierung der Banken sowie ihrer Kreditvergabepolitik und -mechanismen wird eine gewisse Kreditrestriktion für Unternehmen mit geringerer Profitabilität und Bonität bedeuten. Die vorliegende Arbeit präsentierte einige wichtige Argumente dafür, dass gerade eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften diese Finanzierungslücke in der Engpasssituation schließen können.

## VI. Literaturverzeichnis

- 3i group plc (3i), online: <http://www.3i.com/approach/buyouts-experience.html>, abgerufen am 17.06.2007.
- Achleitner, A.-K./Bassen, A./Jais, S./Nietzer, P.: Controlling von Buyout-Transaktionen durch Private Equity-Gesellschaften, in: Reihe Controlling & Management, Zeitschrift für Controlling und Management (ZfCM), Jahrgang 48, Nr.1/2004, S. 32 – 45.
- Achleitner, A.-K./Fingerle, C.H.: Unternehmenswertsteigerung durch Management Buyout, EF Working Paper Series der TU München, München 2003a.
- Achleitner, A.-K./Fingerle, C.H.: Venture Capital und Private Equity als Lösungsansatz für Eigenkapitaldefizite in der Wirtschaft – Einführende Überlegungen, Working Paper Series, München 2003b.
- AdCuram Group AG (AdCuram), online: <http://www.adcuram.de>, abgerufen am 27.06.2007.
- Admati, A.R./Pfleiderer, P.: Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists, in: Journal of Finance, Vol. 49, No. 2/1994, S. 371 – 402.
- Alti, A.: How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure?, in: Journal of Finance, Vol. 61, No. 4/2006, S. 1681 – 1710.
- Amit, R./Brander, J./Zott, C.: Why do Venture Capital Firms exist? Theory and Canadian evidence, in: Journal of Business Venturing, Vol. 13, No. 6/1998, S. 441 – 466.
- Anders, G.: The “Barbarians” in the Boardroom, in: Harvard Business Review, Vol. 70, No. 4/1992, S. 79 - 87.
- APAX Partners Worldwide LLP (APAX), online: <http://www.apax.com/en/partner/how-we-partner.html>, abgerufen am 17.06.2007.
- Armbrüster, T.: The Economics and Sociology of Management Consulting, Cambridge et al. 2006.
- Arnold, G.: Corporate Financial Management, 3. Aufl., Harlow et al. 2005.
- Arques Industries AG (Arques), online: <http://www.arques.de>, abgerufen am 27.06.2007.
- Arques Industries AG (Arques), Firmenpräsentation November 2006, online: <http://www.arques.de>, abgerufen am 27.06.2007.
- Atkeson, A./Cole, H.: A dynamic theory of optimal capital structure and executive compensation, NBER Working Paper, Januar 2005, online: <http://www.nber.org/papers/w11083.pdf>, abgerufen am 10.06.2008.

- Aurelius AG (Aurelius), online: <http://www.aureliusinvest.de>, abgerufen am 27.06.2007.
- Ausfuhrkredit-Gesellschaft (AKA), online: <http://www.akabank.de>, abgerufen am 15.12.2006.
- Bader, H.: Private Equity als Anlagekategorie, Dissertation, St. Gallen 1996.
- Baetge, J./Sickmann, E.: Insolvenzprognosen auf der Basis von Jahresabschlüssen, in: Heintzen, M./Kruschwitz, L. (Hrsg.): Unternehmen in der Krise – Ringvorlesung der Fachbereiche Rechts- und Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin im Sommersemester 2003, Berlin 2004, S. 73 – 107.
- Baker, G.P./Smith, G.D.: The New Financial Capitalists: Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value, Cambridge 1998.
- Baker, M./Ruback, R.S./Wurgler, J.: Behavioral corporate finance, in: Eckbo, B.E. (Hrsg.): Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Vol. 1, Kapitel 4., Amsterdam 2007.
- Baker, M./Wurgler, J.: Market Timing and Capital Structure, in: Journal of Finance, Vol. 57, No. 2/2002, S. 1 – 32.
- Bamberger, I./Wrona, T.: Der Ressourcenansatz und seine Bedeutung für die Strategische Unternehmensführung, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (zfbF), Abhandlungen, Besprechungsaufsätze und Stellungnahmen, Kontaktstudium in Zusammenarbeit mit dem USW Universitätsseminar der Wirtschaft, 1996, S. 130.
- Bancel, F./Mittoo, U.: European managerial perceptions of the net benefits of foreign stock listings, in: European Financial Management Journal, Vol. 7, No. 2/2001, S. 213 – 236.
- Bank for International Settlements (BIS), online: <http://www.bis.org>, abgerufen am 29.12.2006.
- Barclay, M.J./Holderness, C.G.: Private Benefits from Control of Public Corporations, in: Journal of Financial Economics, Vol. 25, No. 2/1989, S. 371 – 395.
- Barclay, M.J./Smith, C.W.: The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence, in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No. 1/1999, S. 8 – 20.
- Barry, C.B.: New Directions in Research on Venture Capital Finance, in: Financial Management, Vol. 23, No.3/1994, S. 3 – 15.
- Bassen, A./Schierack, D./Wegner, C.: Growth Buyouts: Deutsche Evidenz zu Abgrenzung und Charakteristika: Growth Buyouts – Deutsche Evidenz zu Abgrenzung und Charakteristika, Working Paper Series, No. 11, Oestrich-Winkel 2004.

- Bavaria Industriekapital AG (Bavaria): Bavaria Industriekapital HV- Präsentation, online: <http://www.baikap.de>, abgerufen am 27.06.2007.
- BDO Deutsche Warentreuhand AG: Auswirkungen des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) und des Kapitalaufnahme-erleichterungsgesetzes (KapAEG), o.O. 1998.
- Bea, F. X./Haas, J.: Möglichkeiten und Grenzen der Früherkennung von Unternehmenskrisen, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, No. 10/1994, S. 486 – 491.
- Bea, F.X./Kötzle, A.: Ursachen von Unternehmenskrisen und Maßnahmen zur Krisenvermeidung, in: Der Betrieb, Nr. 36/1983, S. 565 – 571.
- Becker, R.: Buyouts in Deutschland – Handbuch für Manager, Consultants und Investoren, Köln 2000.
- Benkenstein, M./Henke, N.: Der Grad der vertikalen Integration als strategisches Entscheidungsproblem, in: Die Betriebswirtschaft, 53. Jg., Nr. 1/1993, S. 77 – 132.
- Berg, A.: What is Strategy for Buyout Associations, Academic Readings on Private Equity, Berlin 2005.
- Berg, A./ Gottschalg, O.: Understanding Value Generation in Buyouts, in: Journal of Restructuring Finance, Vol. 1, No. 2/2004, 1 – 29.
- Berkovitch, E./Kim, E.H: Financial contracting and leverage induced over- and under-investment incentives, in: Journal of Finance, Vol. 45, No. 3/1990, S. 765 – 794.
- Berlien, O.: Controlling von make or buy – Konzepte und Möglichkeiten der strategischen Unternehmensführung, Ludwigsburg et al. 1993.
- Bibeault, D.B.: Corporate Turnaround – How Managers Turn Losers into Winners, New York 1982.
- Bickhoff, N./Eilenberger, G: Einleitung, in: Bickhoff, N./Blatz, M./Eilenberger, G./Haghani, S./Kraus, K.-J. (Hrsg.): Die Unternehmenskrise als Chance – Innovative Ansätze zur Sanierung und Restrukturierung, Berlin et al. 2004.
- Bieber, P./Nowak, E./Schmidt, D.: Einfluss von Markterwartungen und Wettbewerbsintensitäten im Venture Capital Markt auf die Bewertung VC-finanzierter Beteiligungsunternehmen, in: Centre of Private Equity Research (CEPRES), online: <http://www.cepres.de/cepresSites/downloads/CEPRES%25>, No. 3, März 2003, abgerufen am 02.11.2007.
- Biermann, H.: Private Equity – Transforming Public Stock to Create Value, Wiley Finance Series, Hoboken New Jersey 2003.

- Bitz, H.: Risikomanagement nach KonTraG, Einrichtung von Frühwarnsystemen zur Effizienzsteigerung und zur Vermeidung persönlicher Haftung, Stuttgart 2000.
- Blome-Drees, J./Rang, R.: Private Equity-Investitionen in deutsche Unternehmen und ihre Wirkungen auf die Mitarbeiter, Düsseldorf 1996.
- Böckenförde, B.: Unternehmenssanierung, 2. Aufl., Stuttgart 1996.
- Böcking, H.-J./Dutzi, A.: Zur Notwendigkeit eines zusätzlichen Solvenztests, in: Der Konzern, Nr. 5/2007, S. 435 – 441.
- Böcking, H.-J./Dutzi, A.: Gläubigerschutz durch IFRS-Rechnungslegung im Jahresabschluss und ergänzenden Solvenztest, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft/Special Issue: Rechnungslegung nach internationalen Grundsätzen, Nr. 6/2006, S. 1 – 23.
- Bodie, Z./Kane, A./Marcus, A.J.: Investments, Homewood Illinois 1989.
- Bouillet-Cordonnier, G.: Legal aspects of start-up evaluation and adjustment methods, in: Journal of Business Venturing, Vol. 7, No. 2/1992, S. 91 – 101.
- Bovaird, C.: Introduction to Venture Capital Finance, London 1990.
- Bowen, R.M./Daley, L.A./Huber, C.C.: Evidence on the existence and determinants of inter-industry differences in Leverage, in: Financial Management, Vol. 11, No.4/1982, S. 10 – 20.
- Bradley, M./Gregg, J.A./Kim, H.E.: On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, in: Journal of Finance, Vol. 39, No. 3/1984, S. 899 – 917.
- Brealey, R./Myers, S.: Principles of Corporate Finance, 5. Aufl., New York et al. 1996.
- Brebeck, F./Herrmann, D. (1997): Zur Forderung des KonTraG-Entwurfs nach einem Frühwarnsystem und den Konsequenzen für die Jahres- und Konzernabschlussprüfung, in: Die Wirtschaftsprüfung, Nr. 12/1997, S. 381 – 391.
- Bressmer, C./Moser, A. C./Sertl, W.: Vorbereitung und Abwicklung der Übernahme von Unternehmen, Stuttgart 1989.
- Brinkrolf, A.: Managementunterstützung durch Venture Capital-Gesellschaften, Wiesbaden 2002.
- Brühwiler, B.: Methoden der Risiko-Analyse, in: IO-Management-Zeitschrift, Nr. 6/1983, S. 257 – 261.
- Brune, J.W.: Der Shareholder Value Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle – Eine Untersuchung unter Beachtung besonderer Rahmenbedingungen in der Bundesrepublik Deutschland, Köln 1995.

- Bruno, A.V./Leidecker, J.K./Harder, J.W.: Why firms fail, in: Business Horizons, Vol. 2, No. 30/1987, S. 50 – 58.
- Bundesministerium der Justiz, Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) (1997), Mitteilungen des Bundesministerium für Justiz, online: [http://www.bmj.bund.de/misc/m\\_56\\_97.htm](http://www.bmj.bund.de/misc/m_56_97.htm), abgerufen am 30.10.2006.
- Bundesministerium der Justiz, Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) (2002), online:[http://www.bmj.bund.de/enid/Corporate\\_Governance/Transparenz\\_und\\_Publizitaetsgesetz\\_\\_TransPuG\\_\\_a9.html](http://www.bmj.bund.de/enid/Corporate_Governance/Transparenz_und_Publizitaetsgesetz__TransPuG__a9.html), abgerufen am 30.10.2006.
- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK): BVK Nachrichten – Venture Capital in den USA 1999, Berlin 2000.
- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK), Jahresstatistiken 2001 – 2008.
- Bygrave, W.A.: Syndicated Investments by Venture Capital Firms – A Networking Perspective, in: Journal of Business Venturing, Vol. 2, No. 2/1987, S. 139 – 154.
- Bygrave, W.D./Timmons, J.A.: Venture Capital at the Crossroads, Harvard Business School Press, Boston 1992.
- Cable, D.M./Shane, S.: A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture-capitalist relationships, in: Academy of Management Review, No. 22/1997, S. 142 – 176.
- Canibol, H.-P./Rehm, T.: Die Schatzsucher, in: DM Euro, No. 9/2004, S. 36 – 40.
- Castanga, C./Bucher, P.: Credit Crunch bekämpfen! In: Schweizer Bank, No. 6/1999, S. 30 – 32.
- Cattanach, A./Kelley, M.F./Sweeney, G.M. : Hidden Treasure : A Look into Private Equity's History, Future and Lure, in : Lake, R. (Hrsg.) : Private Equity and Venture Capital – A Guide for Investors and Practitioners, London 2000, S. 5 – 12.
- Cerberus Capital Management L.P. (Cerberus), online: [http://www.cerberus-capital.com/about\\_comp\\_prof.html](http://www.cerberus-capital.com/about_comp_prof.html), abgerufen am 17.06.2007.
- Chan, Y.S.: On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information, in: Journal of Finance, Vol. 38, No. 5/1983, S. 1543 – 1568.
- Coenenberg, A.G./Reinhart, A./Schmitz, J.: Audit Committees - Ein Instrument zur Unternehmensüberwachung? - Reformdiskussion im Spiegel einer Befragung der Vorstände deutscher Unternehmen, in: Der Betrieb 1997, S. 989 – 997.

- Cohen, R.: What a Hands-on Venture Capitalist Offers Beyond Money, in: Pratt, S./Lloyd, S. (Hrsg.): Guide to European Venture Capital Sources, Venture Economist, Wellesley 1985, S. 37 – 39.
- Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, New York 1990.
- Cramer, J.: Venture Capital, in: Hehn, E. (Hrsg.): Innovative Kapitalanlagekonzepte: ART, behavioural Finance, Hedge Funds, Neue Märkte, Private Equity, Venture Capital, Wiesbaden 2000, S. 163 – 174.
- Creditreform: Insolvenzen in Europa 2001/2002 – Europa 2001: Insolvenzanstieg im Zeichen schlechter Konjunktur (2002), online: [http://www.creditreform.de/Deutsch/Creditreform/Presse/Creditreform\\_Wirtschaftsforschung/Insolvenzen\\_in\\_Europa/Ausgabe\\_2000012535/insolvenzen\\_europa\\_2001\\_presseinfo.pdf](http://www.creditreform.de/Deutsch/Creditreform/Presse/Creditreform_Wirtschaftsforschung/Insolvenzen_in_Europa/Ausgabe_2000012535/insolvenzen_europa_2001_presseinfo.pdf), abgerufen am 07.11.2007.
- Daniels, H.: Private Equity Secondary Transactions – Chancen und Grenzen des Aufbaus eines institutionalisierten Secondary Markts, Dissertation, Wiesbaden 2004.
- DeAngelo, H./Masulis, R.: Optimal Capital Struture under Corporate and Personal Taxation, in: Journal of Financial Economics, Vol. 8, No. 1/1980, S. 3 – 29.
- DeRidder, P.: Finanzierung von Buyouts, in: Bank, C. (Hrsg.): Management Buyouts, Frankfurt am Main 1990, S. 49 – 63.
- Deutsche Bank Research: Deutscher Mittelstand vom Aussterben bedroht? Unternehmensnachfolge im Fokus, Aktuelle Themen, Nr. 387, vom 29. Mai 2007, S. 13 – 15.
- Deutsche Bundesbank: Basel II - Die neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarungen, Konsultations-papiere zur neuen Eigenkapitalverordnung Basel II, online: [http://www.Bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht\\_basel.php](http://www.Bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht_basel.php), abgerufen am 02.11.2007.
- Deutsches Institut für Interne Revision e.V.: IIR Revisionsstandard No. 1, No. 2, No. 3, online: <http://www.iir-ev.de>, abgerufen am 18.10.2007.
- Dietrich, R.J.: Effects of Early Bond Refundings: An Empirical Investigation of Security Returns, in: Journal of Accounting and Economics, Vol. 6, No. 1/1984, S. 67 – 98.
- Doberanzke, V.: Exklusive Finanzierung mittelständischer Unternehmen, Wiesbaden 1993.
- Dresner, S./Kim, E.K.: PIPE's: A Guide to Private Investments in Public Equity, 2. Aufl., London 2005.

- Drukarczyk, J.: Wertorientierte Unternehmenssteuerung, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, Nr. 9/1997, S. 217 – 223.
- Drukarczyk, J.: Finanzierung, 9. Aufl., Stuttgart 2003.
- Dutzi, A.: Der Aufsichtsrat als Instrument der Corporate Governance – Ökonomische Analyse der Veränderungen im Corporate-Governance-System börsennotierter Aktiengesellschaften, Wiesbaden 2005.
- Easterwood, J./Seth, A./Singer, R.: The impact of leveraged buyouts on strategic direction, in: California Management Review, Vol. 32, No. 1/1989, 1, S. 30 – 43.
- Ehrlich, S.B./DeNoble, A.F./Moore, T./Weaver, R.R.: After the cash arrives, in: Journal of Business Venturing, Vol. 9, No. 1/1994, S. 75 – 76.
- Eickhof, N.: Strukturkrisenbekämpfung durch Innovation und Kooperation, Tübingen 1982.
- Eilenberger, G.: Betriebliche Finanzwirtschaft, 6. Aufl., München 2000.
- El Khodr, M.: Venture Capital – Its place in the economy and its use in asset management, in: Notes Financieres of Banque Generale du Luxembourg, No. 73/1999, S. 33 – 43.
- Endlweber, A.: Wir waren die Mülleimer der Konzerne – BVK Protest gegen die Verunglimpfung der Private Equity-Branche, in: Venture Capital Magazin, No. 6/2007, S. 22 – 23.
- Ernst&Young, online: [http://www.ey.com/global/content.nsf/Germany/Presse\\_Pressemitteilungen\\_2006\\_-\\_IPO-Barometer](http://www.ey.com/global/content.nsf/Germany/Presse_Pressemitteilungen_2006_-_IPO-Barometer), abgerufen am 19.05.07.
- Ernst&Young, online: [http://www.ey.com/Global/assets.nsf/Germany/Praesentation\\_EY-IPO\\_-\\_Barometer\\_12\\_07/\\$file/Praesentation\\_EY-IPO-Barometer\\_07.pdf](http://www.ey.com/Global/assets.nsf/Germany/Praesentation_EY-IPO_-_Barometer_12_07/$file/Praesentation_EY-IPO-Barometer_07.pdf), abgerufen am 19.05.07.
- European Venture Capital Association (EVCA): Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe, Januar 2001a, online: [http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_9\\_art\\_11\\_att\\_334.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_11_att_334.pdf), abgerufen am 07.11.2007.
- European Venture Capital Association (EVCA): European Buyout Success Stories, Oktober 2001b, online: [http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_9\\_art\\_87\\_att\\_565.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_87_att_565.pdf), abgerufen am 07.11.2007
- European Venture Capital Association (EVCA): EVCA Quaterly Indicator Q2/2003a, online: [http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_13\\_art\\_43\\_att\\_403.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_13_art_43_att_403.pdf), abgerufen am 07.11.2007.



- European Venture Capital Association (EVCA): EVCA-Barometer Dezember 2003b, online: [http:// www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_27\\_art\\_16\\_att\\_476.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_27_art_16_att_476.pdf), abgerufen am 07.11.2007.
- European Venture Capital Association (EVCA): Financial Yearbooks 1998 – 2008.
- European Venture Capital Association (EVCA): Pressemitteilung, 13. März 2007: „European Private Equity: Strong 2006 Performance drives increased allocation – Figures set new fundraising and investment records and confirm boost of Venture Capital“, online: [http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_13\\_art\\_105\\_att\\_1114.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_13_art_105_att_1114.pdf); abgerufen am 05.08.2007.
- Fama, E.F./French, K.R.: Disappearing Dividends – Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?, in: Journal of Financial Economics, Vol. 60/2001, S. 3 – 43.
- Fama, E.F./French, K.R.: Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt, in: The Review of Financial Studies, Vol. 15, No. 1/2002, S. 1 – 33.
- Fanselow, K.-H.: Finanzierung besonderer Unternehmensphasen – Management-Buy-Out, Buy-In, Spin-off, Existenzgründung, Innovationsvorhaben, in: Gebhardt, G./Gerke, W./Steiner, M.: Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 383 – 400.
- Fasse, F.-W. (1995): Risk-Management im strategischen internationalen Marketing, Hamburg 1995.
- Faulhaber, P./Landwehr, N.: Turnaround-Management in der Praxis – Umbruchphasen nutzen – neue Stärken entwickeln, 3. Aufl., Frankfurt am Main 2005.
- Fenn, G.W./Liang, N./Prowse, S.: The Economics of the Private Equity Market, Staff Studies of the Board of Governors of the Federal Reserve System and of the Reserve Banks, Washington D.C., USA, No. 168/1995, online: <http://www.federal-reserve.gov/ubs/staffstudies/1990-99/ss168.pdf>, abgerufen am 15.12.2007.
- Fenn, G.W./Liang, N./Prowse, S.: The Private Equity Market – An Overview, in Financial Markets, Institutions and Instruments, Vol. 6, No. 4/1997, S. 1 – 105.
- Fiedler, U.: Unternehmen in Krise und Insolvenz – Risikomanagement, Eigenkapitalersatz, Insolvenzverfahren, Arbeitsrecht, Steuerrecht, Bilanzierung, Beraterhaftung, Honorarsicherung, Freiburg im Breisgau 2006.
- Finsterer, H.: Unternehmenssanierung durch Kreditinstitute, Wiesbaden 1999.
- Fischer, E./Heinkel, R./Zechner, J.: Dynamic capital structure choice – theory and tests, in: Journal of Finance, Vol. 44, No. 1/1989, S. 19 – 40.

- Fischer, M.: Make-or-Buy der Distributionsleistung – Überlegungen aus transaktionskosten-theoretischer Sicht, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (BFuP), No. 4/1994, S. 291 – 315.
- Fischer, T.R.: Agency-Probleme bei der Sanierung von Unternehmen, Wiesbaden 1999.
- Forst, M.: Struktur und Stabilität eines Leveraged Management Buyout, Dissertation, Köln 1993.
- Fortress Investment Group LLC (Fortress), online: [www.fortressinvest.com](http://www.fortressinvest.com), abgerufen am 19.12.2007.
- Frank B.: Für MBO, Wachstum und Unternehmensnachfolge – Mezzanine ist anpassungsfähig und stärkt die Bilanz, in: Unternehmer Edition „Mezzanine 2007“, Vol. II, No. 06/2007, S. 12 – 14.
- Frank, M.Z./Goyal, V.K.: Trade-off and Pecking Order Theories of Debt, online: <http://ssrn.com/abstract=670543>, Arbeitsstand 08.12.2007, abgerufen am 08.05.2008.
- Frank, M.Z./Goyal, V.: Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 67, No. 2/2003, S. 217 – 248.
- Fredriksen, Ö./Klofste, M./Landström, H./Olofsson, C./Wahlbin, C.: Entrepreneur-venture capitalist relations, in: Frontiers of Entrepreneurship Research, Wellesley 1990, S. 251 – 265.
- Fried, V.H. /Hirsch, R.D.: Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making, in: Financial Management, Vol. 3, No. 23/1994, S. S. 28 – 37.
- Frommann, H.: Die Finanzierung von Management Buy-outs; in: Lütjen, G. (Hrsg.): Management Buy-out - Firmenübernahme durch Management und Belegschaft, Wiesbaden 1992, S. 105–134.
- Frommann, H./Dahmann, A.: Zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Private Equity, Berlin 2003.
- Füser, K./Gleißner, W./Meier, G.: Risikomanagement (KonTraG) – Erfahrungen aus der Praxis, in: Der Betrieb, Nr. 15/1999, S. 753 – 758.
- Georgieff, A./Biagosch, M.: Finanzierungsinstrumente von Finanzinvestoren, in: Berens, W./Brauner, H. U./Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren – Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 171 – 210.
- Gless, S.-E.: Unternehmenssanierung – Grundlagen – Strategien – Maßnahmen, Wiesbaden 1996.

- Golder, S.: Structuring the Financing in: Bokser, D. (Hrsg.): Pratt's Guide to Venture Capital Sources, New York 1998, S. 65.
- Goldstein, R./Ju, N./Leland, H.: An ebit-based model of dynamic capital structure, in: Journal of Business, Vol. 74, No. 4/2001, S. 483 – 512.
- Gompers, P.A.: Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital, in: Journal of Finance, Vol. 50, No. 5/1995, S. 1461 – 1489.
- Gompers, P.A.: Grandstanding in the venture capital industry, in: Journal of Financial Economics, Vol. 42, No. 1/1996, S. 133 – 156.
- Gompers, P.A.: Ownership and Control in Entrepreneurial Firms – An Examination of Convertible Securities in Venture Capital Investments, Harvard Business School Working Paper, 1997, S. 7.
- Gompers, P.A.: Venture Capital growing pains – Should the market diet?, in: Journal of Banking & Finance, Vol. 22, No. 6-8/1998, S. 1089 – 1104.
- Gompers, P.A./Lerner, J.: An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership, in: Journal of Financial Economics, Vol. 51, No. 1/1999a, S. 3 – 44.
- Gompers, P.A./Lerner, J.: How are Venture Capitalists Compensated ?, in: Gompers, P.A./Lerner, J. (Hrsg.): The Venture Capital Cycle, Cambridge 1999b, S. 57 – 94.
- Gompers, P.A./Lerner, J.: The Future of the Venture Capital Cycle, Massachusetts 1999c, S. 157 – 170.
- Gompers, P.A./Lerner, J.: Money chasing deals? The impact of Funds inflow on Private Equity Valuation, in: Journal of Financial Economics, Vol. 55, No. 2/2000, S. 281 – 325.
- Gorman, M./Sahlman, W.A.: What Do Venture Capitalists Do?, in Journal of Business Venturing, Vol. 4, No. 4/1989, S. 231 – 248.
- Gräfer, H.: Bilanzanalyse, 9. Aufl., Berlin 2005.
- Gräfer, H./Beike, R./Scheld, G.A.: Finanzierung – Grundlagen, Institutionen, Instrumente und Kapitalmarkttheorie mit Fragen, Aufgaben und Lösungen, 5. Aufl., Berlin 2001.
- Gräper, M.: Management Buyout, Dissertation, Kiel 1993.
- Groß, H.: Beiträge zur Restrukturierung/Sanierung – Personalwesen, in: Buth, A. K./Hermanns, M. (Hrsg.): Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, § 10, 1998.
- Groß, P.: Sanierung durch Fortführungsgesellschaften – Der Weg von der Sanierungsprüfung bis zur Konstituierung und finanziellen Entlastung der Fortführungsgesellschaft in betriebswirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Sicht, 2. Aufl., Köln 1988.

- Güllmann, P.: Keine Angst vor Private Equity – Von der Heuschrecke zur Honigbiene, in: Venture Capital Magazin, Special Juni/2007, S. 20 – 21.
- Gupta, A.K./Sapienza, H.J.: Determinants of Capital Firms' Preferences Regarding the Industry Diversity and Geographic Scope of their Investments, in: Journal of Business Venturing, Vol. 7, No. 5/1992, S. 347 – 362.
- Haarmeyer, H./Wutzke, W./Förster, K.: Insolvenzportal, online: <http://www.insolvenzrecht.de/inhalte/fachbuecher/fachlexika/abc-des-insolvenzrechts/insolvenzverschleppung/>, abgerufen am 15.09.2006.
- Haas, U.: Die Haftung des GmbH-Geschäftsführers in der Krise der Gesellschaft, in: Heintzen, M./Kruschwitz, L. (Hrsg.): Unternehmen in der Krise – Ringvorlesung der Fachbereiche Rechts- und Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin im Sommersemester 2003, Berlin 2004, S. 73 – 107.
- Hachenburg, M./Ulmer, P. GmbH-Kommentar, Dritter Band, §§ 53-85, Berlin, 8. Aufl. 1997.
- Hachmeister, D.: Die Abbildung der Finanzierung im Rahmen verschiedener Discounted Cash-Flow-Verfahren, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Nr. 48/1996, S. 251 – 277.
- Hachmeister D.: Der Discounted Cash Flow als Maß der Unternehmenswertsteigerung, 4. Aufl., Frankfurt am Main et al. 2000.
- Haghani, S.: Strategische Krisen von Unternehmen und praxisorientierte Möglichkeiten ihrer Früherkennung, in: Bickhoff, N./Blatz, M./Eilenberger, G./Haghani, S./Kraus, K.-J. (Hrsg.): Die Unternehmenskrise als Chance – Innovative Ansätze zur Sanierung und Restrukturierung, Berlin, Heidelberg, New York 2004, S. 49 – 52.
- Hahn, D.: Planung und Kontrolle – Planungs- und Kontrollsysteme – Planungs- und Kontrollrechnung, 5. Aufl., Wiesbaden 1996.
- Harenberg, G./Wlecke, U.: Sonderthemen der Restrukturierung/Sanierung – Businessplan und Maßnahmenmanagement, in: Buth, A. K./Hermanns, M. (Hrsg.): Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, München 1998a, § 15, RN 32 – 71.
- Harenberg, G./Wlecke, U.: Businessplan und Maßnahmenmanagement, in: Buth, A. K./Hermanns, M. (Hrsg.): Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, München 1998b, § 15, RN 84 – 122.
- Harhoff, D./Körting, T.: Lending relationships in Germany - empirical evidence from survey data, in: Journal of Banking and Finance, No. 22/1998, S. 1317 – 1354.
- Harris, M./Raviv, A.: The theory of capital structure, in: Journal of Finance, Vol. 46, No. 1/1991, S. 297 – 355.

- Hartmann-Wendels, T.: Venture Capital aus finanzierungstheoretischer Sicht, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Nr. 39/1987, S. 16 – 29.
- Hartmann-Wendels, T./Pfungsten, A./Weber, M.: Bankbetriebslehre, Berlin et al. 1998.
- Harz, M./Hub, H.-G./Schlarb, E.: Sanierungs-Management – Unternehmen aus der Krise führen, 2. Aufl., Düsseldorf 1999.
- Harzer, T.: Erfolgreiche Kommunikation in der Krisensituation, in: Bickhoff, N./Blatz, M./Eilenberger, G./Haghani, S./Kraus, K.-J. (Hrsg.): Die Unternehmenskrise als Chance – Innovative Ansätze zur Sanierung und Restrukturierung, Berlin et al. 2004, S. 267 – 285.
- Hedtstück, M.: Private Equity – Buyout-Boom erreicht neuen Höhepunkt, aktuelle Daten aus dem deutschen Mid-Market, in: Finance, Nr. 3/2007, S. 68 – 69.
- Heilmann, D.: Heuschrecken im Streichelzoo, in: Handelsblatt, Nr. 226, erschienen am 22. November 2007, S. 13.
- Hess, H./Fechner, D./Freund, K./Körner, F.: Sanierungshandbuch, 3. Aufl., Berlin 1998.
- Hesse, M.: Blackstone-Boss Schwarzman - Ein Kapitalist aus dem Bilderbuch, in: Süddeutsche Zeitung, Nr. 142, erschienen am 23. Juni 2007, S. 23.
- Hill, C.: Buyout Finanzierungen – Struktur und wesentliche Elemente eines Buyouts, in: Wolf, B./Hill, M./Pfaue, M.: Strukturierte Finanzierungen – Projektfinanzierungen, Buyout-Finanzierung, Asset-backed-Strukturen, Stuttgart 2003, S. 125 – 167.
- Hill, J.M./Kaplan, I.C.: Acquiring a Troubled Company - How to navigate through the Mine Field, in: Securities Data Publishing (Hrsg.): Directory of Buyout Financing Sources, o.O. 1998.
- Hirth, H.: Grundzüge der Finanzierung und Investition, München et al. 2005.
- Hohberger, S./Damlachi, H.: Sanierung im Mittelstand – Expansive bis restriktive Unternehmenssanierung, Sanierungsgutachten und Insolvenzplan, Marburg 2006.
- Hohmann, B.: Fallstricke bei MBO's – Interessenkonflikte zwischen Altgesellschafter, Investoren und Management erfolgreich lösen, in: Venture Capital Magazin, Nr. 7/2004, S. 56 – 57.
- Hommel, U./Feinendegen, S./Wright, M.: Beteiligungskapital in Deutschland auf dem Weg ins neue Jahrtausend, in: 1st Deloitte & Touche Venture Capital and Private Equity Survey, Frankfurt am Main 2001.
- Hornung, K./Reichmann, T./Form, S.: Wertorientierung und KonTraG als Determinanten des Risikomanagements der Metallgesellschaft AG, in: Controlling, Nr. 3/2000, S. 153 – 161.

- Horváth, P.: Controlling, 8. Auflage, München 2002.
- Hummel, T. R.: Controlling: Grundlagen und Instrumente, Heidelberg 1995.
- Huth, J.: KKR steht zu ProSieben und prüft Kapitalspritzen für Investments, in: Thomson Reuters online: <http://de.reuters.com/article/companiesNews/idDEBEE4B R05X20081228>, abgerufen am 30.12.2008.
- Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW), Empfehlungen zur Überschuldungsprüfung bei Unternehmen. Die Fachgutachten und Stellungnahmen des Instituts der Wirtschaftsprüfer auf dem Gebiet der Rechnungslegung und Prüfung FAR 1/1996, Düsseldorf 1996.
- Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW), Wirtschaftsprüfer-Handbuch, Band II, 12. Aufl., Düsseldorf 2002.
- Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW), online: [www.idw.de](http://www.idw.de), abgerufen am 30.10.2006.
- Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW), Wirtschaftsprüfer-Handbuch, Band I, 13. Aufl., Düsseldorf 2006.
- Imboden, C.: Ein Entscheidungsbezogenes Risikohandhabungsverfahren, Bern 1983.
- Industrie- und Handelskammer (IHK): Broschüre zur Prävention und Bewältigung von Unternehmenskrisen - Krisenursachen identifizieren - Strategische und Ertragskrisen - Exogene und endogene Krisenursachen, Frankfurt am Main 2006.
- Janke, G.: Gute Chance zur Stärkung der Internen Revision, in: Zeitschrift für Interne Revision, Nr. 6/1997, S. 313 – 322.
- Jensen, M.C.: Eclipse of the Public Corporation, in: Harvard Business Review, Vol. 5, No. 6/1989, S. 61 – 74.
- Jensen, M.C.: The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, in: The Journal of Finance, Vol. 48, No. 3/1993, S. 830 – 879.
- Jensen, M.C./Meckling, W.: Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4/1976, S. 305 – 360.
- Junker, L.: Equity Carveouts, Agency Costs, and Firm Value, Frankfurt am Main 2005.
- Kaplan, S.N.: The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, in: Journal of Financial Economics, Vol. 24, No. 2/1989, S. 217 – 254.
- Kaplan, S.N.: The Staying Power of Leveraged Buyouts, in: Journal of Financial Economics, Vol. 29, No. 2/1991, S. 287 – 313.

- Kaplan, S.N.: Measuring Manufacturing Performance – A New Challenge for Managerial Accounting Research, in: The Accounting Review, Vol. 58, No. 4/1993, S. 686 – 705.
- Kaplan, S.N./Stein, J.C.: The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure (or, What Went Wrong) in the 1980's, in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 6, No. 1/1993, S. 72 – 88.
- Kaufmann, E. J.: Sonderthemen der Restrukturierung/Sanierung – Interim-Management in der Krise, in Buth, A. K./Hermanns, M. (Hrsg.): Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, München 1998, § 16.
- Keller, R.: Unternehmenssanierung, Berlin 1999.
- Kessler, W./Ortmann-Babel, M./Zipfel, L.: Unternehmenssteuerreform 2008 – Die geplanten Änderungen im Überblick, in: Betriebs-Berater, Vol. 62, Nr. 10/2007, S. 523 – 534.
- Klausmann, W.: Betriebliche Frühwarnsysteme im Wandel, in: Zeitschrift für Führung und Organisation, Nr. 1/1983, S. 39 – 45.
- Kless, T.: Beherrschung der Unternehmensrisiken: Aufgaben und Prozesse eines Risikomanagements, in: Deutsches Steuerrecht, Nr. 3/1998, S. 93 – 96.
- Kley, M.: Geld ist nicht alles – Private Equity: Mehr als reine Finanzierungsleistungen, in: Unternehmer Edition „Private Equity“, Vol. III, Nr. 09/2007, S. 66 – 68.
- Klodt, H./Schmidt, K.-D.: Gewährung von Kurzarbeitsgeld gem. § 63 IV AFG – Expertise im Auftrag der Bundesanstalt für Arbeit, o.O. 1993.
- Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR), online: <http://www.kkr.com>, abgerufen am 19.06.2007.
- KPMG: Private Equity: Insight into Deal Origination, Brochure, Februar 2005.
- KPMG, online: <http://www.kpmg.de/topics/Sarbanes-Oxley.html>, abgerufen am 30.10.2006.
- KPMG: Warnung vor dem Endspiel am Fusionsmarkt, in: Spiegel online: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,494738,00.html>, abgerufen am 30.08.2007.
- KPMG: BilMoG – Reform des Bilanzrechts, online:<http://www.kpmg.de/Themen/2631.htm>, abgerufen am 30.09.2008.
- KPMG: Risikomanagement, online: [http://www.kpmg.de/docs/20080701\\_Risiko-management.pdf](http://www.kpmg.de/docs/20080701_Risiko-management.pdf), abgerufen am 01.01.2009.
- Kramer, J.: Die Welle wird überschwappen, in: Continental Bank (Hrsg.): Management Buyout, Frankfurt am Main 1990, S. 9 – 19.

- Kramer, J./DeRidder, P.: Management Buyout, in: Continental Bank (Hrsg.): Management Buyout, Frankfurt am Main 1990, S. 7 – 8.
- Kraus, A./Litzenberger, R.H.: A state-preference model of optimal financial leverage, in: Journal of Finance, Vol. 28, No. 4/1973, S. 911 – 922.
- Kraus, K.-J./Gless, S.-E.: Sanierungskonzepte und Strategien – Unternehmensrestrukturierung/-sanierung und strategische Neuausrichtung, in: Buth, A./Hermanns, M. (Hrsg.): Restrukturierung, Sanierung, Insolvenz, München 1998, § 4.
- Kraus, K.-J./Haghani, S.: Krisenverlauf und Krisenbewältigung – der aktuelle Stand, in: Bickhoff, N./Blatz, M./Eilenberger, G./Haghani, S./Kraus, K.-J. (Hrsg.): Die Unternehmenskrise als Chance – Innovative Ansätze zur Sanierung und Restrukturierung, Berlin et al. 2004, S. 13 – 37.
- Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW): Eigenkapital für den „breiten“ Mittelstand, Abschlussbericht der Arbeitsgruppe „Eigenkapital für den breiten Mittelstand“, Frankfurt am Main 2003.
- Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), online: <http://www.kfw.de>, abgerufen am 30.09.2007.
- Kropp, M.: Management Buyouts und die Theorie der Unternehmung, Wiesbaden 1992.
- Kruschwitz, L./Löffler, A.: Ein neuer Zugang zum Konzept des Discounted Cashflow, in: Journal für Betriebswirtschaft, Nr. 55/2005, S. 21 – 36.
- Krystek, U.: Reorganisationsplanung, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Nr. 6/1985, S. 583 – 604.
- Krystek, U.: Unternehmenskrisen – Beschreibung, Vermeidung und Bewältigung überlebenskritischer Prozesse in Unternehmen, Wiesbaden 1987.
- Krystek, U.: Neue Controlling-Aufgaben durch neue Gesetze – KonTraG und InsO als Herausforderung für das Controlling, in: Kostenrechnungspraxis, Nr. 3/1999, S. 145 – 151.
- Krystek, U.: Meinungen zum Thema: Risikomanagement, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Nr. 3/2000, S. 276 – 277.
- Kühlmann, K.: Erfolgreiches Risk Management in der Tagungs-, Kongreß- und Messewirtschaft, Karlsruhe 1996.
- Kuhn, G./Uhlenbruck, W.: Konkursordnung, 11. Aufl., München 1998.
- Lachnit, L.: Bilanzanalyse, Wiesbaden 2004.



- Laitenberger, J./Lodowicks, A.: Das Modigliani-Miller-Theorem mit ausfallgefährdetem Fremdkapital, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Vol. 34/2005, S. 145 – 149.
- Laue, K.: Controlling-Aufgaben im Hinblick auf Basel II und das Rating, Schönaich 2002.
- Laux, H.: Risiko, Anreiz und Kontrolle – Principal-Agent-Theorie: Einführung und Verbindung mit dem Delegationswert-Prinzip, Berlin et al. 1990.
- Leary, M.T./Roberts, M.R.: Do firms rebalance their capital structures?, in: Journal of Finance, Vol. 60, No. 6/2005, S. 2575 – 2619.
- Leimbach, A.: Transactions in Corporate Control – An Empirical Investigation of the Nature, Determinants and Effects of Corporate Buyouts, Dissertation, Paderborn 1989.
- Leland, H.E./ Pyle, D.H.: Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, in: Journal of Finance, Vol. 32, No. 2/1977, S. 371 – 387.
- Lenoir, W.: Gestaltung des Exits als begleitender Prozess in der Investitionsphase und der Beteiligungsverwaltung, in: Jugel, S. (Hrsg.): Private Equity Investments – Praxis des Beteiligungsmanagements, Wiesbaden 2003, S. 241 – 246.
- Leopold, G./Frommann, H./Kühr, T.: Private Equity – Venture Capital, Eigenkapital für innovative Unternehmer, 2. Aufl., München 2003.
- Lerner, J.: Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms, in: Journal of Finance, Vol. 50, No. 1/1995, S. 301 – 318.
- Leschke, J.: Exiterfahrungen im deutschen Beteiligungsmarkt, in: Jugel, S. (Hrsg.): Private Equity Investments, Wiesbaden 2003, S. 247 – 256.
- Liesbeskind, J./Wiersema, M./Hansen, G.: LBO's, Corporate Restructuring, and the Incentive-Intensity Hypothesis, in: Financial Management, Vol. 21, No. 1/1992, S. 73 – 88.
- Lobe, S./Essler, W.: Zur Theorie des Discounted Cashflow – Was haben wir seit Modigliani und Miller gelernt?, in: Laitenberger, J./Löffler, A. (Hrsg.): Finanzierungstheorie auf vollkommenen und unvollkommenen Kapitalmärkten – Festschrift für Lutz Kruschwitz zum 65. Geburtstag, München 2008, S. 55 – 78.
- Lorenz, T.: Venture Capital Today, New York, 2. Aufl. 1989.
- Lück, J. T: Management Buyouts – Eine Perspektive aus Sicht eines institutionellen Eigenkapitalgebers, in: Continental Bank: Management Buyout, Frankfurt am Main 1990, S. 65 – 82.

- Lück, W.: Der Umgang mit unternehmerischen Risiken durch ein Überwachungssystem – Anforderungen durch das KonTraG und Umsetzung in der betrieblichen Praxis, in: Der Betrieb, Nr. 39/1998a, S. 1925 – 1930.
- Lück, W.: Elemente eines Risiko-Managementsystems – Die Notwendigkeit eines Risiko-Managementsystems durch den Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG), in: Der Betrieb, Nr. 1/2/1998b, S. 8 – 14.
- Luippold, T.L.: Management Buy-outs – Evaluation ihrer Einsatzmöglichkeiten in Deutschland, Bern et al. 1992.
- Lütjen, G.: Management Buyout, Frankfurt am Main 1992.
- Lutter, M./Hommelhoff, P.: GmbH Gesetz, 14. Aufl., Köln 1995.
- MacMillan, I.C./Siegel, R./Subbanarashima, P.N.: Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals, in: Journal of Business Venturing, Vol. 1, No. 1/1985, S. 119 – 128.
- MacMillan, I.C./Zemann, L./Subbanarashima, P.N.: Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process, in: Journal of Business Venturing, Vol. 2, No. 2/1987, S. 123 – 137.
- Meffert, H.: Marketingmanagement. Analyse – Strategie – Implementierung, Wiesbaden 1994.
- Meffert, H./Walters, M.: Anpassung des absatzpolitischen Instrumentariums in stagnierenden und schrumpfenden Märkten, in: Staehle, W.H./Stoll, E. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Krise – Kontroverse Beiträge zur betriebswirtschaftlichen Krisenbewältigung, Wiesbaden 1984, S. 141 – 151.
- Merchel, R.: Management Buyout und Mitarbeiterbeteiligung als Lösungsansatz für Nachfolgeprobleme, in: Continental Bank: Management Buyout, Frankfurt am Main 1990, S. 37 – 47.
- Messer, S.: Die Identität bewahren – dank oder trotz Private Equity, in: Unternehmer Edition „Private Equity“, Vol. III, Nr. 09/2007, S. 6 – 7.
- Meyer, J.: Benchmarking – Spitzenleistungen durch Lernen von den Besten, Stuttgart 1996.
- Miles, J.A./Ezzell, J.R.: The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life – a clarification, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 15, No. 3/1980, S. 719 – 730.
- Miller, M.H.: Debt and Taxes, in: Journal of Finance, Vol. 32, No. 2/1977, S. 261 – 276.

- Modigliani, F./Miller, M.H.: Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, in: American Economic Review, Vol. 53, No. 3/1963, S. 433 – 443.
- Modigliani, F./Miller, M.H.: The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, in: American Economic Review, Vol. 48, No. 3/1958, S. 261 – 297.
- Moll, W.: Arbeitsrechtliche Aspekte im eröffneten Insolvenzverfahren, in: Schmidt, K./Uhlenbruck, W. (Hrsg.): Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, 3. Aufl., Köln 2003, RN 1319 – 1341.
- Morellec, E.: Can managerial discretion explain observed leverage ratios?, in: Review of Financial Studies, Vol. 17, No. 1/2004, S. 257 – 294.
- Morck, R./Shleifer, A./Vishny, R.W.: Management Ownership and Market Valuation – An Empirical Analysis, in: Journal of Financial Economics, Vol. 20, No. 1-2/1988, S. 293 – 315.
- Mueller, J.M.: Turnaround Investing in One Easy Lesson, in: Secured Lender, No. 55/1999, S. 38 – 46.
- Müller, R.: Krisenmanagement in der Unternehmung – Vorgehen, Maßnahmen und Organisation, 2. Aufl., Frankfurt et al. 1986.
- Müller-Stewens, G./Roventa, P./Bohnenkamp, G.: Wachstumsfinanzierung für den Mittelstand – Ein Leitfaden zur Zukunftssicherung durch Unternehmensbeteiligungen, Stuttgart 1993.
- Murray, G.C.: The Changing Nature of Competition in the UK Venture Capital Industry, in: National Westminster Bank Quarterly Review, November 1991, S. 65 – 80.
- Myers, S.C.: The determinants of corporate borrowing, in: Journal of Financial Economics, Vol. 5, No. 2/1977, S. 147 – 175.
- Myers, S.C.: The capital structure puzzle, in: Journal of Finance, Vol. 39, No. 3/1984, S. 572 – 592.
- Myers, S.C./Majluf, S.N.: Corporate financing and investment decision when firms have information investors do not have, in: Journal of Financial Economics, Vol. 13, No. 2/1984, S. 187 – 221.
- Nathusius, K.: Die Finanzierung der Unternehmensnachfolge mit Beteiligungskapital, in: Schmeisser, W. et al. (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensnachfolge, Stuttgart 2003, S. 348 – 390.

- National Venture Capital Association (NVCA), in: Venture Economics 2001: U.S. Venture Capital returns remain negative but outperform Public Markets, online: <http://www.altassets.com/casefor/countries/2001/nz2787.php>, abgerufen am 26.06.2007.
- Niemann, C.: Informationsasymmetrien beim Unternehmenskauf, Dissertation, Wiesbaden 1995.
- Norton, E./Tenenbaum, B.: Factors Affecting the Structure of Venture Capital Deals, in: Journal of Small Business Management, Vol. 30, No. 3/1992, S. 20 – 29.
- Norton, E./ Tenenbaum, B.: The Effects of Venture Capitalists' Characteristics on the Structure of the Venture Capital Deal, in: Journal of Small Business Management, Vol. 31, No. 4/1993a, S. 32 – 41.
- Norton, E./Tenenbaum, B.: Specialisation versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy, in: Journal of Business Venturing, Vol. 8, No. 5/1993b, S. 431 – 442.
- o.V.: Who is Who in Private Equity, in: The Wallstreet Journal, online: <http://online.wsj.com/public/resources/documents/info-pequity0607-12.html>, abgerufen am 10.08.2007.
- o.V.: Unternehmen und Analysten zufrieden, in: Die Welt, online: [http://www.welt.de/hamburg/article967456/Unternehmen\\_und\\_Analysten\\_zufrieden.html](http://www.welt.de/hamburg/article967456/Unternehmen_und_Analysten_zufrieden.html), abgerufen am 22.06.2007.
- o.V.: Finanzierungsreport: Jahresrückblick: M&A-Aktivitäten, in: Finanz Betrieb, Nr. 2/2007, S. 85 – 86.
- o.V.: Beteiligungsbranche wächst weiter, in: Süddeutsche Zeitung, Nr. 263, erschienen am 15.11.2007, S. 25.
- o.V.: Finanzinvestoren kommen im Mittelstand voran, in: Handelsblatt, Nr. 022, erschienen am 31.01.2007, S. 26.
- o.V.: Sonderbeilage Private Equity, in: Welt am Sonntag, erschienen am 16.10.2006, S. 65.
- Olfert, K./Reichel, C.: Finanzierung, 13. Aufl., Ludwigshafen am Rhein 2005.
- Orlando Management (Orlando), online: <http://www.orlandofund.com/102.0.html>, abgerufen am 18.09.2007.
- Osnabrugge, M.v./Robinson, R.J.: The influence of a Venture Capitalist's source of funds, in: Venture Capital, Vol. 3, No. 1/2001, S. 25 – 39.
- Paffenholz, G.: Exitmanagement – Desinvestitionen von Beteiligungsgesellschaften, Dissertation, Köln 2004.

- Passmann, T.: Private Equity Goes Public, in: Venture Capital Magazin, Nr. 7/2007, S. 12 – 17.
- Paul, S./Stein, S.: Rating, Basel II und die Unternehmensfinanzierung, Köln 2002.
- Paulus, P.-R./Froehlich, A.-J.: Finanzierung mit Mezzanine Kapital, in: Unternehmer Edition „Mezzanine 2007“, Vol. II, No. 3/2007, S. 6 – 7.
- Pauly, M.V.: The Economics of Moral Hazard, in: American Economic Review, Vol. 58, No. 3/1968, S. 531 – 537.
- Peacock, I./Cooper, S. : Private Equity: Implications for Financial Efficiency and Stability, in : Bank of England Quaterly Bulletin, Februar 2000, S. 69 – 76.
- Perez, R. C.: Inside venture capital: past present and future, New York 1986.
- Permira Advisers Ltd. (Permira), online: <http://www.permira.com>, abgerufen am 19.06.2007.
- Perridon, L./Steiner, M.: Finanzwirtschaft der Unternehmung, 12. Aufl. München 2003.
- Phan, P.H./Hill, C.W.: Organizational restructuring and economic performance in leveraged buyouts: An ex post study, in: Academy of Management Journal, Vol. 3, No. 38/1995, S. 704 – 749.
- Picot, A./Freudenberg, H./Gaßner, W.: Management von Reorganisationen – Maßschneidern als Konzept für den Wandel, Wiesbaden 1999.
- Pörlert, A.: Business Reengineering – Restrukturierungen als Allheilmittel? Eine kritische organisationstheoretische Analyse der Gestaltungsvariablen des Business Reengineering Konzepts: Ziele – Inhalte – Methoden, Berlin 2002.
- Porter, M.E.: Competitive Advantage – Creating and Sustaining Superior Performance, New York 1985.
- Porter, M.E.: Wettbewerbsvorteile (Competitive Advantage) – Spitzenleistungen erreichen und behaupten, 6. Aufl., Frankfurt 2000.
- Pratt, S.E.: Guide to Venture Capital Sources, 5th Edition, Wellesley Massachusetts 1981.
- Providence Equity Partners L.L.C. (Providence), online: [http:// www.provequity.com](http://www.provequity.com), abgerufen am 19.06.2007.
- Quintero, R.G.: Acquiring the Turnaround Candidate, in Levine, S. (Hrsg.): The Acquisitions Manual, New York 1989.
- Rahn, T.: Turn Around Indicator – Die Entwicklung eines qualitativen Verfahrens zur Bewertung der Zukunftsfähigkeit von mittelständischen Unternehmen in Turn Around Situationen, München 2006.

- Raiser, T.: Recht der Kapitalgesellschaften, 4. Aufl., München 2006.
- Rappaport, A.: The Staying Power of the Public Corporation, in: Harvard Business Review, No. 1 (January/February) 1990, S. 96 – 104.
- Rappaport, A.: Shareholder Value, Stuttgart 1999.
- Rasche, C.: Wettbewerbsvorteile durch Kernkompetenz – Ein ressourcenorientierter Ansatz, Wiesbaden 1994.
- Ravenscraft, D.J./Long, W.F.: The Financial Performance of Whole Company LBOs, Economic Studies Working Paper, 1993.
- Reichel, R./Weitnauer, W.: Der Börsengang, in: Weitnauer, W. (Hrsg.): Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang, 2. Aufl., München 2001, S. 379 – 426.
- Reilly, F.K./Hatfield, K.: Further evidence on short-run results for new issue investors, in: Journal of Finance & Quantitative Analysis, Vol. 1, No. 1/1973, S. 83 – 90.
- Reilly, F.K./Hatfield, K.: Investor experience with new stock issues, in: Financial Analysts Journal, Vol. 25, No. 5/1969, S. 73 – 80.
- Renz, M.: Signifikanter Anstieg bei Exits und Buyout-Investitionen, in: Venture Capital Magazin, Nr. 03/2007, S. 10 – 14.
- Rhein, T.: Der Interessenkonflikt der Manager beim Management Buyout, München 1996.
- Richter, W./Rettig, J./Englisch, P.: Wege zum Wachstum - Volkswirtschaftliche Impulse durch innovative Unternehmensfinanzierung, Ernst & Young Studien, online: [http://www.ey.com/global/content/Germany/Studien\\_-\\_Wege\\_zum\\_Wachstum\\_2005](http://www.ey.com/global/content/Germany/Studien_-_Wege_zum_Wachstum_2005), abgerufen am 10.11.2007.
- Robichek, A.A./Myers, S.C.: Conceptual problems in the use of risk-adjusted discount rates, in: Journal of Finance, Vol. 21, No. 4/1966, S. 727 – 730.
- Rösch, M.: Steigende Bewertungen helfen Private Equity – Ausstieg via Börse denkbar, in: Finanz und Wirtschaft, Nr. 72, erschienen am 10.09.2003, S. 19.
- Roland Berger Studies: Private Capital in Deutschland – Aktuelle Entwicklung und Ausblick, Berlin, 23.03.2006.
- Ross, S.: The determination of financial structure: the incentive-signalling approach, in: Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1/1977, S. 23 – 40.
- Rudolph, B.: Kreditsicherheiten als Instrumente zur Umverteilung und Begrenzung von Kreditrisiken, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 36. Jahrgang, 1984, S. 16 – 43.

- Rühli, E.: Die Resource-based View of Strategy, in: Gomez, P./Hahn, D./Müller-Stewens, G./Wunderer, R. (Hrsg.): Unternehmerischer Wandel – Konzepte zur organisatorischen Erneuerung, Wiesbaden 1994, S. 31 – 33.
- Ruhnka, J.C./Feldmann, H.D./Dean, T.J.: The „Living Dead“ phenomenon in Venture Capital investments, in: Journal of Business Venturing, Vol. 7, No. 2/1992, S. 137 – 155.
- Sahlmann, W.A. : The Structure and Governance of Venture Capital Organizations, in : Journal of Financial Economics, Vol. 27, No. 2/1990, S. 473 – 521.
- Sapienza, H.J./Manigart, S./Vermeir, W.: Venture capitalist governance and value added in four countries, in: Journal of Business Venturing, Vol. 11, No. 6/1996, S. 439 – 469.
- Schäfer, D.: Finanzinvestoren greifen schnell in die Kasse, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 92, erschienen am 21.04.2005, S. 21.
- Schäfer, D: Private Equity auf die deutsche Art, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 101, erschienen am 02.05.2007, S. 17.
- Scharpf, P./Luz, G.: Risikomanagement, Bilanzierung und Aufsicht von Finanzderivaten, 2. Aufl., Stuttgart 2000.
- Schefczyk, M.: Finanzieren mit Venture Capital und Private Equity – Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler, 2. Aufl., Stuttgart 2006.
- Schefczyk, M.: Forschungsergebnisse zu Venture Capital: Normative Implikationen und Ansatzpunkte für die weitere Forschung, in: Buttler, G./Herrmann, H./Scheffler, W./Voigt, K.-I. (Hrsg.): Existenzgründung – Rahmenbedingungen und Strategien, Heidelberg 2000, S.83 – 111.
- Schell, J.M. : Private Equity Funds – Business Structure and Operations, New York 1999.
- Schertler, A.: Venture Capitalists Investment Incentives Under Public Equity Schemes, Kiel 2002, erschienen im Rahmen der Kieler Arbeitspapiere, Folge 1117.
- Schiereck, D./Stienemann, M.: Desinvestitionsmanagement am Beispiel Hoechst AG/Aventis S.A., in: Festel, G./Schiereck, D. (Hrsg.): Die Alchemie von Buyouts – Management Buyouts in der Chemie- und Pharmaindustrie, Aachen 2003, S. 15 – 37.
- Schilz, W.K.: Dream Makers and Deal Breakers – Inside the Venture Capital Industry, Englewood Cliffs 1991.

- Schmeisser, W./Grothe, J.: Aspekte der Unternehmensnachfolge im Mittelstand – Eine Herausforderung, in: Schmeisser, W./Krimphove, D./Nathusius, K. (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensnachfolge – Recht - Basel II und Rating - Finanzierung – Fallbeispiele, Stuttgart 2003, S. 3 – 7.
- Schmeisser, W.: Venture Capital und Neuer Markt als strategische Erfolgsfaktoren der Innovationsförderung, in: Finanz Betrieb, Nr. 3/2000, S. 189 – 193.
- Schmid, H.: Leveraged Management Buyout – Begriff, Gestaltung, optimale Kapitalstruktur und ökonomische Bewertung, Frankfurt am Main 1994.
- Schmidt, K.: Ökonomische Analyse des Insolvenzrechts, Wiesbaden 1980.
- Schmidt, K.: Gesellschaftsrecht, München 1997.
- Schmidt, K.: Sanierungsbemühungen, Insolvenzantragspflicht und Risiken bei Fehlverhalten in der Krise, I. Sanierungsbemühungen und sog. Insolvenzantragspflicht sowie II. Haftungsrisiken, in: Schmidt, K./Uhlenbruck, W.(Hrsg.): Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Köln, 3. Aufl., 2003a, RN 682 – 685 sowie RN 685 – 692.
- Schmidt, K.: Die GmbH im Insolvenzeröffnungsverfahren, IV. Überschuldung, in: Schmidt, K./Uhlenbruck, W. (Hrsg.): Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, 3. Aufl., Köln 2003b, RN 849 – 858.
- Schmidt, K.: Die GmbH im eröffneten Insolvenzverfahren, A. Das Verhältnis von Insolvenzrecht und Gesellschaftsrecht, in: Schmidt, K./Uhlenbruck, W.(Hrsg.): Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Köln, 3. Aufl., 2003c, RN 1178 – 1189.
- Schmidt, K.: Aufgaben und Haftung des Insolvenzverwalters, Übertragende Sanierung im Insolvenzverfahren, in: Schmidt, K./Uhlenbruck, W. (Hrsg.): Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, 3. Aufl., Köln 2003d, RN 1278 – 1279.
- Schmidt, K./Uhlenbruck, W.: Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, 3. Aufl., Köln 2003.
- Schmidtke, A.: Praxis des Venture Capital Geschäfts, Landsberg am Lech 1985.
- Schreyögg, G.: Krisenmanagement: Theoretische Grundlagen und praktische Maßnahmen, in: Heintzen, M./Kruschwitz, L. (Hrsg.): Unternehmen in der Krise, Ringvorlesung der Fachbereiche Rechts- und Wirtschaftswissenschaften der Freien Universität Berlin im Sommersemester 2003, Berlin 2004, S. 13 – 36.
- Schröder, C.: Strategien und Management von Beteiligungsgesellschaften – Ein Einblick in Organisationsstrukturen und Entscheidungsprozesse von institutionellen Eigenkapitalinvestoren, Baden-Baden 1992.



- Schulte, C.: Corporate Finance – Die aktuellen Konzepte und Instrumente im Finanzmanagement, München 2006.
- Schulze-Osterloh, J.: Rangrücktritt, Besserungsschein, Eigenkapital ersetzende Darlehen – Voraussetzungen, Rechtsfolgen, Bilanzierung, in: Die Wirtschaftsprüfung (WPG), Nr. 3/1996, S. 97 – 104.
- Sharp, G.: Buyouts – A Guide for the Management Team, London 2003.
- Sharpe, W.: Capital Asset Prices – A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: Journal of Finance, Vol. 19, No. 3/1964, S. 425 – 442.
- Shleifer, A./Vishny, R.W.: Value maximization and the acquisition process, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 1/1988, S. 7 – 20.
- Shyam-Sunder, L./Myers, S.C.: Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 51, No. 2/1999, S. 219 – 244.
- Siemes, M.: Going Private unter Beteiligung von Finanzinvestoren in Deutschland, Dissertation, Wiesbaden 2003.
- Singh, A.J.: Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts, in: Journal of Financial Economics, Vol. 27, No. 1, September 1990, S. 143 – 164.
- Smit, H.T./De Maeseneire, W.: The role of investor capabilities in public-to-private transactions, Working Paper Series Ghent University, No. 05/290, January 2005.
- Smith, C.W.: Investment Banking and the Capital Acquisition Process, in: Journal of Financial Economics, Vol. 15, No. 1-2/1986, S. 3 – 29.
- Smith, C.W./Warner, J.B.: On Financial Contracting – An Analysis of Bond Covenants, in: Journal of Financial Economics, 53. Jahrgang, 1979, S. 117 – 161.
- Sonntag, A.D.: Die Politik der Finanzierungsinstitutionen bei Management Buyouts, in: Continental Bank (Hrsg.): Management Buyout, Frankfurt am Main 1990, S. 21 – 47.
- Sparkassen-Finanzgruppe, diverse Schriften zum Mittelstand, online:[http://www.sparkassen-finanzengruppe.de/owx\\_1\\_49\\_1\\_6\\_0\\_0000000000000000.html?ausgabe=presseforum\\_de&lim\\_start=20&id=577&aktion=mehr; abgerufen am 15.10.2006](http://www.sparkassen-finanzengruppe.de/owx_1_49_1_6_0_0000000000000000.html?ausgabe=presseforum_de&lim_start=20&id=577&aktion=mehr; abgerufen am 15.10.2006).
- Spence, M.: Job Market Signalling, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 87, No. 3/1973, S. 355 – 374.
- Spremann, K.: Wirtschaft, Investition und Finanzierung, 5. Aufl., München 1996.
- Stabell, C.B./Fjeldstad, O.D.: Configuring for Competitive Advantage – On Chains, Shops and Networks, in: Strategic Management Journal, Vol. 19, No. 5/1998, S. 413 – 437.

- Stahle, W.H.: Management, 6. Aufl., München 1991.
- Statistisches Bundesamt, online: <http://www.destatis.de/basis/d/insol/insoltab1.htm>, abgerufen am 30.11.2008.
- Stratz, R.-C./Klug, K.: Due Diligence, in: Hettler, S./Stratz, R./Hörtnagel, R. (Hrsg.): Unternehmenskauf, München 2003, S. 83 – 120.
- Strebulaev, I.A.: Do tests of capital structure theory mean what they say?, in: Journal of Finance, Vol. 62, No. 4/2007, S. 1747 – 1787.
- Sudarsanam, S.: Creating Value from Mergers and Acquisitions: the challenges: An integrated and international perspective, Harlow 2003.
- Sweeting, R.C.: UK Venture Capital Funds and the Funding of New Technology-Based Businesses, Journal of Management Studies, Vol. 28, No. 6/1991, S. 601 – 622.
- Sweeting, R.C./Wong, C.F.: A UK “hands-off” venture capital firm and the handling of post-investment investor-investee relationships, in: Journal of Management Studies, Vol. 34, No. 1/1997, S. 125 – 152.
- Temple, P.: Private Equity – Examining the new conglomerats of European business, New York 1999.
- Terberger, E.: Der Kreditvertrag als Instrument zur Lösung von Anreizproblemen – Fremdfinanzierung als Principal/Agent-Beziehung, Heidelberg 1987.
- The Blackstone Group L.P. (Blackstone), online: [http://www.blackstone.com/private\\_equity/investment.html](http://www.blackstone.com/private_equity/investment.html), abgerufen am 18.06.2007a.
- The Blackstone Group L.P. (Blackstone), online: <http://www.blackstone.com>, abgerufen am 19.06.2007b.
- The Carlyle Group L.L.C. (Carlyle), online: <http://www.thecarlylegroup.com>, abgerufen am 19.06.2006.
- Thiele, H./Wambach, A.: Agency Costs and Wealth Effects in the Principal Agent Model, Discussion Papers, Fakultät für Volkswirtschaftslehre München, München 1998.
- Thommen, J.-P.: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre: Eine umfassende Einführung aus managementorientierter Sicht, Zürich 1991.
- Thomson Financial: Database, online: [http://www.thomson.com/content/financial/brand\\_overviews/Buyouts\\_Newsletter](http://www.thomson.com/content/financial/brand_overviews/Buyouts_Newsletter), abgerufen am 25.06.2007.
- Tobler, S.: Financial Engineering – Die Suche nach innovativen MBO-Finanzierungsstrukturen, in: Krebs, A.E./Studer, T. (Hrsg.): Management Buyout, Zürich 1998, S. 39 – 77.

- Toll, D.M./Zhu, C./Hedberg, T./Galante, S.P.: Private Equity Partnership Terms and Conditions, Asset Alternatives, Wellesley Massachusetts 1999.
- Treptow, T.M.: Fokus Private Equity – Zur Existenz eines deutschen Venture Capital-Marktes, in: Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen, Nr. 46/1998, S. 515 – 523.
- Turnheim, G.: Sanierungsstrategien – Mit strategischer Planung aus der Unternehmenskrise, Wien 1988.
- Tyebjee, T.T./Bruno, A.V.: Venture Capital Decision Making, in: Vesper, K.H.: Frontiers of Entrepreneurship Research, Wellesley Massachusetts 1981, S. 281 – 320.
- Tyebjee, T.T./Bruno, A.V.: A Model of Venture Capital Investment Activity, in: Management Science, Vol. 30, No. 3/1984, S. 1051 – 1066.
- Uhde, A.: Buyout – warum nicht? in: Venture Capital Magazin, Nr. 6/2004, S. 70 – 71.
- Uhlenbruck, W.: Sanierung und Organisation als drittes Insolvenzverfahren in einem zukünftigen Recht, in: Zeitschrift für Insolvenzrecht (KTS) 1981, S. 513 u. S. 534.
- Uhlenbruck, W.: Das neue Insolvenzrecht, Herne 1994a.
- Uhlenbruck, W.: Probleme des Eröffnungsverfahrens nach dem Insolvenzrechts-Reformgesetz, in: Zeitschrift für Insolvenzrecht (KTS) 1994b.
- Uhlenbruck, W.: Das neue Insolvenzrecht als Herausforderung für die Beratungspraxis, in: Betriebs-Berater, 53. Jahrgang, Nr. 40/1998, S. 2009 - 2010.
- Uhlenbruck, W.: Krisenvermeidung, Krisenfrüherkennung und Krisenbewältigung, I. Die Insolvenzordnung im Praxistest, in: Schmidt, K./Uhlenbruck, W. (Hrsg.): Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, Köln, 3. Aufl., 2003, RN 1 – 19.
- Van Horne, J.C.: Financial Management and Policy, 11. Aufl., New Jersey 1998.
- Varian, H.R.: Grundzüge der Mikroökonomik, München 1999.
- Vest, P.: Der Verkauf von Konzernunternehmen durch Management Buyout, Dissertation, Wiesbaden 1995.
- Wall, F.: Betriebswirtschaftliches Risikomanagement im Lichte des KonTraG, in: Lange, K.W./ Wall, F. (Hrsg.): Risikomanagement nach dem KonTraG – Aufgaben und Chancen aus betriebswirtschaftlicher Sicht, München 2001, S. 207 – 235,
- Walsh, R.: Empirical Evidence on the Impact of Large Management Buyouts on Federal Tax Revenue, in: The Mid-Atlantic Journal of Business, Vol. 35, No. 3/1999, S. 25 – 31.
- Wegner, C.: Buyout-Wertsteigerungstypen – Eine empirische Untersuchung der Growth Buyouts in Deutschland, Dissertation, Witten-Herdecke 2004.

- Wellensiek, J.: Krisenvorsorge und Krisenmanagement, I. Krisenvermeidung sowie III. Kapitalausstattung, in Schmidt, K./Uhlenbruck, W. (Hrsg.): Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, 3. Aufl., Köln 2003, RN 32 – 36 sowie RN 37 – 55.
- Welter, A.: Arques – The turnaround investor – Initiate coverage with a Buy, in: Global Markets Research, Deutsche Bank, London 2007.
- Williamson, M./Francis, S.: The importance of optimal capital structure, in: Euromoney, No. 391/2001, S. 2.
- Werres, T.: Zielpunkt Ludwigshafen, in: Manager-Magazin, Nr. 6/2007, S. 73 – 79.
- Wittig, A.: Kredite und Kreditsicherheiten im eröffneten Insolvenzverfahren, in: Schmidt, K./Uhlenbruck, W. (Hrsg.): Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, 3. Aufl., Köln 2003, RN 1459 – 1562.
- Wöhe, G.: Bilanzierung und Bilanzpolitik, 9. Aufl., München 1997.
- Wright, M./Hoskisson, R.E./Busenitz, L.W.: Firm XIX rebirth: Buyouts as facilitators of strategic growth and entrepreneurship, in: Academy of Management Executive, Vol. 15, No. 1/2001, S. 111 – 125.
- Wright, M./Robbie, K.: Venture Capital and Private Equity – A Review and Synthesis, in: Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 25, No. 5-6/1998, S. 521 – 570.
- Wright, M./Thompson, S./Robbie, K./Wong, P.: Management Buyouts in the Short and in the Long Term, in: Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 22, No. 4/1995, S. 461 – 482.
- Wright, M./Wilson, N./Robbie, K.: The Longer Term Effects of Management Buyouts, Nottingham 1997.
- Zacharakis, A.L./Meyer, G.D.: A Lack of Insight – Do Venture Capitalists really understand their own decision process, in: Journal of Business Venturing, Vol. 13, No. 1/1998, S. 57 – 76.
- Zemke, I.: Strategische Erfolgsfaktoren von Venture Capital- bzw. Private Equity-Gesellschaften, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Nr. 51/1998, S. 212 – 215.
- Zimmermann, F.M.: The Turnaround Experience, New York 1991.
- Züchner, P.: Marktzyklus von Private Equity – Zeithorizonte und Anlegerverhalten, in: Absolut Report – Alternative Investments Information, Nr. 29, 12/2005, S. 18 – 27.
- Züchner, P.: Private Equity – Teilmärkte, Engpässe und Marktzyklus, Academic Readings on Private Equity, Berlin 2006.