

Johannes Blome-Drees / Reiner Rang

Private Equity-Investitionen in deutsche Unternehmen und ihre Wirkungen auf die Mitarbeiter

Eine konzeptionelle und empirische Analyse

Dokumentation auf der Grundlage von leitfadengestützten Interviews mit Aufsichts- und Betriebsräten der Edscha AG im Herbst 2005 im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung

Auf einen Blick ...

- Der Fall Edscha macht deutlich, dass der erste Einstieg eines Finanzinvestors ins Unternehmen für Beschäftigte und Unternehmen häufig viele positive Entwicklungen fördert, während ein anschließender Secondary Buy Out sehr viel kritischer zu sehen ist.
- Die Untersuchung zeigt auch, dass der Erfolg einer Zusammenarbeit mit Finanzinvestoren maßgeblich davon abhängt, wie sich das Unternehmen während der Beteiligungsdauer entwickelt: Sobald die Finanzinvestoren ihre finanziellen Ziele gefährdet sehen, kommt es beinahe zwangsläufig zu Konflikten mit den Interessen der Beschäftigten.
- Im Falle konjunktureller Einbrüche verschärft sich der Druck auf das Unternehmen zusätzlich dadurch, dass Finanzinvestoren ihren Kapitalgebern überdurchschnittlich hohe Renditen versprochen haben und bei sinkenden Umsätzen ein erhöhter Kapitaldienst für die beim Erwerb aufgenommenen Schulden erbracht werden muss.
- Eine wesentliche Erkenntnis der Arbeitnehmervertreter im Aufsichts- und Betriebsrat besteht darin, dass die rechtzeitige und umfassende Information über die neuen Eigentümer zu den entscheidenden Erfolgsfaktoren im Umgang mit Finanzinvestoren gehört. Dabei sollten sich die Interessenvertreter auch nicht scheuen, externen Rat einzuholen.

Vorwort

Während Beteiligungskapital in den anglo-amerikanischen Ländern seit vielen Jahren aktiv ist, hat sich in Deutschland erst langsam eine breite Debatte über seine Chancen und Risiken entwickelt, angetrieben durch eine wachsende Zahl spektakulärer Unternehmenskäufe.

Nicht nur viele Beschäftigte betrachten das Phänomen skeptisch, weil sie fürchten, dass ihre Arbeitsplätze dem wachsenden Effizienzdruck nicht standhalten werden. Auch die Deutsche Bundesbank und verschiedene Wissenschaftler beobachten mit wachsender Sorge offensichtliche Schwächen des Systems. So urteilte kürzlich Uwe H. Schneider, Professor für Wirtschaftsrecht an der Technischen Universität Darmstadt und Direktor des Instituts für Kreditrecht an der Universität Mainz, in einem Interview mit dem *Spiegel* vom 18.09.2006: „Rechtswidrig sind diese Machenschaften nicht. Aber was im Einzelfall rechtmäßig ist, kann in der Masse systemwidrig sein. Es handelt sich um typisches Marktversagen und missbräuchliche Verwendung individueller Rechte“.

Demgegenüber versprechen sich vor allem mittelständische Unternehmen die Erschließung neuer Finanzierungsquellen und berichten von der erfolgreichen Zusammenarbeit mit einem Finanzinvestor. Neben der Überlassung von Kapital für geplante Expansionen loben sie den strategischen Beitrag der neuen Eigentümer zum Erfolg des Unternehmens.

Um diese vermeintlichen oder tatsächlichen Widersprüche aufzulösen, haben wir aus leitfadengestützten Interviews mit Arbeitnehmervertretern in Aufsichts- und Betriebsräten sowie dem Management in Unternehmen mit einem Finanzinvestor Fallbeispiele entwickelt. Hier kommen Ansichten und Einsichten derjenigen zur Sprache, die von dem Unternehmenskauf direkt betroffen sind. Soweit vorhanden, haben wir hierzu auch wesentliche finanzwirtschaftliche Daten des Unternehmens herangezogen, um die materiellen Konsequenzen für die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu belegen.

Die vorliegende Dokumentation ist Teil dieser Reihe. Wir werden die Reihe fortlaufend ergänzen mit dem Ziel, jenseits von Emotionen sachlich über die Hintergründe aufzuklären und über die tatsächlichen Aktivitäten von Finanzinvestoren zu informieren.

Alexandra Krieger

Hans-Böckler-Stiftung
Leiterin Referat Wirtschaft I

Die Autoren

Dr. rer. pol. Johannes Blome-Drees

Dr. Blome-Drees ist Lehr- und Forschungsbeauftragter im Seminar für Genossenschaftswesen der Universität zu Köln, wo er bereits von 1992 bis 2004 als wissenschaftlicher Mitarbeiter von Prof. Dr. Dr. h.c. Jürgen Zerche und Prof. Frank Schulz-Nieswandt gearbeitet hat. In der Literatur ist er ausgewiesen in Fragen der theoretischen und empirischen Forschung von Genossenschaften. Zahlreiche Veröffentlichungen finden Sie im Internet unter <http://www.uni-koeln.de/wiso-fak/genosem/team/blome.htm>.

Seit dem 01.07.2005 ist Herr Dr. Blome-Drees Vorstand der DNI Beteiligungen AG in Köln.

Reiner Rang

Reiner Rang, Dipl.-Volkswirt, arbeitet als selbstständiger Berater, Bilanzanalyst und Seminaranbieter. Er hat sich auf betriebswirtschaftliche Themen für betriebliche Interessenvertreter spezialisiert. Von ihm sind mehrere Studien im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung erschienen, u. a. zur Qualität von Lageberichten sowie zur Publizität von Vorstandsvergütungen.

INHALTSVERZEICHNIS

1. VORBEMERKUNG	5
2. DENKEN UND HANDELN VON FINANZINVESTOREN	11
2.1 WAS IST EIN FINANZINVESTOR, UND WAS IST PRIVATE EQUITY?	11
2.2 RENDITEORIENTIERUNG VON FINANZINVESTOREN	19
2.3 ANALYSE DES WERTSTEIGERUNGSPOTENTIALS VON UNTERNEHMEN	22
2.4 DIE BESICHERUNG DES AUFGENOMMENEN FREMDKAPITALS	25
2.5 DIE BESONDERE BEDEUTUNG DER FINANZIERUNG FÜR FINANZINVESTOREN	26
2.6 INFORMATION UND BETEILIGUNG DER ORGANE DER BETRIEBSVERFASSUNG	31
3. EMPIRISCHE ERGEBNISSE IN FORM FALLBEZOGENER WIRKUNGSANALYSEN	34
3.1 DER FALL EDSCHA	34
3.1.1 KURZER HISTORISCHER ÜBERBLICK	34
3.1.2 ABWICKLUNG DES BETEILIGUNGSERWERBS DURCH DEN GESCHÄFTSFÜHRER HORST KUSCHETZKI UND DIE AUSLÄNDISCHEN FINANZINVESTOREN PCI-PARCOM, FLINT ECHO UND NATWEST	35
3.1.2.1 AUSWIRKUNGEN DER ÜBERNAHME AUF DIE FINANZIELLE UND GESCHÄFTSPOLITISCHE ENTWICKLUNG DER EDSCHA AG	36
3.1.3 KAUF DER EDSCHA-ANTEILE DURCH DEN FINANZINVESTOR THE CARLYLE GROUP	38
3.1.3.1 AUSWIRKUNGEN DER ÜBERNAHME AUF DIE GESCHÄFTSPOLITISCHE ENTWICKLUNG UND DIE MITARBEITER DER EDSCHA AG	40
3.1.4 ZUSAMMENFASSENDER BEWERTUNG	44
4. ZUSAMMENFASSUNG DER KONZEPTIONELLEN UND EMPIRISCHEN ERKENNTNISSE	46
LITERATURVERZEICHNIS	51
ANHANG: INTERVIEW-LEITFADEN	55

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Finanzierungsrelevante Segmente des Kapitalmarktes	11
Abbildung 2: Finanzierungsphasen eines Unternehmens	13
Abbildung 3: Investitionsformen in Private Equity	14
Abbildung 4: Geschäftsmodell eines Finanzinvestors	16
Abbildung 5: Wertschöpfungskette des PE-Investitionsprozesses	19
Abbildung 6: Leverage-Effekt	26
Abbildung 7: Entwicklung der IRR	27
Abbildung 8: Beispiel für einen Dividend-Recap	28

1. Vorbemerkung

Früher hieß es: Wenn es der Wirtschaft gut geht, dann geht es auch den Menschen gut. Heute geht es der Wirtschaft gut, viele Menschen fühlen sich jedoch schlecht. Die Menschen erleben, dass immer weniger Firmen ihre Arbeitskraft wollen und dass Deutschland gleichzeitig immer mehr ausländisches Kapital anlockt. Angesichts schwacher Kapitalmärkte und niedriger Zinsen setzen ausländische Finanzinvestoren auf lukrative Firmenkäufe. Sie kaufen Unternehmen und versuchen deren Wert so schnell wie möglich zu steigern. Die Gewinne der Finanzinvestoren beruhen dabei nicht selten auf einem Abbau von Arbeitsplätzen und Sozialleistungen sowie Lohnsenkungen, wie Kritiker anmerken.¹ Allerdings sorgen ausländische Finanzinvestoren überhaupt erst dafür, dass Unternehmen Risikokapital erhalten, um Produkte an den Markt zu bringen, wettbewerbsfähiger zu werden und sich gegen nationale und internationale Konkurrenz zu behaupten. Die Strategien ausländischer Finanzinvestoren richten sich danach eben nicht auf das Auszehren bzw. die Zerschlagung von Unternehmen, sondern können durch die Förderung von Innovationen und Wachstum Arbeitsplätze retten und schaffen, wie Branchenvertreter argumentieren.²

Wie sind nun - angesichts dieser kontroversen Sichtweisen - die Argumente der beteiligten Akteure angemessen zu beurteilen? Bei der Beantwortung dieser Frage ist zunächst zu berücksichtigen, dass die Art und Weise, wie in den letzten Monaten die so genannte Heuschrecken-Debatte geführt wurde, nur möglich war, weil die Private Equity-Branche selbst die Öffentlichkeit in den letzten Jahren sträflich vernachlässigt hat.³ Zwar gibt es eine ganze Reihe empirischer Untersuchungen, an denen einzelne Unternehmen teilgenommen haben; es ist bis heute aber keine repräsentative, wissenschaftlichen Maßstäben genügende Untersuchung über die volkswirtschaftlichen Effekte von Private Equity-Investitionen durchgeführt worden. Untersuchungen haben gezwungenermaßen immer nur auf Beispielen einzelner Fonds und Gesellschaften aufgebaut und sind daher nur beschränkt aussagekräftig. Nötig wäre hingegen gewesen, nicht nur wenige, sondern eine repräsentative Anzahl und Auswahl von Private Equity-Gesellschaften an Erhebungen zu beteiligen und nicht nur

¹ Vgl. Rügemer, W.: Investitionen ohne Arbeitsplätze, in: WSI-Mitteilungen, Heft 1, 2005, S. 49-54, hier S. 52.

² Vgl. European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA): Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe, Zaventem 2001, S. 3; Coopers & Lybrand (Hrsg.): Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, Frankfurt am Main 2005, S. 14.

³ Vgl. Becker, W.: Die Wohltäter, in: Börsen-Zeitung, Nr. 232 vom 08.12.2005, S. 9.

einzelne Teile, sondern deren gesamtes Portfolio in die Untersuchungen einzubeziehen.⁴

Wenn die Private Equity-Branche, wie sie immer betont, positive volkswirtschaftliche Effekte zeitigt, warum hat sie es dann bislang nicht zugelassen, diese wissenschaftlich fundiert untersuchen zu können, sondern sich stattdessen einem öffentlichen Zugang verschlossen? Die gesamte Volkswirtschaft könnte profitieren, wenn wir – auf fundierter Basis – eine öffentliche Debatte über diese Form der Unternehmensbeteiligung hätten. Tatsache ist jedoch, dass das Bild von Private Equity nicht nur in der breiten Öffentlichkeit unscharf ist, sondern dass Private Equity auch im Bereich der deutschen Wirtschaft nicht so bekannt ist, wie man mit Blick auf andere Länder vermuten würde. In der Tat zeigt bereits ein Blick in das europäische Ausland, dass der Einfluss von Finanzinvestoren in Deutschland gesamtwirtschaftlich gesehen noch relativ gering ist. So betragen die Investitionen der Finanzinvestoren hierzulande im Jahr 2004 nur 0,24 Prozent des BIP, während sie im europäischen Durchschnitt bei 0,36 Prozent lagen.⁵ In Großbritannien lagen die Investitionen bei 0,85 Prozent und auch in den vergleichsweise weniger stark marktwirtschaftlich geprägten Volkswirtschaften Schwedens und Frankreichs noch bei 0,38 Prozent bzw. 0,27 Prozent des BIP.⁶ Dass sich der Private Equity-Markt in Deutschland noch nicht voll entfaltet hat, offenbaren auch die Mittelzuflüsse zu Private Equity-Fonds im europäischen Vergleich. In Deutschland lag der Zufluss in den letzten Jahren zumeist unter 15 Prozent der in Europa insgesamt zusätzlich investierten Mittel.⁷

Was das Engagement von Finanzinvestoren anbelangt, hat Deutschland daher noch erhebliches Nachholpotenzial und man rechnet damit, dass Private Equity-Investitionen in Deutschland in den nächsten Jahren erheblich zunehmen werden. Dies zeigen auch die Ergebnisse einer aktuellen Studie des Wirtschaftsprüfungsunternehmens Ernst & Young, die den deutschen Private Equity-Markt untersucht.⁸ Nachdem vor dem Hintergrund der verhaltenen konjunkturellen Entwicklung und der schlechten Börsenstimmung sowohl die Mittelbeschaffung der Private Equity-Fonds als auch die Investitionen in Beteiligungs-

⁴ Vgl. Achleitner, A.: Vom Guten der Heuschrecken-Debatte, in: Die Betriebswirtschaft, 65. Jahrgang, 2005, S. 327-330, hier S. 328.

⁵ Vgl. o. V.: Private-Equity-Häuser schwimmen im Geld, in: Börsen-Zeitung, Nr. 114 vom 17.06.2005, S. 11.

⁶ Vgl. o. V.: Heuschreckendiskussion ist inkonsequent und kontraproduktiv, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 142 vom 22.06.2005, S. 22.

⁷ Vgl. Berens, W., Brauner, H. U., Nevries, P.: Denken und Handeln von Finanzinvestoren – Ein Überblick, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 115-120, hier S. 115.

⁸ Vgl. Ernst & Young Transaction Advisory Services: German Private Equity Activity, Frankfurt am Main 2005.

kapital in den vergangenen Jahren absolut zurückgegangen waren, sind beide Größen jeweils in den letzten beiden Jahren erheblich angestiegen. Während das Investitionsvolumen im Jahr 2003 noch bei 13,6 Milliarden Euro lag, investierten Finanzinvestoren im Jahr 2004 bereits 23,5 Milliarden Euro.⁹ Im ersten Halbjahr 2005 erreichten die Private Equity-Investitionen in deutsche Unternehmen mit 12,9 Milliarden Euro verglichen mit den Vorjahren einen neuen Höchststand. Gleichzeitig ging die Anzahl der durchgeführten Transaktionen von 69 auf 53 zurück. Die Rekordsumme ist daher vor allem auf eine sehr große Transaktion zurückzuführen: den Verkauf der Viterra AG an den britischen Finanzinvestor Terra Firma für sieben Milliarden Euro. Größere Transaktionen im ersten Halbjahr 2005 stellten auch der Verkauf der Ruhrgas Industries GmbH an CVC Capital (1,5 Milliarden Euro) und der Verkauf der GEHAG GmbH an Oaktree Capital (0,9 Milliarden Euro) dar. Diese Beispiele zeigen, dass sich ausländische Finanzinvestoren auf großvolumige Transaktionen konzentrieren. An keiner der sieben größten Transaktionen des ersten Halbjahres 2005 war ein deutscher Investor beteiligt.¹⁰ Gerade ausländischen Finanzinvestoren stehen immer größere Summen zur Verfügung, die in Unternehmensbeteiligungen investiert werden müssen. Im ersten Halbjahr dieses Jahres sammelten die Private Equity-Fonds nach Zahlen des Marktbeobachters Thomson Financial auf der ganzen Welt 79 Milliarden Dollar ein – fast doppelt soviel wie im gesamten Jahr 2004. Anders als in den USA und Großbritannien gibt es in Deutschland noch zahlreiche günstig zu erwerbende Unternehmen mit attraktiven Entwicklungschancen. Der deutsche Private Equity-Markt ist aus Sicht der ausländischen Finanzinvestoren noch lange nicht ausgereizt. Er verspricht sowohl hohes Wachstumspotential als auch hohe Kapitalrenditen. Ein nicht unerheblicher Teil der Fondsgelder wird nach Ansicht von Branchenexperten daher nach Deutschland fließen.¹¹

Wer sind nun die Investoren hinter den Private Equity-Gesellschaften? Es sind Pensionsfonds, Stiftungen, Versicherungen, Banken und andere Kapitalsammelstellen, die der langfristigen Vorsorge ihrer Mitglieder und Kunden verpflichtet sind und daher längerfristige renditestarke Anlagen suchen.¹² Während es aber in den USA für große Pensionsfonds wie Calpers schon lange üblich ist, einen zweistelligen Prozentsatz ihrer Gelder in Private Equity und Hedge Fonds zu investieren, legen deutsche institutionelle Anleger bislang lediglich

⁹ Diese Zahlen beziehen sich allerdings nur auf Transaktionen, deren Wert bekannt gegeben wurde (50 Prozent aller Transaktionen).

¹⁰ Vgl. Ernst & Young Transaction Advisory Services: German Private Equity Activity, Frankfurt am Main 2005, S. 2.

¹¹ Vgl. o. V.: Private Equity schwimmt im Geld, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 171 vom 26.07.2005, S. 21.

¹² Vgl. Berens, W., Högemann, B., Segbers, K.: Denken und Handeln von Finanzinvestoren, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 152 vom 04.07.2005, S. 20.

unter einem Prozent der ihnen zufließenden Mittel in Private Equity-Investitionen an.¹³ Leider kommen die durch die ausländischen Finanzinvestoren in Deutschland gehobenen Werte bzw. Vermögenszuwächse daher nicht deutschen, sondern primär angelsächsischen Arbeitnehmern bei ihrer privaten Altersvorsorge zugute. Ursache hierfür ist der bis heute weitgehend versäumte Wechsel der deutschen Altersvorsorge vom Umlageverfahren hin zu einem Kapital gedeckten System.

Unter volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten spricht einiges dafür, das Alterssicherungssystem auch in Deutschland stärker als Kapitaldeckungsverfahren auszugestalten und damit einhergehend Pensionsfonds nach angelsächsischem Muster zuzulassen. Die späteren Leistungen dieser Pensionsfonds sollten allein von der Höhe der Beiträge und der mit den Beiträgen erzielten Rendite abhängen. Außerdem sollte es ihnen analog etwa zu der rechtlichen Situation in den USA erlaubt sein, einen Teil des von ihnen verwalteten Vermögens in Private Equity-Fonds anzulegen. Das ließe nicht nur die deutschen Arbeitnehmer am Wertsteigerungspotential der deutschen Unternehmen partizipieren, sondern würde auch die bisherige Dominanz der Großbanken auf dem deutschen Beteiligungsmarkt zurückdrängen. Die vorherrschende Stellung der Großbanken ist aufgrund von erheblichen Interessenkonflikten problematisch, und die bisherige Praxis spricht auch nicht gerade dafür, dass sich Banken als Anteilseigner positiv auf die Performance der Unternehmen auswirken.¹⁴

Insgesamt betrachtet könnten sich Finanzinvestitionen in deutsche Unternehmen auch beschäftigungspolitisch günstig auswirken, wobei grundsätzlich davon auszugehen ist, dass nicht alle Arten von Finanzinvestitionen in Unternehmen gleichermaßen beschäftigungswirksam sind. Vor allem Investitionen, die in der Gründungs- und Aufbauphase von Unternehmen vollzogen werden, und Investitionen im Hochtechnologiebereich sind in dieser Hinsicht vielversprechend, weil sie gezielt den Markteintritt junger Unternehmen und die Durchsetzung innovativer Unternehmenskonzepte fördern.¹⁵ Hingegen ist in Situationen, in denen es um die Finanzierung späterer Entwicklungsphasen von Unternehmen geht, nicht von vornherein mit positiven Beschäftigungseffekten zu rechnen. Gerade diese Art von Finanzinvestition spielt aber in den kontinentaleuropäischen Ländern und insbesondere auch in Deutschland eine relativ große

¹³ Vgl. o. V.: Private Equity giert nach größeren Fonds, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 154 vom 06.07.2005, S. 21.

¹⁴ Vgl. Wenger, E., Kaserer, C.: German Banks and Corporate Governance – A Critical Review, in: Hopt, J. u. a. (Hrsg.): Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research, Oxford 1998, S. 499-536, hier S. 522.

¹⁵ Vgl. Schefczyk, M.: Finanzieren mit Venture Capital. Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler, Stuttgart 2000, S. 16.

Rolle,¹⁶ wohingegen die USA bei den ersteren beiden Arten unbestritten eine prominente Rolle einnehmen. Nicht nur das Volumen, sondern auch die Struktur der Finanzinvestitionen spricht dafür, dass die USA im Vergleich zu einem Land wie Deutschland von der ausgeprägteren Funktionsfähigkeit eines Risikokapitalmarktes in den letzten Jahren beschäftigungspolitisch profitiert haben.¹⁷

Vor diesem hier nur kurz skizzierten Hintergrund liegt es auf der Hand, zu untersuchen, welche Auswirkungen das Private Equity-Engagement ausländischer Finanzinvestoren in deutsche Unternehmen auf die betroffenen Unternehmen und damit auf die Situation der dort beschäftigten Arbeitnehmer tatsächlich hat. Zu diesem Zweck wird zunächst ein allgemeiner Überblick über die Bedeutung und Funktion des durch die Finanzinvestitionen zur Verfügung gestellten Kapitals - gewissermaßen also die Anatomie der Heuschrecken - gegeben. Wann kaufen Finanzinvestoren Unternehmen auf? Wie gehen sie dabei vor? Wie refinanzieren sie sich? Welche Bedingungen müssen aufzukauende Unternehmen erfüllen? Welche Führungskräfte schätzen Finanzinvestoren als geeignet ein? Wann und auf welche Art und Weise trennen sie sich von ihren Investitionen?

Diese und noch weitere Fragen werden durch die nachstehenden Überlegungen des Kapitels Denken und Handeln von Finanzinvestoren kurz analysiert und – soweit möglich – beantwortet. Dieses Wissen soll zu einem tieferen Verständnis des Denkens und Handelns von Finanzinvestoren und damit auch zu einer realitätsnäheren Einschätzung der hier und dort oftmals polemisch und interessengeleitet geführten Diskussion führen.

Zur Beantwortung der Frage, welche Folgen die Beteiligung ausländischer Finanzinvestoren in deutsche Unternehmen für die Arbeitnehmer hat, und ob dies überhaupt akzeptabel erscheint, ist darüber hinaus eine genaue Kenntnis der Entwicklung und Atmosphäre der Zusammenarbeit im realen Umfeld erforderlich. In Ermangelung repräsentativer Daten erscheint es weiterhin angemessen, auf einzelbetrieblicher Ebene die Entwicklung derjenigen Unternehmen anzuschauen, an denen sich ausländische Finanzinvestoren beteiligt haben.¹⁸ Gegenstand der vorliegenden Untersuchung sind daher empirische Wirkungsanalysen in ausgewählten Unternehmen, die von ausländischen Finanz-

¹⁶ Vgl. Berens, W., Högemann, B.: Zusammenarbeit mit Finanzinvestoren – Ein Überblick, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 3-7, hier S. 6.

¹⁷ Vgl. Belke, A., Fehn, R.: Unterentwickelter Risikokapitalmarkt und geringe Beschäftigungsdynamik: Zwei Seiten derselben Medaille im strukturellen Wandel?, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Jahrgang 51, 2002, Heft 3, S. 344-375, hier S. 347.

¹⁸ Vgl. Kamp, L., Krieger, A.: Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland. Hintergründe und Orientierungen, Arbeitspapier, Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf 2005, S. 50.

investoren übernommen wurden. Hierzu wurden leitfadengestützte Interviews¹⁹ durchgeführt, die unterschiedliche Facetten der theoretischen Überlegungen aus Sicht der beteiligten Unternehmen beleuchten. Die aus den Interviews gewonnenen Aussagen wurden – soweit wie möglich - betriebswirtschaftlichen Kennziffern der Unternehmen gegenübergestellt. Auf dieser Grundlage haben wir die Einschätzungen der Befragten mit der Entwicklung der betrachteten Unternehmen verglichen, mit der Absicht, Gemeinsamkeiten herauszuarbeiten und Besonderheiten, positive wie negative, vorzustellen. Auf diese Weise wollen wir Arbeitnehmervertretern Erfahrungswissen vermitteln, mit dem sie das Denken und Handeln von Finanzinvestoren besser einschätzen und daraus praktische Handlungsoptionen entwickeln können.

¹⁹ Der Interview-Leitfaden ist als Anhang abgedruckt.

2. Denken und Handeln von Finanzinvestoren

2.1 Was ist ein Finanzinvestor, und was ist Private Equity?

Zur Deckung des Finanzierungsbedarfs von Unternehmen bietet der Kapitalmarkt unterschiedliche Möglichkeiten. In der Literatur wird verbreitet zwischen dem organisierten bzw. öffentlichen Kapitalmarkt und dem nicht organisierten bzw. privaten Kapitalmarkt unterschieden. Als organisierter bzw. öffentlicher Kapitalmarkt werden die etablierten Wertpapiermärkte bezeichnet, wie etwa die Deutsche Börse, die NASDAQ oder die NYSE. Dem nicht organisierten bzw. privaten Kapitalmarkt werden dagegen sämtliche Beteiligungstransaktionen zugerechnet, die außerhalb der organisierten Wertpapiermärkte abgewickelt werden. Dieser Einteilung folgend unterscheidet man zwei verschiedene Formen der Unternehmensfinanzierung:

- **Public Equity** ist eine Finanzierungsform, bei der Unternehmen im Rahmen eines sog. Initial Public Offerings (IPO, Börsengang) oder Secondary Placements von einem breiten, zumeist anonymen Anlegerkreis Eigenkapital zur Verfügung gestellt wird.
- **Private Equity** dagegen ist eine Finanzierungsform, bei der – in der Regel - nicht börsennotierten Unternehmen außerhalb der organisierten Wertpapiermärkte Eigenkapital zur Verfügung gestellt wird.

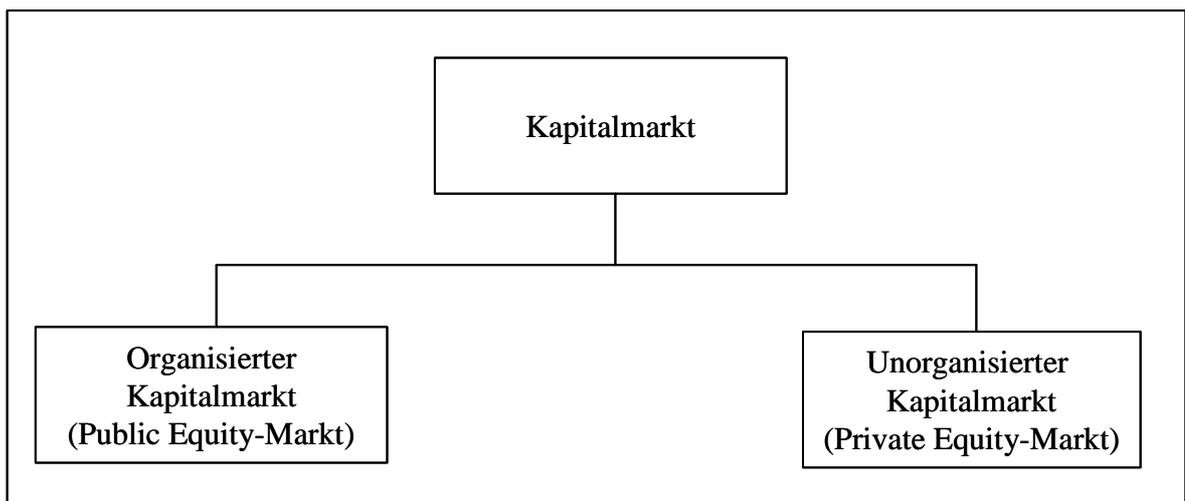


Abbildung 1: Finanzierungsrelevante Segmente des Kapitalmarktes

Im Zusammenhang mit Private Equity-Investitionen taucht dabei immer wieder auch der Begriff Venture Capital auf. Im allgemeinen Sprachgebrauch werden

beide Begriffe oft synonym verwendet, was der ursprünglichen Bedeutung von Venture Capital jedoch nicht gerecht wird. Eigentlich stellt Venture Capital nur ein Teilsegment des Private Equity-Marktes dar, und zwar das Beteiligungskapital für junge Unternehmen vornehmlich aus dem Hochtechnologiesektor, das speziell zur Gründung, Entwicklung und ersten Expansion des Geschäftes zur Verfügung gestellt wird. Eine zweckmäßige Möglichkeit der Abgrenzung unterscheidet daher zwischen einzelnen Finanzierungsphasen von Unternehmen. Während Venture Capital nur Investitionen in den ersten Finanzierungsphasen eines Unternehmens bezeichnet, umfasst Private Equity die Finanzierung in allen Phasen des Lebenszyklus' eines Unternehmens. Darunter fällt die Kapitalbereitstellung für das gesamte Spektrum unternehmerischer Aktivitäten, insbesondere für²⁰

- die Ausreifung und Umsetzung einer innovativen Idee in verwertbare Resultate bis hin zum Prototyp, auf deren Basis ein Geschäftskonzept erstellt wird (**Seed-Phase**),
- die Gründungsphase, wenn sich das Unternehmen im Aufbau befindet oder erst seit kurzem im Geschäft ist und seine Produkte noch nicht oder nicht in größerem Umfang vermarktet (**Start up-Phase**),
- die Erweiterung von Produktionskapazitäten, die Produktdiversifikation oder die Erschließung neuer Märkte (**Expansionsphase**),
- die Vorbereitung des Börsenganges, vor allem mit dem Ziel der Verbesserung der Eigenkapitalquote (**Bridge-Phase**),
- die (Fremd-)Finanzierung von Unternehmensübernahmen (**Leveraged Buy out, LBO**),

²⁰ Bei der Abgrenzung und Beschreibung der Phasen im Zeitablauf hat sich auch im deutschsprachigen Raum die anglo-amerikanische Terminologie durchgesetzt. Vgl. etwa Leopold, G.: Gewinnung von externem Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen, in: Gebhardt, G., Gerke, W., Steiner, M. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 345-364, hier S. 356; Bader, H.: Private Equity als Anlagekategorie, Dissertation St. Gallen 1996, S. 105 ff.; Schefczyk, M.: Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart 2000, S. 35 ff.; Kraft, V.: Private Equity für Turnaround-Investitionen, Dissertation St. Gallen 2001, S. 40 ff.; Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK): Jahrbuch 1999, Berlin, S. 31; Grabherr, O.: Finanzierung mit Private Equity und Venture Capital, in: Kofler, G., Polster-Güll, B. (Hrsg.): Private Equity und Venture Capital, Wien 2003, S. 219-264, hier S. 230 ff.; Weitnauer, W.: Rahmenbedingungen und Gestaltung von Private Equity Fonds, in: Finanz Betrieb, Heft 4, 2001, S. 258-271, hier S. 259.

- die Restrukturierung von Unternehmen, d. h. die Finanzierung von Unternehmen, die sich nach Überwindung wirtschaftlicher Schwierigkeiten wieder positiv entwickeln sollen (**Turnaround**),
- die Übernahme von Anteilen von Altgesellschaftern, die ihre Beteiligung veräußern wollen (**Replacement**),
- die Durchführung von Management Buy outs/Buy ins, d. h. die Unternehmensübernahme durch das vorhandene (**MBO**) oder ein externes Management (**MBI**).

Die folgende Abbildung soll dem Leser einen Überblick über die unterschiedlichen Finanzierungsphasen geben. Es wird erkennbar, dass sich Venture Capital-Beteiligungen an Unternehmen in den ersten Phasen der Finanzierung wenden, wohingegen Private Equity-Beteiligungen sämtliche Finanzierungsphasen umfassen, was noch einmal deutlich macht, dass Venture Capital als ein Teilssegment von Private Equity anzusehen ist.²¹

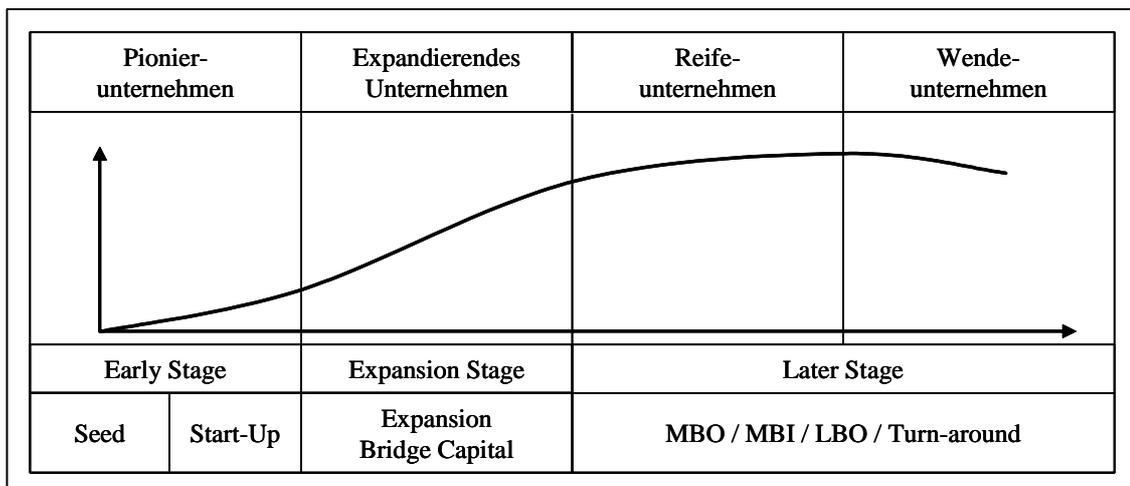


Abbildung 2: Finanzierungsphasen eines Unternehmens

Aus der Perspektive der Anleger lässt sich die konkrete Ausgestaltung einer Private Equity-Beteiligung in drei typische Formen unterteilen:

- Direktanlagen
- Anlagen in einen Private Equity-Fonds

²¹ Vgl. Leopold, G., Frommann, H., Kühr, T.: Private Equity – Venture Capital. Eigenkapital für innovative Unternehmer, 2., überarbeitete und aktualisierte Auflage, München 2003, S. 3 ff.

- Anlagen in ein Fund of Funds-Konzept

Eine Private Equity-Beteiligung als direkte Investition in Unternehmen vollzieht sich ohne den Einbezug eines Finanzintermediärs. Diese Beteiligungsstruktur ist relativ selten, da sie für den Anleger mit großem Aufwand verbunden ist und darüber hinaus kein ausreichendes Diversifikationspotential bietet. So gelingt bei einer direkten Beteiligung keine Risikostreuung. Gegenüber einer Direktinvestition ermöglicht die Anlage in einen Private Equity-Fonds ein größeres Diversifikationspotential. Die vorherrschende Organisationsform ist dabei meist eine Teilhaberschaft mit begrenzter Haftung, d. h. eine Kommanditgesellschaft bzw. Limited Partnership, bei der die meist institutionellen Anleger als Limited Partner (Kommanditisten) und die Investment Manager als General Partner (Komplementäre) auftreten. Letztgenannte sind für die Strukturierung und Betreuung des Beteiligungsportfolios verantwortlich. Der Informationsaufwand der Anleger beschränkt sich auf die Auswahl des „richtigen“ Private Equity-Fonds. Ein wesentliches Auswahlkriterium stellt dabei der bisherige Erfolg, der so genannte Track Record, dar. Grundsätzlich lässt sich sagen, dass die Attraktivität dieser Beteiligungsform dazu führt, dass ein Großteil der Private Equity-Investitionen heute über Limited Partnerships getätigt werden. Bei einem so genannten Fund of Funds-Konzept legt ein Anleger Kapital in einen Dachfonds an, der wiederum in Private Equity-Fonds investiert, indem er als Limited Partner mehrerer Beteiligungsgesellschaften auftritt. Verglichen mit Direktinvestitionen und Anlagen in einen Private Equity-Fonds ermöglicht diese Konstruktion einem Anleger das höchste Maß an Diversifikation.²²

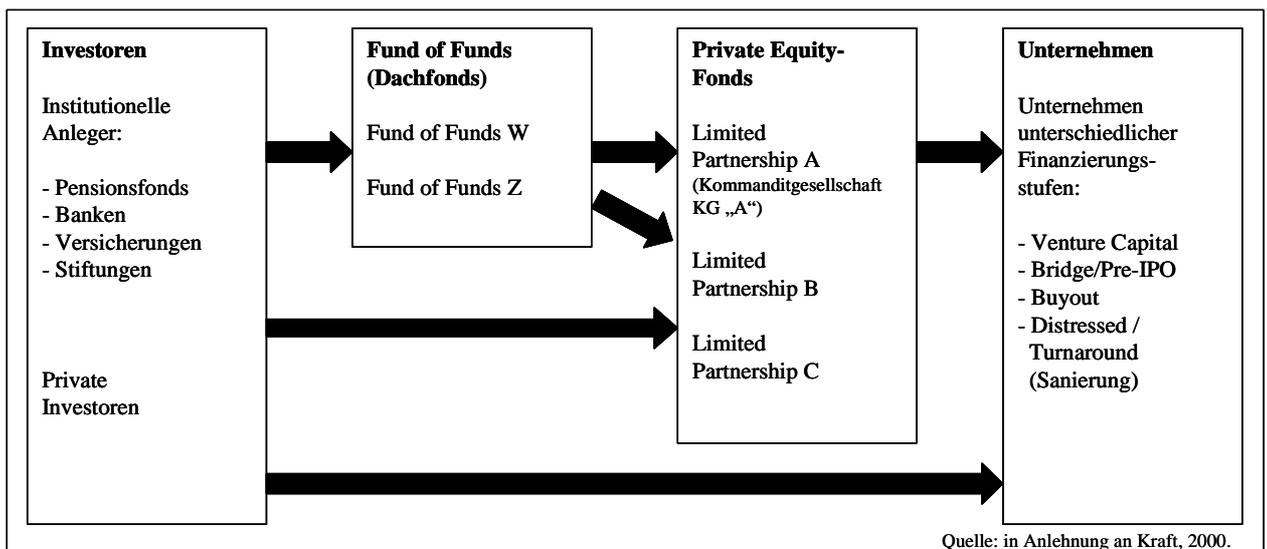


Abbildung 3: Investitionsformen in Private Equity

²² Vgl. Graf, S., Gruber, A., Grünbichler, A.: Der Private Equity Markt in Europa, in: dieselben (Hrsg.): Private Equity und Hedge Funds. Alternative Anlagekategorien im Überblick, Zürich 2001, S. 21-42, hier S. 34 ff.; Hagenmüller, M.: Investor Relations von Private-Equity-Partnerships, Bamberg 2004, S. 31.

Was sind nun Finanzinvestoren? Vor dem Hintergrund des bisher Gesagten lautet eine einfache Antwort: Finanzinvestoren sind im weitesten Sinne Investoren, die Wagniskapital (Venture Capital) und/oder Beteiligungskapital (Private Equity) in – in der Regel – nicht börsennotierte Unternehmen investieren.²³ Um ihr Denken und Handeln richtig verstehen zu können, ist eine wesentliche Differenzierung erforderlich: Die bereits angesprochenen Private Equity-Fonds und Finanzinvestoren sind voneinander rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der alleinige Geschäftszweck des Private Equity-Fonds liegt in der Verwaltung des von den Fondsinvestoren zeitweise zur Verfügung gestellten Kapitals, während der Finanzinvestor (manchmal auch als Initiator bezeichnet) für die Fondsgesellschaft tätig wird, d. h. diese bei der Verwaltung des Kapitals berät.²⁴ Die Fondsgesellschaft wird rechtlich so strukturiert, dass die zukünftigen Erträge steuerlich optimal für die Fondsinvestoren nutzbar sind. Um die speziellen Bedürfnisse unterschiedlicher Investorengruppen zu befriedigen, werden häufig mehrere Fondsgesellschaften in unterschiedlichen Ländern und Rechtsräumen (typischerweise auch Off-Shore) gegründet. Für seine Tätigkeit erhält der Finanzinvestor unabhängig vom Erfolg der vorgenommenen Investitionen von der Fondsgesellschaft eine Vergütung (in der Regel 1 - 1,5 Prozent des vom Fonds gehaltenen Kapitals). Darüber hinaus wird der Finanzinvestor an der Wertsteigerung der von ihm betreuten Investitionen beteiligt, soweit die Investitionen eine vorher vereinbarte Rendite übertreffen (sog. Carried Interest). Nach Gründung der Fondsgesellschaft wirbt der Finanzinvestor Kapital von unterschiedlichen Anlegergruppen ein, die sich – wie bereits erörtert - in der Regel aus einer Mischung von institutionellen Investoren zusammensetzen. Das eingeworbene Kapital wird dabei für die Dauer von typischerweise sechs bis zehn Jahren zur Verfügung gestellt. Finanzinvestoren setzen die Mittel der Private Equity-Fonds ein und wählen nach unterschiedlichen Kriterien Unternehmen aus, an deren Eigenkapital diese sich auf mittelfristige Sicht, häufig für einen Zeitraum von vier bis sieben Jahren, beteiligen. Finanzinvestoren grenzen sich damit deutlich ab von den ebenfalls häufig in der Kritik stehenden Hedge Fonds, die üblicherweise eher kurzfristige Anlagestrategien verfolgen. Aus der begrenzten Laufzeit des Private Equity-Fonds ergibt sich ein weiterer für das Verständnis des Private Equity-Geschäftsmodells wesentlicher Gesichtspunkt: Bereits beim Erwerb einer Unternehmensbeteiligung weiß der Finanzinvestor, dass er diese Beteiligung vor Ablauf der Fondslaufzeit liquidieren, d. h. wieder

²³ Vgl. Brauner, H. U., Brauner, M. K.: Wichtige Finanzinvestoren in Deutschland – Ein strukturierter Überblick, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 31-50, hier S. 32.

²⁴ Vgl. Lake, R., Lake, R. A.: Private Equity and Venture Capital. A practical guide for investors and practitioners, London 2000, S. 5.

veräußern muss. Daraus ergibt sich, dass bei der Suche nach geeigneten Investitionsobjekten die Frage nach dem zukünftigen Ausstieg aus der Investition eine zentrale Rolle spielt. Das Ziel eines jeden Finanzinvestors ist es, den Ausstieg renditemaximierend zu gestalten. In der Praxis haben sich Ertragserwartungen von etwa 20 - 25 Prozent pro Jahr etabliert.

Die angestrebte Maximierung der Rendite wird durch eine Kombination von zwei Faktoren erreicht:

- Steigerung des Unternehmenswertes während der Beteiligungsdauer und
- Maximierung des Fremdkapitalanteils.

Dies wird in den folgenden Ausführungen näher erläutert.

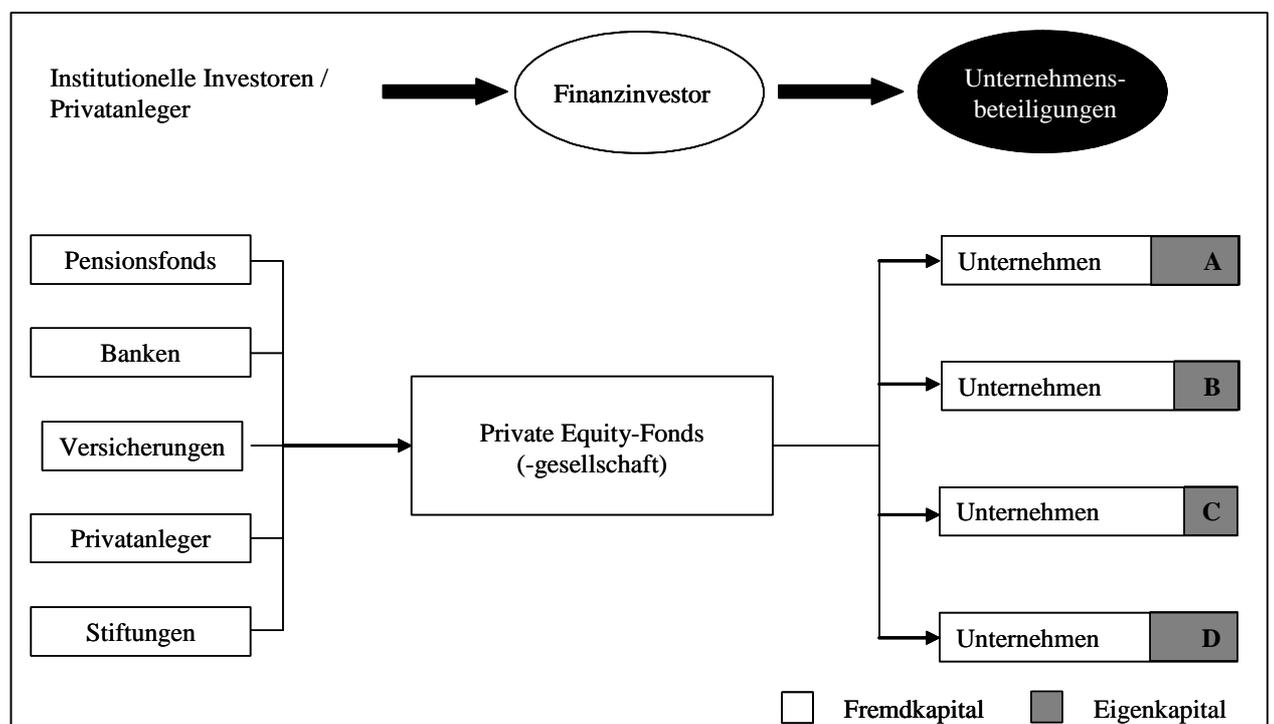


Abbildung 4: Geschäftsmodell eines Finanzinvestors

Der Private Equity-Investitionsprozess der Finanzinvestoren lässt sich in chronologisch relativ gut abgrenzbare Aktivitäten unterteilen, die wir im Weiteren kurz beschreiben.

- **Fund Raising (Kapitalsuche):** Private Equity-Fonds akquirieren das ihnen zufließende Kapital national wie international im Wesentlichen bei institutionellen Anlegern, wie Versicherungen, Banken und Pensions-

kassen. Die Gründe dieser Anleger für ein Private Equity-Engagement liegen in einem hohen erwarteten Ertrag und in der Diversifikation ihrer Mittel.

- **Deal Flow (Zugang von Beteiligungen):** Der Zugang zu qualitativ hochwertigen Beteiligungen ist einer der strategischen Erfolgsfaktoren im Private Equity-Geschäft. Quellen für neue Engagements können die eigene aktive Suche nach Investitionsmöglichkeiten, Hinweise von Dritten und die Kapital suchenden Unternehmen selbst sein.
- **Due Diligence (Prüfung):** In einem Auswahlprozess werden die Beteiligungsangebote auf ihre Investitionstauglichkeit geprüft. Dabei wird im Allgemeinen wie folgt vorgegangen: Zunächst wird geklärt, ob der Geschäftsplan der Zielgesellschaft mit der Investitionsstrategie des Fonds übereinstimmt. Danach wird das Potential der Investition ermittelt. Dabei wird auf Kriterien wie Managementqualität, Marktattraktivität und Produktdifferenzierung geachtet.
- **Decision Making (Entscheidung und Vertragsgestaltung):** Kommt der Finanzinvestor zu einer positiven Investitionsentscheidung, geht es im nächsten Schritt um die Gestaltung eines Vertrages, der unter anderem die detaillierte Ausgestaltung des Beteiligungsverhältnisses, wie etwa die Beteiligungshöhe, die Abstufung des Engagements im Zeitablauf, Informations- und Kontrollrechte und die Wahl der Finanzierungsinstrumente (Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital) regelt.
- **Monitoring (Betreuung und Wertsteigerung):** Dem Investitionspartner wird nicht nur Kapital angeboten, sondern auch Managementunterstützung. Ziel ist die Erhöhung des Unternehmenswertes und die Reduktion des Risikos. Das Monitoring wird in der Praxis unterschiedlich gehandhabt. Bei so genannten passiven Investitionen erhält der Finanzinvestor periodisch Informationen und ist im Kontrollorgan des finanzierten Unternehmens nicht vertreten. Bei einer semi-aktiven Beteiligung ist eine Vertretung im Kontrollorgan die Regel, und die Investoren verfolgen die Entwicklung des Unternehmens intensiv. Bei aktiven Beteiligungen schaltet sich der Finanzinvestor in die operative und strategische Führung des finanzierten Unternehmens ein.
- **Exit (Desinvestment):** Eine Private Equity-Beteiligung ist - wie bereits angesprochen wurde - ein Engagement auf Zeit. Nach Ablauf des Beteiligungsvertrages werden die gebundenen Mittel wieder in Liquidität um-

gewandelt. Grundsätzlich lassen sich fünf Exit-Strategien unterscheiden.²⁵

- **Initial Public Offering (IPO):** Der Börsengang stellt eine profitable Ausstiegsmöglichkeit dar. Er steht aber – in Abhängigkeit von der Börsenstimmung - nur denjenigen Unternehmen offen, die sich sehr gut entwickelt haben.
- **Trade Sale:** Der Verkauf an einen strategischen Investor stellt seit Jahren eine häufig gewählte Form des Ausstiegs dar. Als Käufer kommen in der Regel Unternehmen in Betracht, die in derselben oder einer ähnlichen Branche tätig sind und Zugang zum spezifischen Wissen, zu Patenten oder Technologien erhalten möchten, um das eigene Produktprogramm zu erweitern bzw. in andere Geschäftsfelder zu diversifizieren. Der vom Finanzinvestor zu erzielende Preis hängt daher wesentlich von den subjektiven Einschätzungen des übernehmenden Unternehmens ab.
- **Buy Back:** Der Rückkauf der Anteile durch das finanzierte Unternehmen ist in der Regel das Ergebnis einer mäßigen Geschäftsentwicklung, weswegen sich zwangsläufig keine oder nur wenige unternehmensexterne Käufer finden.
- **Secondary Sale:** Eine weitere Ausstiegsmöglichkeit stellt der Verkauf der Beteiligung an einen anderen Finanzinvestor dar. Vor dem Hintergrund anhaltender Markt- und Portfoliokonsolidierungen bzw. -bereinigungen erlangt diese Variante eine zunehmende Bedeutung.
- **Write Off:** In Krisenfällen erarbeiten der Finanzinvestor und das Beteiligungsunternehmen Sanierungsstrategien. Tritt dennoch keine Verbesserung der Geschäftslage ein, verbleibt vor der Insolvenz nur eine Liquidation, die auch als Write Off bezeichnet wird und regelmäßig mit erheblichen Verlusten für den Finanzinvestor verbunden ist.

²⁵ Vgl. etwa Ivanova, A., Tzvetkova, R.: Exit-Strategien bei Private Equity-Investments, in: Grünbichler, A., Graf, S., Gruber, A. (Hrsg.): Private Equity und Hedge Funds. Alternative Anlagekategorien im Überblick, Zürich 2001, S. 165-197, hier S. 165 f.; Furrer, B.: Sustainable Private Equity. Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in das Private-Equity-Geschäft, Bern u.a. 2001, S. 16 f.; Khinast-Sittenthaler, C.: Exitstrategien – Trade Sale, Initial Public Offering, Buy Back, Secondary Sale und Liquidation, in: Kofler, G., Polster-Güll, B. (Hrsg.): Private Equity und Venture Capital, Wien 2003, S. 267-289, hier S. 272 ff. und Leschke, J.: Exiterfahrungen im deutschen Beteiligungsmarkt, in: Jugel, S. (Hrsg.): Private Equity-Investments. Praxis des Beteiligungsmanagements, Wiesbaden 2003, S. 247-256, hier S. 249 ff.

Im Rahmen einer Private Equity-Investition versucht der Finanzinvestor durch die Wahrnehmung der dargestellten Aktivitäten einen Mehrwert zu erzielen. Dieser „value added“ entsteht entlang der Wertschöpfungskette einer Private Equity-Investition. Dabei ist von vornherein klar, dass der Finanzinvestor die gehaltenen Anteile möglichst frühzeitig und günstig nach erfolgreichem Abschluss der jeweiligen entscheidenden Phase der Unternehmensentwicklung abgeben will. Ziel des Finanzinvestors ist nicht die dauerhafte Beteiligung am Unternehmen mit der Aussicht, an dessen laufenden Gewinnen zu partizipieren, sondern die Desinvestition zum idealen Zeitpunkt. Im Kreislauf von Investition, Desinvestition und Reinvestition ist die Desinvestition, der so genannte Exit, die entscheidende Phase seines Engagements: Sie offenbart den Ertrag, den der Finanzinvestor tatsächlich erzielen kann, und damit den wirtschaftlichen Erfolg des gesamten Engagements.²⁶

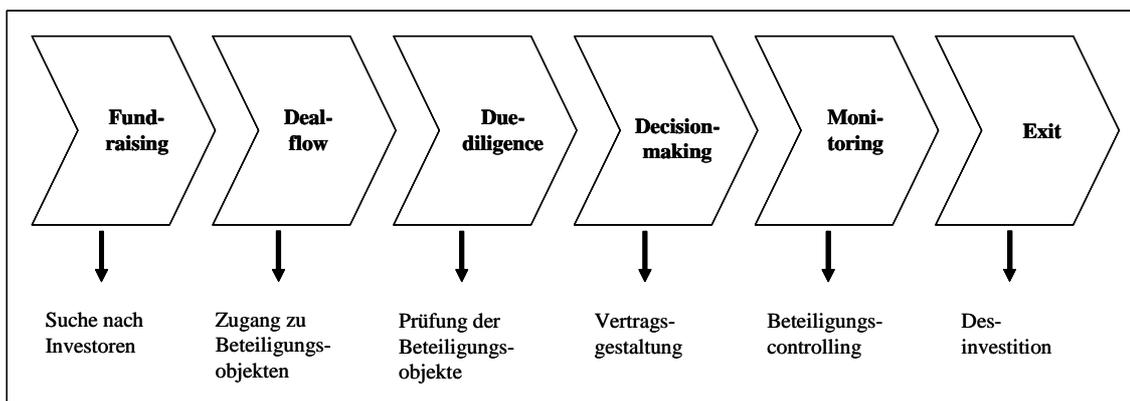


Abbildung 5: Wertschöpfungskette des PE-Investitionsprozesses²⁷

2.2 Renditeorientierung von Finanzinvestoren

Nach dem bisher Gesagten ist Private Equity eine Finanzierungsform, bei der - in der Regel - nicht börsennotierten Unternehmen von Finanzinvestoren in einer entscheidenden Phase ihrer Entwicklung mittelfristig Eigenkapital zur Verfügung gestellt wird. Zur Realisierung eines in Aussicht genommenen Gewinns besteht von vornherein die Absicht, die Beteiligung wieder zu veräußern.²⁸ Fi-

²⁶ Vgl. Fritzsche, M., Häußermann, C.: Exit, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 375-403, hier S. 376.

²⁷ Vgl. Zemke, I.: Strategische Erfolgsfaktoren von Venture Capital beziehungsweise Private Equity-Gesellschaften, in: ZfgK, Heft 5, 1998, S. 210-216, hier S. 213; Schefczyk, M.: Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart 2000, S. 34.

²⁸ Vgl. Rudolph, B., Fischer, C.: Der Markt für Private Equity, in: Finanz Betrieb, Heft 1, 2000, S. 49-56, hier S. 50.

nanzinvestoren denken und handeln renditeorientiert. Ihre in der Regel ambitionierten Renditeziele sollen durch eine Steigerung des Unternehmenswertes während der Beteiligungsdauer erreicht werden. Deutlicher und konsequenter als strategische Investoren versuchen sie, im Rahmen einer bereits angesprochenen Due Diligence-Prüfung für die Dauer ihrer Beteiligung Wertsteigerungspotential zu quantifizieren. Die zur Wertsteigerung notwendigen Maßnahmen müssen während der Beteiligungsphase realisiert werden: Die Zielgrößen der Due Diligence-Prüfung entsprechen in großen Teilen den Zielgrößen des späteren Monitoring durch den Finanzinvestor. Im Zentrum der Analyse stehen folgende Bereiche:²⁹

- das Markt- und Wettbewerbsumfeld (Marktgröße/Marktwachstum, Wettbewerbsposition, Wettbewerbsintensität)
- die Strategie und Organisationsstruktur
- die angebotenen Produkte (Alleinstellungsmerkmale, Substituierbarkeit)
- die Finanzen (finanzielle Entwicklung auf Basis des Jahresabschlusses, Identifizierung der wichtigsten Cash Flow-Treiber)
- die technische Ausstattung (verwendete Technologie, Nachahmungsfähigkeit)
- die Versicherungen (bestehende Versicherungen, versicherbare Risiken)
- die bestehenden Verträge (Durchsetzbarkeit der Verträge, laufende Gerichtsverfahren)
- das Management und die Mitarbeiter (unternehmerisches Denken des Managements, Qualifikation und Motivation der Mitarbeiter, Branchenerfahrung, Risikobereitschaft).³⁰

²⁹ Vgl. Berens, W., Brauner, H.-U., Högemann, B.: Due Diligence und Controlling-Instrumente von Finanzinvestoren, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 51-76, hier S. 60.

³⁰ Zu einem Beispiel für eine Due Diligence-Prüfung für Management und Mitarbeiter vgl. Bürger, G.: Management und Mitarbeiter – wichtige Faktoren für den Erfolg einer Due Diligence und einer M&A-Transaktion, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 443-450, hier S. 449.

Die entscheidenden finanziellen Kriterien für einen Finanzinvestor bei der Analyse von Investitionsmöglichkeiten bestehen in:

- der Finanzierungsstruktur und der Aufnahmefähigkeit des Banken- und Kapitalmarktes,
- einem stabilen bzw. steigenden Cash Flow,
- der Höhe des Kaufpreises
- sowie in der geforderten Mindestrendite.

Für den Finanzinvestor geht es darum, sich mit möglichst geringem Kapitaleinsatz eine maximale Einflussnahme auf das zu finanzierende Unternehmen zu sichern. Daher wird er untersuchen, wie viel Fremdkapital zu welchen Konditionen auf dem Banken- und Kapitalmarkt aufgenommen werden kann. Dabei wird er berücksichtigen, welche Unternehmen er am Banken- und Kapitalmarkt platzieren kann, d. h. welche Branchen einfacher zu finanzieren sind und bis zu welchem Verschuldungsgrad die Banken bzw. der Kapitalmarkt bereit sind, Finanzierungsmittel zur Verfügung zu stellen, wobei der Finanzinvestor – wie noch zu erläutern - an einer möglichst hohen Fremdkapitalquote zu möglichst niedrigen Zinssätzen interessiert ist, um so die Rendite auf das eingesetzte Kapital zu maximieren.

Ähnlich wie Banken sich an bestimmten Finanzkennzahlen orientieren, um insbesondere die Kapitaldienstfähigkeit eines Unternehmens beurteilen zu können, verwenden Finanzinvestoren während ihrer Analyse von Investitionsmöglichkeiten eigene Kennzahlen, um beurteilen zu können, wann ein Kauf eine lukrative Investition wäre. Der Unternehmenswert errechnet sich dabei vereinfacht wie folgt:³¹

- Unternehmenswert (Enterprise Value) = Marktwert Eigenkapital + Marktwert Fremdkapital – Cash

Eng verbunden mit den zur Finanzierungsstruktur und zur Kaufpreishöhe erwähnten Aspekten ist die vom Finanzinvestor geforderte Mindestrendite.³² Als

³¹ Vgl. Copeland et al.: Valuation, 2. Auflage, New York 1994, S. 235 ff.

³² In angelsächsischen Ländern wird als Maß für die Mindestrendite die Internal Rate of Return (IRR) verwendet. Der interne Zinsfuß ist derjenige Zinssatz, bei dem der Kapitalwert einer Zahlungsreihe oder eines Projektes der Definition nach genau null beträgt. Mithilfe der Methode des internen Zinsfußes lässt sich beurteilen, ob die Durchführung dieses Projektes vorteilhaft ist oder nicht. Vorteilhaft (positiver Kapitalwert) ist das Projekt, wenn der Kalkulationszinssatz

Messlatte wird häufig eine Mindestrendite von 20 - 25 Prozent genannt, wobei die geforderte Mindestrendite von den Finanzinvestoren nicht offen kommuniziert wird. Nur solche Investitionen, die die Mindestrenditeanforderung erfüllen, werden einer eingehenden Analyse unterzogen, wobei die geforderte Rendite abhängig ist vom einzugehenden Risiko. Sie wird tendenziell höher sein für eine Early Stage-Investition und solche Investitionen, bei denen die Prognostizierbarkeit des zukünftigen Cash Flow mit größerer Unsicherheit behaftet ist. Die im Rahmen der Finanzanalyse errechnete Rendite hängt primär von der Höhe des Kaufpreises und dem Fremdkapitalanteil ab. Weiteren Einfluss auf die Rendite haben der angenommene Exit-Zeitpunkt und der erzielbare Verkaufserlös. Grundsätzlich handeln Finanzinvestoren hinsichtlich des Zeitpunktes ihres Ausstiegs flexibel, wobei im Vordergrund immer die eigene Renditeerwartung, die Internal Rate of Return (IRR)³³ steht. Der Zeitpunkt des Ausstiegs ist im Wesentlichen abhängig vom Fortschritt auf dem Weg zur Erreichung der bei Beginn vereinbarten Ziele. In der Regel beträgt der Anlagehorizont vier bis sieben Jahre. Erfahrungsgemäß ist das der Zeitraum, in dem die geplanten Wertsteigerungen erzielt werden können. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Finanzinvestoren bei der Planung der Wertsteigerung von 25 Prozent Rendite pro Jahr ausgehen, bei einer längerfristigen Beteiligung demnach eine Vervielfachung ihres eingesetzten Kapitals erwarten.³⁴

2.3 Analyse des Wertsteigerungspotentials von Unternehmen

Durch eine differenzierte Unternehmensplanung werden Erträge und Aufwendungen und schließlich das EBITDA (Gewinne vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen) als zentrale Erfolgsgröße für die voraussichtliche Beteiligungsdauer ermittelt. Das gesamte Unternehmen wird auf Möglichkeiten zur Steigerung des EBITDA überprüft. Daraus resultiert eine Schätzung für das Steigerungspotential des Unternehmenswertes und damit des potentiellen Veräußerungserlöses am Ende der Beteiligungsdauer. Das wichtigste Kriterium bei der Prüfung der Beteiligungswürdigkeit von Unternehmen ist das Vorhandensein von Wertsteigerungspotential bei dem zu finanzierenden Unternehmen. Daher

niedriger ist als der interne Zins, unvorteilhaft, wenn der Kalkulationszinssatz höher liegt. Den internen Zinsfuß bezeichnet man auch als Effektivzins oder Internal Rate of Return (IRR).

³³ Mit Hilfe der Methode des internen Zinssatzes (Internal Rate of Return (IRR)) wird die Verzinsung des im Unternehmen gebundenen Kapitals ermittelt. Sie bestimmt denjenigen Zinssatz, bei dem der Kapitalwert null ist. Dazu zinst man alle Zahlungsströme aus dem Investitionsprojekt mit diesem Zinssatz auf den gegenwärtigen Zeitpunkt ab. Eine Investition wird dann durchgeführt, wenn ihr IRR über dem Kapitalmarktzinssatz liegt, d. h. wenn sie eine höhere Rendite erwirtschaftet, als am Kapitalmarkt mit einer alternativen Anlage zu erzielen wäre.

³⁴ Vgl. Brauner, M. K.: Timing-Strategien von Finanzinvestoren, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 137-147, hier S. 142.

will der Finanzinvestor durch seine Beteiligung Einfluss auf den Wertschöpfungsprozess des Unternehmens ausüben, um so den Wert des Unternehmens auf mittlere Sicht zu steigern und damit die Chancen auf einen lukrativen Exit in einigen Jahren zu erhöhen. Das Hauptaugenmerk des Finanzinvestors liegt auf der Optimierung des Cash Flow. Das Unternehmen soll unter Cash Flow-Gesichtspunkten optimiert werden; dabei setzt der Finanzinvestor an den wesentlichen **Cash Flow-Treibern** an:³⁵

- **Umsatz:**
 - Konzentration auf ausgewählte Kerngeschäfte
 - Erschließung neuer Absatzmärkte/Kundengruppen

- **Kosten:**
 - Bündelung der Einkaufsvolumina und dadurch Verbesserung der Konditionen
 - Erhöhung der Produkteffizienz verbunden mit einer **Reduktion der Personal- und Sachkosten**

- **Working Capital:**
 - Reduzierung der Lagerbestände
 - Erhöhung der Kreditorenlaufzeiten und Reduzierung der Debitorenlaufzeiten
 - Auf kurze/mittlere Sicht ist das Ziel die Senkung des Working Capital in absoluten Beträgen, auf längere Sicht die Reduzierung des Working Capital im Verhältnis zum Umsatz

- **(Des-) Investition:**
 - Verkauf nicht zum Kerngeschäft gehörender Unternehmensteile und Anlagen
 - Zukauf von zum Produktportfolio passenden Unternehmen
 - Investition in Anlagen der Kerngeschäftsfelder.

Der Finanzinvestor wird versuchen, den Cash Flow durch eine Kombination der hier beispielhaft aufgeführten Maßnahmen zu steigern. Der Umfang des Cash Flow ist von entscheidender Bedeutung für die Durchführung der Transaktion, da aus dem Cash Flow die Zins- und Tilgungsleistungen für das regelmäßig aufgenommene Fremdkapital erfolgen. Um die Übernahme zu ermöglichen,

³⁵ Vgl. Meinecke, R., Meinecke, P.: Wichtige Check-Liste von Finanzinvestoren, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 121-135, hier S. 129 ff.

sollte das Zielunternehmen überdies ausreichenden Freiraum für die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital bieten, was eine hohe Eigenkapital- und damit geringe Fremdkapitalquote vor der Übernahme voraussetzt. Zur Gewährleistung der Zins- und Tilgungszahlungen sind aus der Perspektive des Finanzinvestors häufig einschneidende Rationalisierungsmaßnahmen erforderlich, die sich nicht selten in Arbeitsplatzabbau und in der Schließung von aus seiner Sicht nicht profitablen Unternehmensteilen niederschlagen. Letztlich wird das erworbene Unternehmen nach mehreren Jahren als Ganzes oder sparten- bzw. betriebsweise mit möglichst viel Gewinn weiterverkauft.³⁶

Spätestens dann, wenn die erwarteten Wertsteigerungen ausbleiben, werden Finanzinvestoren strategische und organisatorische Änderungen einfordern. Daraufhin erfolgt häufig eine Reorganisation bzw. Umstrukturierung des Unternehmens, die der strategischen Neuausrichtung Rechnung trägt. Der Finanzinvestor wird darauf drängen, die betrieblichen Abläufe und damit seine Gewinnchancen zu optimieren. Oder aber einzelne Geschäftsbereiche werden mit Hilfe des Finanzinvestors ausgebaut oder überhaupt erst erschlossen. Auch im Vorfeld einer Finanzinvestition kommt es vielfach zu einer Reorganisation des Unternehmens. So ist der Finanzinvestor möglicherweise nur an einem bestimmten Teilbereich interessiert, den es dann aus Sicht der Alteigentümer zu isolieren gilt. Mitunter werden Restrukturierungsmaßnahmen auch mit dem Ziel ergriffen, die Attraktivität des Unternehmens insgesamt zu erhöhen.

³⁶ Vgl. Groh, A., Gottschalg, O.: Venture Capital und Private Equity aus Sicht der Wissenschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 1, 2005, S. 19-27, hier S. 24.

2.4 Die Besicherung des aufgenommenen Fremdkapitals

Seit Mitte der 80er Jahre des letzten Jahrhunderts werden Unternehmensübernahmen zunehmend im Wege von Leveraged Buyouts (LBOs) praktiziert. Dabei finanzieren die Übernehmer (Private Equity-Fonds) den Kaufpreis in hohem Maße mit Fremdkapital.³⁷ Neben der Finanzierung des Kaufpreises zählt daher auch die Besicherung des aufgenommenen Fremdkapitals zu den Kernpunkten einer Übernahme.³⁸ Für die Besicherung des aufgenommenen Fremdkapitals stehen dem neuen Eigentümer mehrere Gestaltungsmöglichkeiten zur Verfügung:³⁹

- Erstens ist es möglich, dass der Käufer einen Schuldschein über den ganzen oder einen Teil des Kaufpreises ausgibt, den der Verkäufer akzeptiert. Die Rückzahlung der Verbindlichkeiten erfolgt dann aus dem Verkauf nicht betriebsnotwendiger Aktiva und aus dem Cash Flow des erworbenen Unternehmens.
- Zweitens kann die Übernahme durch Fremdkapital finanziert werden, das bei einem Dritten aufgenommen wird. In diesem Falle erhält der Dritte zunächst vom Käufer ungesicherte Schuldscheine. Nach der Übernahme des Zielunternehmens wird dieses veranlasst, die Schuldscheine zu bestätigen und die entstandenen Verbindlichkeiten mit Pfandrechten an seinen Aktiva zu besichern.
- Drittens ist es auch möglich, dass das Zielunternehmen gegen seine Aktiva bei einem Dritten ein Darlehen aufnimmt, das es an den Käufer in Form eines ungesicherten Kredits weiterleitet. Damit kann der Käufer dann die Anteile an dem Unternehmen erwerben.
- Viertens kann der Käufer speziell für den Kauf ein Unternehmen gründen, das das benötigte Kapital bei einem Dritten aufnimmt und damit die Anteile des Zielunternehmens erwirbt. Daran anschließend wird das erworbene Unternehmen auf das neu gegründete Unternehmen verschmolzen.

³⁷ Vgl. Brealey, R. A., Myers, S. C.: Principles of corporate finance, 6. Auflage, Boston 2000, S. 978.

³⁸ Vgl. Kessel, A.: Leverage Buy out der Aktiengesellschaft: ein interdisziplinärer Ansatz, Frankfurt am Main 1998, S. 5.

³⁹ Vgl. Kußmaul, H., Pfirrmann, A., Tcherveniachki, V.: Leveraged Buy out am Beispiel der Friedrich Grohe AG, in: Der Betrieb, 58. Jahrgang, Heft 47 vom 25.11.2005, S. 2.533-2.340, hier S. 2.534.

2.5 Die besondere Bedeutung der Finanzierung für Finanzinvestoren

Zur Erreichung der Renditeziele trägt – wie bereits mehrfach angedeutet - die besondere Finanzierungsstruktur von Private Equity-Beteiligungen bei. Unter bestimmten Voraussetzungen führt die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital 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: D. h. die Eigenkapitalrendite sinkt mit steigender Verschuldung, wenn die Rendite der Investition kleiner ist als der für das Fremdkapital zu zahlende Zinssatz.

Die Maximierung des Fremdkapitaleinsatzes führt bei Beteiligungen, die während der Haltephase Cash erwirtschaften, zu einer Maximierung der Erträge.⁴⁰ Das ist am einfachsten an einem Beispiel zu veranschaulichen:

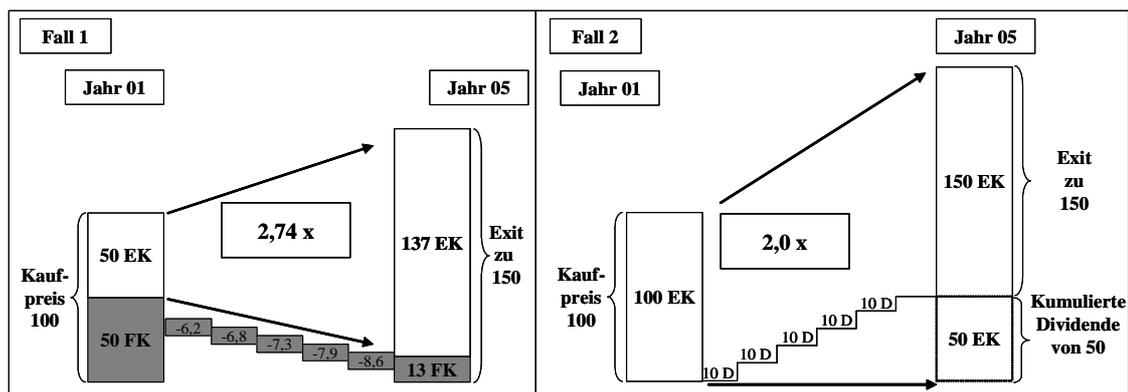


Abbildung 6: Leverage-Effekt

In den Beispielfällen 1 und 2 erwirbt der Finanzinvestor zu Beginn des Jahres 01 eine Beteiligung zum Kaufpreis von 100 und veräußert diese Ende des Jahres 05 zum Kaufpreis von 150, d. h. der Wert der Beteiligung hat sich während der Halteperiode um 50 Prozent erhöht. Zusätzlich hat die Beteiligung Jahr für Jahr Liquidität (Cash Flow) in Höhe von 10 abgeworfen.

In Fall 1 erfolgt die Finanzierung des Kaufpreises hälftig zu je 50 in Form von Eigen- und Fremdkapital. Die von der Beteiligung jährlich abgeworfene Liquidität von 10 wird vollständig zur Tilgung des Fremdkapitals sowie zur Zahlung der Zinsaufwendungen verwendet. Bei angenommenen Zinskosten von acht Prozent jährlich auf das aufgenommene Fremdkapital bleiben zur Tilgung im

⁴⁰ Vgl. Copeland et al.: Valuation, a. a. O., S. 247 ff.

Jahr 01 6,2, im Jahr 02 6,8 usw.⁴¹ Beim Ausstieg des Finanzinvestors ist das Fremdkapital bis auf einen Restbetrag von 13 zurückgeführt, d. h. der Verkaufserlös von 150 Ende des Jahres 05 verteilt sich zu 137 auf das Eigenkapital und zu 13 auf das Fremdkapital. Aus dem Vergleich des Verkaufserlöses, der dem Eigenkapital zuzurechnen ist, mit dem ursprünglich eingesetzten Eigenkapital von 50 ergibt sich eine Rendite von 174 Prozent über die Dauer der Beteiligung, d. h. eine IRR von ca. 22 Prozent.⁴² Vergleicht man das mit der Rendite im Fall 2, so ergibt sich folgendes Bild: Im Fall 2 wird vollständig durch Eigenkapital finanziert. Der jährliche Liquiditätsfluss aus der Beteiligung wird vollständig zur Zahlung von Dividenden an den Finanzinvestor verwendet. Aus den jährlichen Dividendenzahlungen an den Finanzinvestor und dem Verkauf der Beteiligung Ende des Jahres 05 zu 150 ergibt sich eine IRR von 17 Prozent auf das eingesetzte Eigenkapital, d. h. 5 Prozentpunkte weniger als im Fall 1.

Könnte der Finanzinvestor im Fall 1 ebenfalls 100 an Eigenkapital einsetzen, d. h. die ihm verbleibenden 50 zu vergleichbaren Konditionen in ein andres Projekt investieren, dann ergibt sich eine Rendite von 22 Prozent im Fall 1 und 17 Prozent im Fall 2. Abbildung 7 zeigt zusammenfassend den Einfluss unterschiedlicher Leverage-Level – unter den im Beispiel genannten Bedingungen – auf die erzielbaren Erträge. So erreicht der Finanzinvestor beispielsweise eine IRR von 25 Prozent im Vergleich zu den 22 Prozent im Fall 1, wenn es ihm gelingt, den Leverage von 50 Prozent auf 60 Prozent zu erhöhen, d. h. wenn er die Verschuldungsquote auf 60 % ausweitet und nur 40 % Eigenkapital einsetzt.

Eigenkapital-betrag	30	40	50	60	70	80	90	100
IRR	29,0%	25,0%	22,3%	20,4%	18,9%	17,9%	17,0%	17,1%

Abbildung 7: Entwicklung der IRR

Aus den bisherigen Überlegungen wird deutlich, warum Finanzinvestoren grundsätzlich einen möglichst hohen Fremdkapitalanteil an der Finanzierung einer Beteiligung anstreben, wobei sie allerdings ebenso sicherstellen müssen,

⁴¹ Die Zinsberechnung basiert aus Vereinfachungsgründen auf einem durchschnittlichen jährlichen Fremdkapitalbetrag, z. B. im Jahr 01: $((50+43,8)/2) \times 8\%$ usw.. Die Tilgung ergibt sich aus dem Cash Flow (10 jährlich) – Zinsaufwand, z. B. im Jahr 01: $10-3,8 = 6,2$, im Jahr 02: $10-3,2 = 6,8$ usw.

⁴² 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 Prozent auf die Erträge eine Renditesteigerung von durchschnittlich ca. 1,5 Prozent von 22,3 Prozent auf 23,9 Prozent bewirkt.

dass das übernommene Unternehmen auch in schwierigen Zeiten der finanziellen Belastung durch Zinsaufwendungen und Tilgungsleistungen gewachsen ist. Ein Investor wird der Beteiligung daher genau jenes Maß an Fremdkapital zuzuordnen versuchen, das aus dem Cash Flow des Unternehmens während der Dauer der Beteiligung voraussichtlich bedient werden kann. Mit den Fremdkapitalgebern werden klare Vorgaben für das Verhältnis von Cash Flow zu Zins- und Tilgungszahlungen vereinbart – so genannte Financial Covenants –, die zwingend eingehalten werden müssen, um die vertragliche Finanzierungsarchitektur 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 Finanzinvestoren weiterhin zu verringern und damit einen noch höheren Leverage zu erreichen („Recap“ genannt). Ein Anwendungsgebiet, das in jüngster Zeit enorm an Bedeutung gewonnen hat, ist beispielsweise die so genannte Dividenden-Refinanzierung oder Dividend-Recap(italisation) von Unternehmensbeteiligungen. Abbildung 8 gibt einen möglichen Dividend-Recap für unser Beispiel 1 graphisch wieder.

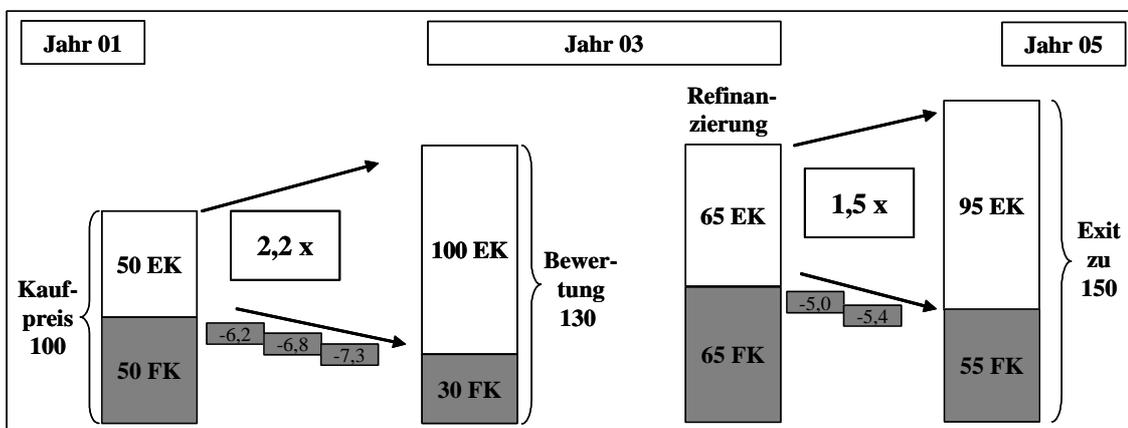


Abbildung 8: Beispiel für einen Dividend-Recap

Im Beispiel gehen wir davon aus, dass sich die Fremdkapitalgeber aufgrund einer positiven Entwicklung des übernommenen Unternehmens seit der Buy out-Finanzierung und der damit verbundenen Rückzahlung eines erheblichen Teils der Verbindlichkeiten (20,3 von ursprünglich 50) bereit erklären, die Rekapitalisierung des Unternehmens zu ähnlichen Bedingungen wie bei der Buy out-Finanzierung (50 Prozent Eigenkapital und 50 Prozent Fremdkapital) zu unterstützen. Aufgrund der verbesserten finanziellen Leistungsfähigkeit des Unternehmens ist der Unternehmenswert in der Zwischenzeit auf 130 gestie-

gen, so dass sich bei einer Refinanzierung mit je 50 Prozent Eigen- und Fremdkapital ein Fremdkapitalbeitrag von 65 ergibt. Das bedeutet für die Fremdkapitalgeber, dass sie zusätzliches Fremdkapital von 35,3 zur Verfügung stellen können.⁴³ Den Vermögenszuwachs (Steigerung des Unternehmenswertes) kann der Finanzinvestor liquidieren, d. h. sich in Form einer Sonderdividende auszahlen lassen. Dadurch wird ihm ein Teil des von ihm beim Unternehmenserwerb eingesetzten Eigenkapitals bereits vor dem eigentlichen Exit in Form einer Sonderdividende zurückgezahlt. Das führt außerdem dazu, dass die Rendite über die gesamte Laufzeit der Beteiligung auf 24,6 Prozent steigt im Vergleich zu 22,3 Prozent ohne Dividend-Recap.

Für den Finanzinvestor stellen Dividenden-Recaps eine attraktive zusätzliche Exit-Alternative dar, um sich schon frühzeitig eine hohe Rendite zu sichern. Für die betroffenen Unternehmen stellt sich die Situation allerdings anders dar. Sie werden ihres Vermögens beraubt und müssen unter Umständen sogar neue Schulden aufnehmen, um die Dividenden an die Finanzinvestoren auszusahlen. Auch für die Fremdkapitalgeber erhöht sich das Risiko deutlich. Während in der Vergangenheit daher nur wenige Banken bereit waren, die aus einem Dividend-Recap resultierende strukturelle Subordinierung (Unterordnung) ihres Fremdkapitals gegenüber dem Eigenkapital des Finanzinvestors zu akzeptieren, hat sich diese Form des teilweisen Ausstiegs in den letzten Jahren weitgehend am Markt etabliert.⁴⁴

Ein Beispiel ist Cognis: Ende des Jahres 2001 kauften die Finanzinvestoren Permira, Goldman Sachs und Schroder Ventures die ehemalige Henkel-Chemie für 1,3 Milliarden Euro. Wie in der Branche üblich, wurde die Übernahme nur zu einem kleineren Teil mit Eigenkapital (450 Millionen Euro) finanziert. Den größeren Teil steuerten die Banken zum Kaufpreis bei. Bereits zweiinhalb Jahre nach dem Einstieg gönnten sich die Finanzinvestoren 320 Millionen Euro im Rahmen einer Rekapitalisierung. Und im Januar 2005 begab Cognis eine Anleihe im Volumen von 530 Millionen Euro, wobei die Kapitalzuflüsse wiederum an die Finanzinvestoren gingen. Diese haben ihren Einsatz damit nahezu schon verdoppelt. Die Folgen für Cognis: eine weitaus höhere Verschuldung als vor dem Einstieg der Finanzinvestoren und damit wesentlich höhere Zinsbelastungen, die auch dazu beitrugen, dass Cognis im Jahr 2004

⁴³ Von ursprünglich 50 Fremdkapital Anfang des Jahres 01 wurden bereits 20,3 bis Ende des Jahres 03 getilgt, d. h. zum Zeitpunkt der Refinanzierung ist ein Restbetrag von 29,7 Fremdkapital im Unternehmen investiert. Um diesen Betrag auf 65 zu erhöhen, bedarf es 35,3 zusätzliches Fremdkapital.

⁴⁴ Vgl. 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, hier S. 181.

einen Verlust von 34 Millionen Euro auswies. Das passt jedoch so gar nicht in das Bild der Branche, die verspricht, ihre Rendite durch eine Wertsteigerung der Unternehmen zu erzielen. Fälle wie Cognis zeigen, dass mitunter zwar die Rendite der Finanzinvestoren stimmt, diese den Beweis der Wertsteigerung aber schuldig bleiben.

Rekapitalisierungen nutzen Finanzinvestoren also als eine Ausstiegsmöglichkeit aus den Unternehmen, an denen sie sich beteiligt haben. Auf dem Risiko durch die höheren Schulden bleiben nicht nur die Unternehmen sitzen, sondern auch die Fremdkapitalgeber.⁴⁵ Oftmals werden Unternehmen, die von Finanzinvestoren übernommen wurden, durch die internationalen Ratingagenturen im Rating herabgestuft bzw. werden unterhalb des Investment Grade eingestuft, also als „Ramschschuldner“ eingeschätzt.⁴⁶ In einer schlechteren Risikoposition befinden sich nicht zuletzt auch die Arbeitnehmer, deren Arbeitsplätze nach Übernahme durch einen Finanzinvestor häufig gefährdet sind.

Was geschieht, wenn es nicht so läuft, wie sich der Finanzinvestor die Entwicklung eines Unternehmens vorstellt, zeigt wiederum das Beispiel Cognis: Weil die Geschäftsführung Ertragsprobleme festzustellen glaubte, wurde die Belegschaft im Jahr 2004 um 5 Prozent (minus 500 Stellen) reduziert. In den Worten des kaufmännischen Leiters, Arnold Kiel, klang das im Oktober 2004 so: „Der neue Eigentümer hat uns direkter als es vorher war, mit den Anforderungen des Kapitalmarktes konfrontiert. Wir werden jetzt konsequent auf Cash gemagt. Das heißt, wir müssen jeden Monat sicherstellen, dass wir erfolgreich wirtschaften. Anders als früher können wir uns keinen unnötigen Luxus mehr leisten.“. Insgesamt betrachtet ist das Klima zwischen Management und Beschäftigten nach Einschätzung des Betriebsratsvorsitzenden, Thomas Fischer, rauer geworden. Wegen des bereits für das Jahr 2006 geplanten Ausstiegs der Finanzinvestoren steht die Belegschaft von Cognis zusätzlich unter Druck, weil man nach Fischer nicht weiß, was in zwei Jahren passiert. Geplant ist, die Firma dann an die Börse zu bringen; doch ob das klappt, ist offen.⁴⁷

⁴⁵ Vgl. o. V.: Für Unternehmensanleihen wird die Luft dünn, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 5 vom 06.01.2006, S. 19.

⁴⁶ Vgl. o. V.: Finanzinvestoren greifen schnell in die Kasse, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 92 vom 21.04. 2005, S. 21.

⁴⁷ Vgl. Thöring, C.: Finanzinvestoren erobern NRW. Der Unternehmensumbau ist nicht zu stoppen, in: http://www.wdr.de/themen/wirtschaft/geld-_und_kreditwesen/finanzinvestoren/index.jhtml, Stand 19.10.2004.

2.6 Information und Beteiligung der Organe der Betriebsverfassung

Zur Erreichung ihrer ambitionierten Renditeziele streben Finanzinvestoren häufig Umstrukturierungen ihrer Beteiligungsunternehmen an, wobei in vielerlei Hinsicht Arbeitnehmerinteressen berührt werden. Für die Arbeitnehmer geht es dann vor allem um die Frage, welchen Einfluss die jeweiligen Maßnahmen auf den Bestand der Arbeitsverhältnisse haben, ob und inwieweit Regelungen über Lohn und Gehalt, Urlaub, Arbeitszeit und betriebliche Altersversorgung verändert werden bzw. überhaupt verändert werden können und welche Konsequenzen die entsprechenden Maßnahmen für die Arbeitnehmervertreter im Betriebsrat, Wirtschaftsausschuss und gegebenenfalls Aufsichtsrat haben. Hier stellt sich die Frage, ob und inwieweit die Organe der Betriebsverfassung, allen voran ein etwaig vorhandener Betriebsrat, über Restrukturierungen informiert und im Rahmen von Interessenausgleichs- und Sozialplanverhandlungen in den Prozess einzubinden sind.⁴⁸

Im Hinblick auf die Beteiligung eines Finanzinvestors stellt sich die grundsätzliche Frage, ob ein ggf. vorhandener Betriebsrat vorab über das Finanzinvestment und die damit verbundenen Veränderungen zu informieren und an dem Prozess zu beteiligen ist. Geht die Investition mit einer so genannten Betriebsänderung nach § 613a BGB einher, hat der Arbeitgeber hierüber rechtzeitig und umfassend mit dem Betriebsrat zu beraten und einen Interessenausgleich und Sozialplan zu verhandeln, es sei denn, im Unternehmen werden in der Regel 20 oder weniger wahlberechtigte Arbeitnehmer beschäftigt. Über die Gestaltung des Beteiligungsvertrages (Unternehmenskauf) muss der Betriebsrat jedoch nicht informiert werden. Im Falle eines reinen Gesellschafterwechsels oder der Aufnahme eines neuen Gesellschafters liegt ein Betriebsübergang allerdings nicht vor, und zwar auch dann nicht, wenn alle Gesellschafter ausscheiden und ihre Gesellschaftsanteile auf einen oder mehrere Investoren übertragen. Schließlich ändert sich im Betrieb durch den Wechsel der Gesellschafter zunächst nichts.

Besteht im Unternehmen ein Wirtschaftsausschuss, weil mehr als 100 Arbeitnehmer beschäftigt werden und ein Wirtschaftsausschuss vom Betriebsrat errichtet wurde, gilt Folgendes: Der Wirtschaftsausschuss ist rechtzeitig und umfassend über alle wirtschaftlichen Angelegenheiten des Unternehmens zu unterrichten, soweit dadurch nicht Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse berührt sind. Letzteres kann nur in Ausnahmefällen angenommen werden. Zu den wirt-

⁴⁸ Vgl. Bittmann, B.: Arbeits- und dienstvertragsrechtliche Fragestellungen, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 323-353, hier S. 326.

schaftlichen Angelegenheiten eines Unternehmens, über die der Wirtschaftsausschuss zu unterrichten ist, gehören ausdrücklich auch die wirtschaftliche und finanzielle Lage des Unternehmens, der Zusammenschluss und die Spaltung von Unternehmen oder Betrieben sowie nicht zuletzt alle Vorgänge und Vorhaben, die die Interessen der Arbeitnehmer des Unternehmens wesentlich berühren können. Die geplante Hereinnahme eines Finanzinvestors ist daher im Regelfall im Wirtschaftsausschuss zu erörtern.

Informations- und Beteiligungsrechte stehen dem Betriebsrat dann zu, wenn es zu konkreten betrieblichen Änderungen kommt, die die neue Geschäftsführung infolge der Veränderungen auf der Gesellschafterebene plant.⁴⁹ In der Regel gehen Umstrukturierungen in Unternehmen mit Veränderungen im Personalbereich, namentlich mit Versetzungen, Umgruppierungen und Änderungs- bzw. Beendigungskündigungen einher. Soweit es um Arbeitnehmer geht, die nicht als leitende Angestellte im Sinne des Betriebsverfassungsgesetzes gelten, stehen dem Betriebsrat weit reichende Informations- und Beteiligungsrechte zu. So hat der Arbeitgeber in Unternehmen mit in der Regel mehr als 20 wahlberechtigten Arbeitnehmern den Betriebsrat über jede Einstellung, Eingruppierung, Umgruppierung und Versetzung vorab zu unterrichten und um Zustimmung zu bitten.⁵⁰ Will der Arbeitgeber eine Änderungs- oder Beendigungskündigung aussprechen, hat er den Betriebsrat zuvor unter Angabe von Gründen anzuhören; eine ohne Anhörung des Betriebsrates ausgesprochene Kündigung ist unwirksam.⁵¹ Besonderheiten gelten im Falle von Massenentlassungen.⁵² Erreicht der Personalabbau gewisse Größenordnungen, sind die geplanten Entlassungen der zuständigen Arbeitsagentur zu melden. Vorab ist der Betriebsrat gemäß den gesetzlichen Anforderungen zu unterrichten. Das wiederum ist gegenüber der Arbeitsagentur nachzuweisen. Erfolgt die Anzeige der geplanten Massenentlassung nicht oder nicht ordnungsgemäß, ist die Kündigung unwirksam, wenn die Arbeitnehmer sich auf den Gesetzesverstoß berufen.

Sonstige Organe der Betriebsverfassung, die bei Umstrukturierungen zu beteiligen sind, sind der Wirtschaftsausschuss, der Sprecherausschuss und ein ggf. vorhandener europäischer Betriebsrat. Besteht im Unternehmen ein so genannter Sprecherausschuss, der die Interessen der leitenden Angestellten vertreten soll, ist er vor jeder Kündigung eines leitenden Angestellten anzuhören; sonstige personelle Veränderungen eines leitenden Angestellten sind ihm

⁴⁹ Vgl. Hexel, C., Behrendt, M.: Haftung bei fehlerhafter Auskunft, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 9 vom 11.01.2006, S. 21.

⁵⁰ Vgl. § 99 Betriebsverfassungsgesetz.

⁵¹ Vgl. § 102 Betriebsverfassungsgesetz.

⁵² Vgl. § 17 ff. Betriebsverfassungsgesetz.

rechtzeitig mitzuteilen.⁵³ Ist das Unternehmen EU-weit tätig oder gehört es einer entsprechenden Unternehmensgruppe an und wurde ein Europäischer Betriebsrat gebildet, ist er bei Umstrukturierungsmaßnahmen im Regelfall ebenfalls zu beteiligen, sofern es sich um Angelegenheiten handelt, die Betriebe bzw. Unternehmen in verschiedenen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union betreffen.⁵⁴

⁵³ Vgl. § 31 Sprecherausschussgesetz.

⁵⁴ Vgl. §§ 31 ff. Europäisches Betriebsräte-Gesetz.

3. Empirische Ergebnisse in Form fallbezogener Wirkungsanalysen

3.1 Der Fall Edscha

3.1.1 Kurzer historischer Überblick

Die Geschichte von Edscha geht auf die Gründung einer Firma zur Fertigung von Beschlägen für Kutschwagen, Bremsen, Schlösser und Scharniere durch Eduard Scharwächter im Jahr 1870 in Remscheid zurück. Bereits in den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts belieferte das Unternehmen die damals entstehende Automobilindustrie. Unter der Führung von Richard Albert Bremicker, dem Großneffen des Firmengründers, wurde die Geschäftstätigkeit des Unternehmens in der Nachkriegszeit fortgeführt und schrittweise um verschiedene Geschäftsbereiche erweitert. Heute bedient Edscha von 31 Standorten weltweit, davon 21 Produktionsstandorten, nahezu alle Automobilhersteller mit seinen Produkten und seinem Know how. Bis vor kurzem umfasste das Geschäft von Edscha die Bereiche Scharniersysteme, Cabrio-Dachsysteme, Betätigungssysteme, Lkw-Schiebeverdecke und Fahrzeugentwicklung.⁵⁵ Im Geschäftsjahr 2004/2005 erwirtschafteten rund 6.900 Mitarbeiter einen Umsatz von 934 Millionen Euro. Damit gehörte das Unternehmen zu den 100 größten Automobilzulieferern der Welt.⁵⁶

1997, nach dem Tode von Richard Albert Bremicker, veräußerten die Familiengesellschafter ihre Anteile an der damaligen Eduard Scharwächter Gruppe im Rahmen eines Management Buy Out (MBO) an den seit 1994 als Geschäftsführer tätigen Horst Kuschetzki und die ausländischen Finanzinvestoren PCI-Parcom, Flint Echo und NatWest. 1999 wurde das Unternehmen an der Börse eingeführt. Zu diesem Zweck wurde unter anderem das Grundkapital auf Euro umgestellt und um 5,7 Millionen Euro auf 18,5 Millionen Euro gegen Bareinlage erhöht. Die hieraus resultierenden 2,85 Millionen Aktien wurden zu einem Preis von 13 Euro platziert. Im Dezember des Jahres 2002 verkauften die Finanzinvestoren PCI-Parcom, Flint Echo und NatWest sowie der Geschäftsführer Kuschetzki, die auch nach der Börseneinführung gemeinsam noch die Mehrheit an Edscha hielten, im Rahmen eines Secondary MBO ihre Anteile an The Carlyle Group, einen finanzstarken und in der Automobilindustrie erfahrenen Finanzinvestor.⁵⁷

⁵⁵ Der Bereich Lkw-Schiebeverdecke wurde per 30.09.2005 an VGB, einen schwedischen Hersteller von Lkw-Anhängerkupplungen, verkauft. Vgl. Hamprecht, G.: Ausverkauf bei Edscha hat begonnen, in: <http://automobilwoche.com/cgi-bin/news> vom 09.10.2005.

⁵⁶ Die Edscha AG hat ein vom Kalenderjahr abweichendes Geschäftsjahr, das jeweils am 30. Juni endet.

⁵⁷ Vgl. <http://www.edscha.com/set.php3?1&4&de>, Stand:16.12.2005.

3.1.2 Abwicklung des Beteiligungserwerbs durch den Geschäftsführer Horst Kuschetzki und die ausländischen Finanzinvestoren PCI-Parcom, Flint Echo und NatWest

Anfang der 90er Jahre des letzten Jahrhunderts kämpfte Edscha um sein Überleben. Wachsende internationale Konkurrenz, drastisch gesunkene Verkaufspreise aufgrund des so genannten Lopez-Effekts⁵⁸ und ein zeitgleich eintretender Einbruch der Automobilkonjunktur trafen das Familienunternehmen unvorbereitet. Brauchbare Controlling- und Planungsinstrumente fehlten, eine langfristige Unternehmensstrategie war nicht definiert, und die Nachfolge des 1990 in Ruhestand getretenen Seniorchefs war nicht geregelt. Im Jahr 1994 kam Horst Kuschetzki als kaufmännischer Geschäftsführer zu Edscha und wirkte in dieser Funktion maßgeblich an der Sanierung des Unternehmens mit. Nach der Einschätzung unserer Interviewpartner hätte die Firma ohne sein Wirken nicht überlebt.

1996 machte das Unternehmen wieder moderate Gewinne. Den Erben des Firmenpatriarchen Richard Albert Bremicker schien die Gelegenheit günstig, und sie erwogen einen Verkauf an einen großen amerikanischen Zulieferer. Horst Kuschetzki sah die eingeschlagene Strategie gefährdet und begann nach einer Alternative zu suchen, die den unabhängigen Fortbestand des Unternehmens ermöglichen würde. Er signalisierte den Familiengeschaftern sein Interesse, das Unternehmen im Wege eines MBO zu übernehmen. Da die Erben den Fortbestand des Unternehmens höher einschätzten als die Maximierung des Verkaufspreises, stieß Kuschetzkis Angebot auf Interesse. Zunächst erwog er, das Unternehmen allein zu übernehmen, was jedoch an Finanzierungsschwierigkeiten scheiterte. Danach nahm er Kontakt zu verschiedenen Finanzinvestoren auf, deren Interesse schnell geweckt war. Aufgrund der guten Marktposition und eines hohen Nachholbedarfs bei der Internationalisierung der Gesellschaft versprach Edscha trotz einer relativ geringen Eigenkapitalquote und einer damals noch geringen Ertragskraft eine lohnende Investition zu sein. Die Investoren trauten Edscha ein hohes Wertsteigerungspotential zu. Dank eines gesunden Cash Flow war auch eine entsprechende Fremdfinanzierung darstellbar.⁵⁹ Kuschetzkis Wahl fiel auf eine von der niederländischen PCI Parcom⁶⁰ geführte Investorengruppe, zu der neben NatWest Ventures aus

⁵⁸ López-Effekt: Dieser Begriff steht für eine aggressive Nutzung von Nachfragemacht der Automobilhersteller gegenüber Automobilzulieferern.

⁵⁹ Vgl. Nadol, C.: Ein Dach auf Zeit, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 409-426, hier S. 412.

⁶⁰ Eine Tochter der niederländischen ING Gruppe.

London noch die niederländische Flint Echo gehörte. Am 12. April 1997 erwarb er zusammen mit den Finanzinvestoren alle Geschäftsanteile von der Eigentümerfamilie. Kuschetzki beteiligte sich mit deutlich mehr als einer Sperrminorität von 25 Prozent am Unternehmen. Mit einem Volumen von umgerechnet 130 Millionen Euro gehörte der MBO zu den bis dahin größten in Deutschland.⁶¹

3.1.2.1 Auswirkungen der Übernahme auf die finanzielle und geschäftspolitische Entwicklung der Edscha AG

Nach einer ausführlichen Bestandsaufnahme erarbeitete Kuschetzki zunächst eine neue Strategie – die laut eigenem Firmenprofil heute noch gültig ist – und im Kern die Ausrichtung auf das Automobilgeschäft und dort auf solche Nischensegmente beinhaltete, in denen Edscha eine führende Marktposition inne hat oder mittelfristig erreichen kann. Diese „best in class“-Philosophie hatte Konsequenzen für das Produktportfolio: Scharniere für Anwendungsgebiete außerhalb des Automobils mussten ebenso weichen wie Schrauben und Fahrerinnen für Gabelstapler und Baumaschinen. Das Geschäft mit Scharnieren für Automobile wurde dagegen massiv ausgebaut. Im Bereich Scharniersysteme ist Edscha nach eigenen Angaben Marktführer für Türscharniere und -feststeller mit einem Weltmarktanteil von über 50 Prozent. Bei Cabrio-Dachsystemen gehört Edscha mit rund 30 Prozent Marktanteil zu den größten Herstellern in Europa. Bei Betätigungssystemen zählt das Unternehmen zu den führenden Herstellern für Pedalwerke und Feststellbremsen. Und mit dem Fahrzeugentwickler IVM Automotive gehört ein großer und leistungsfähiger Entwicklungspartner der Automobilindustrie in Europa zum Unternehmen.⁶²

Mit der neuen strategischen Ausrichtung entwickelte sich Edscha unter der Führung von Kuschetzki in den folgenden Jahren gut. Kaum zwei Jahre nach dem MBO war der Umsatz um rund ein Drittel auf knapp eine halbe Milliarde Euro angestiegen, und das operative Ergebnis hatte sich mehr als verdoppelt.⁶³ Aufgrund der guten Entwicklung sahen die ausländischen Gesellschafter alle Voraussetzungen dafür gegeben, ihren Ausstieg vorzubereiten und ihre Anteile zu versilbern. Zu diesem Zweck sollte Edscha an die Börse gebracht werden. Zur Vorbereitung des Börsengangs wurde die Edscha GmbH im Dezember 1998 in Edscha AG umfirmiert. Zu diesem Zeitpunkt wurden zwei Drittel des Grundkapitals des Unternehmens von den Finanzinvestoren gehalten, davon

⁶¹ Vgl. Nadol, C.: Ein Dach auf Zeit, a. a. O., S. 413.

⁶² Vgl. <http://www.edscha.com/edscha/strategie/übersicht>, Stand: 16.12.2005.

⁶³ Vgl. <http://www.edscha.com/finanzdaten/index.htm>, Stand: 16.12.2005.

38,2 Prozent von PCI Edscha Partners⁶⁴, 22,9 Prozent von NatWest Ventures und 5,7 Prozent von Flint Echo. Das verbleibende Drittel war im Besitz von Kusnetzki. Die Hauptversammlung vom 1. März 1999 beschloss die Anhebung des Grundkapitals auf 18,5 Millionen Euro gegen Bareinlage. Die daraus resultierenden 2,85 Millionen neuen Aktien⁶⁵ wurden der Öffentlichkeit zwischen dem 19. und 29. März 1999 zur Zeichnung angeboten. Als Emissionspreis wurden 13 Euro festgelegt. Aus dem Börsengang flossen der Edscha AG damit Mittel in Höhe von 37 Millionen Euro zu.

Allerdings entsprach der Preis von 13 Euro je Aktie nicht annähernd dem Wert, den die Gesellschafter als „echten“ Wert für ihr Unternehmen ansahen. Das ist wohl auch der Grund dafür, dass Edscha heute bereits in der zweiten Runde über Private Equity-Investitionen finanziert ist. Ursprünglich hatten PCI Parcom und NatWest die Hälfte ihrer Anteile an der Börse platzieren wollen, womit der Anteil der Finanzinvestoren an Edscha auf unter 20 Prozent gesunken wäre und der Streubesitz über 50 Prozent betragen hätte. Als jedoch Ende März 1999 die Bookbuilding-Spanne⁶⁶ feststand und die Erlösvorstellungen der Finanzinvestoren nicht erreichte, waren diese nicht mehr bereit, eigene Aktien zu verkaufen, wenn es für den Greenshoe⁶⁷ nicht unbedingt erforderlich wäre. Der Streubesitz im Zuge der Kapitalerhöhung erreichte somit nur 29 Prozent, und die Finanzinvestoren blieben nach wie vor im Besitz von mehr als 40 Prozent des Kapitals. Damit war der Streubesitz zu gering, um das Unternehmen für institutionelle Anleger interessant werden zu lassen. Zudem war der Anteil der Finanzinvestoren zu groß, um ihn problemlos an der Börse platzieren zu können.⁶⁸

Trotzdem entfaltete die Börsennotierung positive Wirkungen auf Edscha. Die hohen Transparenzstandards (im Detail auf der Internetseite der Deutschen Börse einsehbar) des ausgewählten SMAX-Segments förderten eine offene Kommunikation nach innen wie nach außen. Das Vertrauen der Automobilhersteller stieg auf diese Weise genauso wie die Bekanntheit in der Öffentlichkeit und die Identifikation der Mitarbeiter. Auch unsere Interviewpartner lobten die verbesserte Information und Kommunikation im Vergleich zu den Zeiten, als

⁶⁴ Eine Tochter der PCI Parcom.

⁶⁵ Zuzüglich weiterer 344.907 Aktien aus dem Besitz der Altaktionäre im Rahmen eines Greenshoe.

⁶⁶ Das Bookbuilding-Verfahren ist ein aus dem angelsächsischen Raum stammendes Verfahren zur Ermittlung eines marktgerechten Emissionspreises von Aktien.

⁶⁷ Der so genannte Greenshoe (die Mehrzuteilungsoption) ist die Wertpapierreserve des Emittenten bei einem Börsengang im Rahmen des Bookbuilding-Verfahrens. Ist eine Neuemission überzeichnet, also die Nachfrage größer als das Angebot, können die Konsortialbanken zusätzliche Wertpapiere zu denselben Bedingungen (Preis) abgeben. Der Greenshoe wurde bei Edscha nicht gezogen.

⁶⁸ Vgl. Nadol, C.: Ein Dach auf Zeit, a. a. O., S. 416.

Edscha noch ein Familienunternehmen war und der Firmenpatriarch Bremicker allein regierte. Wichtige Finanzkennzahlen entwickelten sich positiv. Sowohl durch Zukäufe als auch aus eigener Kraft wuchs der Umsatz erheblich. Zugleich gelang es, die Produktivität und die Gewinnmargen in allen Geschäftsbereichen deutlich zu steigern, wobei parallel die Beschäftigung kontinuierlich von 3.811 Beschäftigten im Durchschnitt des Geschäftsjahres 1997/1998 auf 5.044 Beschäftigte im Durchschnitt des Geschäftsjahres 2001/2002 stieg. Im Geschäftsjahr 2001/2002 betrug das EBIT des Unternehmens 7,8 Prozent vom Umsatz gegenüber 1,0 Prozent im Geschäftsjahr 1996/1997. Als Folge dieser positiven Entwicklung stieg auch der Unternehmenswert, was täglich am Börsenkurs abzulesen war. In gut dreieinhalb Jahren Börsennotierung⁶⁹ verdoppelte die Edscha-Aktie ihren Kurs, stand für einige Zeit an der Spitze des SMAX-Auswahlindexes SDAX und verfehlte mehrfach nur knapp den Aufstieg in den MDAX.⁷⁰

3.1.3 Kauf der Edscha-Anteile durch den Finanzinvestor The Carlyle Group

Als sich im Frühjahr 2002, nach fünf Jahren Beteiligung an Edscha, der Anlagehorizont von PCI Parcom dem Ende zuneigte, ging es dem Unternehmen prächtig – ein guter Zeitpunkt demnach für die Finanzinvestoren, die durch die Wertsteigerungen aufgelaufene Rendite zu realisieren und ihre Anteile an der Edscha AG zu veräußern. Die Deutsche Beteiligungs AG, die erst im Oktober 2000 den 15prozentigen Anteil von der britischen Bridgepoint Capital⁷¹ übernommen hatte, schloss sich PCI Parcom an. Somit standen 43 Prozent des Aktienkapitals zum Verkauf. Aufgrund der schlechten Börsenstimmung entschieden sich die beiden Finanzinvestoren, denen sich in der Folge auch Flint Echo anschloss, ihre Anteile als komplettes Paket außerhalb der Börse zu veräußern. Zu diesem Zweck wurde über eine beauftragte Investmentbank ein strukturierter Verkaufsprozess eingeleitet, der im November 2002 beendet wurde. Mit 26 Euro bekam der in der Automobilindustrie erfahrene Finanzinvestor Carlyle den Zuschlag. Carlyle war auch am Erwerb des 23 Prozent-Pakets von Kuschetzki interessiert, um möglichst nahe an die für einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag benötigte Mehrheit von 75 Prozent zu gelangen. Kuschetzki entschloss sich, seine Beteiligung ebenfalls zu veräu-

⁶⁹ Vom 31.03.1999 bis zum 12.11.2002, als der zweite MBO und ein öffentliches Übernahmeangebot durch die EdCar Beteiligungs GmbH & Co. KG angekündigt wurde.

⁷⁰ Vgl. Nadol, C.: Ein Dach auf Zeit, a. a. O., S. 417.

⁷¹ Nach der Übernahme der National Westminster Bank (NatWest Bank) durch die Royal Bank of Scotland war die von der Tochter NatWest Ventures gehaltene Beteiligung im Rahmen eines MBOs auf die Bridgepoint Capital übergegangen.

ßern, nicht jedoch, ohne zugleich eine indirekte Beteiligung des gesamten vierköpfigen Vorstandes von Edscha am Unternehmen zu verhandeln. Unter dem Dach der EdCar Beteiligungs GmbH & Co. KG fanden die Vorstände und der Finanzinvestor zusammen.

Im Dezember 2002 übernahm die EdCar Beteiligungs GmbH & Co. KG, eine Erwerbengesellschaft, an der der ausländische Finanzinvestor Carlyle mehrheitlich beteiligt ist, 70,5 Prozent des Grundkapitals der Edscha AG von den Mehrheitsaktionären zum Preis von 26 Euro je Aktie. Das Transaktionsvolumen belief sich auf cirka 245 Millionen Euro – nahezu das Doppelte des MBO aus dem Jahr 1997 – und war damit bis zu diesem Zeitpunkt einer der größten Secondary Buy Outs in Deutschland. Im Rahmen eines begleitenden Angebots an die freien Aktionäre stieg dieser Anteil bis Anfang Februar 2003 auf über 98 Prozent. Damit war auch die Voraussetzung für einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegeben – eine Möglichkeit, die der Gesetzgeber seit der Änderung des Aktiengesetzes im Januar 2002 für börsennotierte Aktiengesellschaften vorsieht, deren Hauptaktionär mehr als 95 Prozent des Grundkapitals hält. Bis Ende Februar leitete die EdCar Beteiligungs GmbH & Co. KG die Übernahme der restlichen Edscha-Aktien im Rahmen eines so genannten Squeeze Out-Verfahrens⁷² ein. Eine außerordentliche Hauptversammlung stimmte dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ebenso wie dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre zu.

Gegen die Beschlüsse der Hauptversammlung vom 23. Mai 2003 über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit EdCar und den Ausschluss der Minderheitsaktionäre wurde von einigen Aktionären Anfechtungsklage erhoben. Die Anfechtung stand der Eintragung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages in das Handelsregister der Edscha AG nicht entgegen. Die Eintragung erfolgte am 4. Juni 2003, womit der Vertrag für das Geschäftsjahr 2003/2004 gültig wurde. Erst Ende Januar 2004 stellte das Oberlandesgericht Düsseldorf rechtskräftig fest, dass auch die gegen den Übertragungsbeschluss erhobenen Anfechtungsklagen nicht begründet seien und daher einer Eintragung in das Handelsregister der Edscha AG nicht entgegenstünden. Am 29. Januar gingen mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses sämtliche Aktien der Minderheitsaktionäre der Edscha AG auf die EdCar Beteiligungs GmbH & Co. KG über. Der Börsenhandel der Edscha-Aktie wurde noch am selben Tag eingestellt. Die Börsenzulassung wurde Mitte Februar 2004 widerrufen. 15 Monate nach dem öffentlichen Kaufangebot und fast ein Jahr nach der Einleitung des Squeeze Out-Verfahrens waren der zweite Management

⁷² Squeeze Out (engl. Herausdrücken) bezeichnet den zwangsweisen Ausschluss von Minderheitsaktionären aus einer Aktiengesellschaft.

Buy Out und der Rückzug der Edscha AG von der Börse damit abgeschlossen.⁷³

3.1.3.1 Auswirkungen der Übernahme auf die geschäftspolitische Entwicklung und die Mitarbeiter der Edscha AG

Mittlerweile ist Carlyle seit drei Jahren an Edscha beteiligt. Verglichen mit der sehr positiven Entwicklung, die Edscha während der Beteiligung von PCI Parcom, NatWest und Flint Echo genommen hat, stellt sich die Situation für das Unternehmen heute wesentlich schlechter dar. Ein schwacher Dollar und der Einbruch der Automobilkonjunktur haben die Wachstumsgeschwindigkeit des Unternehmens in den Geschäftsjahren 2002/2003 und 2003/2004 erheblich gedrosselt. Im Geschäftsjahr 2004/2005 ging der Umsatz laut vorläufigen Zahlen im Vergleich zum Vorjahr sogar um 5 Prozent auf 934 Millionen Euro zurück. Das größte Problem aber, vor dem Edscha steht, sind die Preisnachlässe, die die Automobilhersteller aufgrund ihrer eigenen Rabattschlachten von ihren Zulieferern fordern. Außerdem belasten die steigenden Rohstoff- und Energiepreise. Viele Automobilzulieferer geraten zunehmend in Not. Die Beratungsfirma A.T Kearny hält eine Marktberreinigung in der Branche für unausweichlich. Der scharfe Wettbewerb im nur noch mäßig wachsenden Markt und der enorme Druck der Hersteller treiben die Zulieferer in ein so genanntes „Merger-Endgame“, was nicht anderes bedeutet als: Fressen oder gefressen werden.⁷⁴

Vor diesem Hintergrund sind Automobilzulieferer – wie dieses Fallbeispiel Edscha zeigt – ein beliebtes Ziel für ausländische Finanzinvestoren. Diese hoffen auf einen günstigen Einstieg, um die Unternehmen nach einer Restrukturierung mit viel Gewinn wieder veräußern zu können. Deutsche Automobilzulieferer befinden sich in einer Schlüsselposition gegenüber den deutschen Automobilherstellern, dem Kern der deutschen Industrie. Ausländische Finanzinvestoren, die sich in deutsche Automobilzulieferer einkaufen, sitzen dann ganz nah an diesem Kern und erhalten Einblick, Kontakte und Know how für eigene Geschäfte. Deutsche Automobilzulieferer verfügen über eine hohe internationale Reputation und haben eine führende technologische Stellung inne. Analog zu unseren konzeptionellen Vorüberlegungen halten ausländische Finanzinvestoren deutsche Automobilzulieferer für attraktiv, da diese langfristige Kundenbe-

⁷³ Vgl. Nadol, C.: Ein Dach auf Zeit, a. a. O., S. 422.

⁷⁴ A.T. Kearny: Konsolidierungswelle gefährdet Automobilzulieferer mit operativen Defiziten, Düsseldorf 2005, S. 15.

ziehungen unterhalten und vergleichsweise gut prognostizierbare Cash Flows produzieren.⁷⁵

Grundsätzlich ist das Engagement ausländischer Finanzinvestoren in der deutschen Automobilzulieferindustrie nicht von vornherein negativ zu bewerten. So können sie – wie der erste MBO bei Edscha deutlich macht – ein wesentlicher Faktor in der Lösung von Nachfolgeproblemen und Finanzierungsengpässen während einer Wachstumsphase sein.⁷⁶ Nach Einschätzung unserer Interviewpartner war die Belegschaft von Edscha froh, dass das Unternehmen im Rahmen eines MBO übernommen wurde und die unfähigen Vertreter der Familiengesellschafter aus der Unternehmensführung ausschieden. Umgekehrt kann aber mancher Finanzinvestor für die im Wettbewerb hart kämpfenden Unternehmen auch zu einer zusätzlichen Bürde werden. In mehreren Fällen hat der Einstieg ausländischer Finanzinvestoren dazu geführt, dass die Unternehmen bis zur Untragbarkeit verschuldet wurden. Bei Honsel, dem sauerländischen Motorblock-, Getriebe- und Fahrwerksteilehersteller, der vor kurzem im Rahmen eines Secondary Sale von Carlyle an Ripplewood weitergereicht wurde, hat das beispielsweise dazu geführt, dass sogar die finanzierenden Banken, die zuvor den Kaufpreis durch die Bereitstellung von Krediten mit in die Höhe getrieben hatten, Einbußen erlitten haben.⁷⁷

Auch der Einstieg von Carlyle bei Edscha kann in dieser Hinsicht als schlechtes Beispiel gelten. Selbst Horst Kuschetzki, der ansonsten eine positive Meinung zum Wirken der Finanzinvestoren bei Edscha vertritt, gibt zu, dass sich der Druck seit dem Einstieg von Carlyle erheblich erhöht und die Zusammenarbeit verändert hat.⁷⁸ Der Kaufpreis, den Carlyle für Edscha zu zahlen bereit war, belief sich – wie erwähnt – auf 245 Millionen Euro, was dem vierfachen EBIT des Geschäftsjahres 2001/2002 entsprach. Die aufgenommenen Schulden – etwa zwei Drittel des Kaufpreises – wurden dem Unternehmen aufgebürdet. Seit Edscha im Frühjahr 2005 Carlyle als Rekapitalisierung ein Darlehen über 60 Millionen Euro auszahlte, hat sich die Verschuldung noch einmal erhöht. Die derzeitige Verschuldung von Edscha liegt nach Angaben von Carlyle–Deutschland-Chef Heiner Rutt knapp über dem vierfachen EBITDA. Bran-

⁷⁵ Vgl. o. V.: Agenda: Zulieferer werden sitzen gelassen, in: Financial Times Deutschland vom 14.09.2005, S. 8.

⁷⁶ Vgl. Nadol, C.: Ein Dach auf Zeit, a. a. O., S. 426.

⁷⁷ Anders als geplant, ist es den amerikanischen Banken Lehman Brothers und Citigroup nicht gelungen, die Kredite zum Nennwert an andere Banken weiterzureichen. Inzwischen rechnen manche Investmentbanker für Honsel bereits eine Kontrollübernahme durch Kreditaufkäufer durch. Die Übernahme durch Ripplewood stellt für Honsel also alles andere als einen sicheren Hafen dar. Vgl. o. V.: Agenda: Zulieferer werden sitzen gelassen, in: Financial Times Deutschland vom 14.09.2005, S. 8.

⁷⁸ Vgl. Flörecke, K.-D.: Nützliche Plagegeister, in: <http://automobilwoche.com/cgi-bin/news> vom 10.05.2005.

chenüblich sei aber eine Verschuldung bis zum Siebenfachen des EBITDA.⁷⁹ Die Eigenkapitalquote sank aufgrund der vollzogenen Kapitalmaßnahmen signifikant von – in etwa branchenüblichen – 28,6 Prozent im Geschäftsjahr 2001/2002 auf 20,5 Prozent im Geschäftsjahr 2002/2003.⁸⁰

Angeblich konnte Edscha seinen Kreditverpflichtungen per 30.06.2005 nur mit Mühe nachkommen. Das wird von Carlyle dementiert. Das Unternehmen habe keine Probleme, den finanziellen Verpflichtungen nachzukommen, sagte Heiner Rutt, Deutschlandchef von Carlyle, in einem Gespräch mit dem Handelsblatt. Außerdem widersprach Rutt der Behauptung, Carlyle wolle Edscha „aufhübschen“, um möglichst bald auszusteigen: „Wir sind bei Edscha jetzt erst zweieinhalb Jahre investiert und haben damit erst etwa die Hälfte des Weges hinter uns“, sagte Rutt. Er räumte allerdings auch ein, dass die Geschäfte von Edscha im zweiten Quartal 2005 schlechter liefen als erwartet.⁸¹ Bereits im Oktober 2004 hatte Horst Kuschetzki davor gewarnt, dass das Ziel eines EBITDA von 130 Millionen Euro nicht erreichbar wäre.⁸² Tatsächlich lag das EBITDA im Geschäftsjahr 2004/2005 mit 99 Millionen Euro nahezu auf dem Vorjahreswert von 102 Millionen Euro. Da Carlyle mit einem wesentlich höheren Ergebnis gerechnet hatte und angesichts der Verschuldung wohl auch rechnen musste, wurde ein rigoroser Sparkurs eingeschlagen: „Wir haben zu viele Werke und müssen daher so schnell wie möglich unsere Kapazitäten verringern“, stellte im August 2005 der neue Vorstandschef Manfred Puhlmann in der Branchenzeitung Automobilwoche fest.⁸³ Puhlmann hatte sein Amt im November 2004 von Horst Kuschetzki übernommen. Nach Auskunft unserer Interviewpartner wird von Carlyle seit etwa Mitte des Jahres 2004 sehr stark in das operative Geschäft eingegriffen und zwar just zu dem Zeitpunkt, in dem sich Umsatz und Ergebnis schlechter entwickelten als von Carlyle erwartet. Seit Oktober 2004 hat Edscha weltweit bereits mehr als 500 Arbeitsplätze abgebaut. Bis Anfang 2006 sollen insgesamt 1.000 der einst 6.900 Stellen wegfallen. Allein in Deutschland sollen kurzfristig mehr als zehn Millionen Euro an Personalkosten eingespart werden. In den Werken Hengersberg und Hauzenberg sollen die Ausgaben um mehr als 10 Prozent sinken. Geprüft werden eine Verlängerung der Arbeitszeit ohne Lohnausgleich, Verlagerungen und Gehaltskürzungen.

⁷⁹ Vgl. Hamprecht, G.: Tiefe Einschnitte bei Edscha. Investor Carlyle sucht den schnellen Ausstieg, in: <http://automobilwoche.com/cgi-bin/news> vom 13.08.2005.

⁸⁰ Die Eigenkapitalquote liegt bei den deutschen Automobilzulieferern bei durchschnittlich 31 Prozent und damit im internationalen Vergleich relativ niedrig.

⁸¹ Vgl. Interview mit Carlyle-Gründer David Rubenstein im Handelsblatt, Nr. 176 vom 12.09.2005, S. 7.

⁸² Vgl. o. V.: Autozulieferer Edscha streicht 1.000 Stellen, in: Handelsblatt vom 13.08.2005, S. 22.

⁸³ Vgl. Hamprecht, G.: Tiefe Einschnitte bei Edscha. Investor Carlyle sucht den schnellen Ausstieg, a. a. O.

Verhandlungsergebnisse lagen zum Zeitpunkt unseres Interviews noch nicht vor.

Vorstände, die den Kurs nicht akzeptierten, wurden von ihren Ämtern entbunden, so der Finanzvorstand Peter Mazucco und der Bereichsvorstand Hagen Wiesner. Bereits mit der für unsere Interviewpartner überraschenden Ablösung von Kuschetzki hatte Carlyle auch personell deutlich in das operative Geschäft von Edscha eingegriffen. Offenbar hatten die Vorstände den neuen Eigentümer falsch eingeschätzt. Möglicherweise regiert Carlyle in das operative Geschäft auch deshalb hinein, um die finanzierenden Banken zu beruhigen. Zu dieser Einschätzung passt jedenfalls die Auskunft unserer Interviewpartner, nach der Investitionen unter Carlyle zurückgefahren werden. Zudem wird gezielt desinvestiert. Zum 30.09.2005 wurde der Geschäftsbereich Lkw-Schiebeverdecke an VGB, einen schwedischen Hersteller von Lkw-Anhängerkupplungen, zum Preis von 38 Millionen Euro verkauft, was die betroffenen Beschäftigten nach Auskunft unserer Interviewpartner unter strategischen Gesichtspunkten allerdings positiv sehen.

Welche Renditeziele Carlyle mit seinem Engagement bei Edscha verfolgt, ist unseren Interviewpartnern nicht bekannt. Sie bemängelten, dass es heute keine klare geschäftspolitische Orientierung mehr gäbe: „Wichtig ist nur, dass die Zahlen nächsten Monat besser sind als die im Monat davor. Die Vorstände haben keine Visionen mehr.“ Carlyle lenkt das Unternehmen rein finanzbezogen: „Das Unternehmen und die einzelnen Betriebe werden nun straff reportet und geführt. Jede geringe Abweichung muss sofort im Aufsichtsrat berichtet werden.“ In dieser Hinsicht wurde das Verhältnis zu den Repräsentanten von Carlyle von unseren Interviewpartnern als konstruktiv, nüchtern und sachlich beschrieben, die Zusammenarbeit als professionell eingestuft. Im Vergleich zu früher fühlten sich unsere Interviewpartner wesentlich schneller und besser informiert. Außerdem empfanden sie es als hilfreich, dass sie heute unmittelbar mit entscheidungsbefugten Repräsentanten von Carlyle verhandeln können, die ihre Absichten und darauf aufbauende Maßnahmen klar formulierten: „Wir reden heute [...] direkt mit dem Investor, der auch über alles entscheiden kann. [...] Die wissen, was los ist, die können verhandeln und können auch entscheiden.“

Ob – wie angesichts anderer Engagements in der Automobilzulieferindustrie zu vermuten – Carlyle über Branchenkenntnisse verfügt, konnten unsere Interviewpartner nicht beurteilen. Unsere Interviewpartner vermochten ebenfalls nicht zu sagen, ob Carlyle derart harte Maßnahmen auch eingeleitet hätte, wenn die konjunkturelle und wettbewerbliche Situation für das Unternehmen besser wäre. In jedem Fall war ihnen ein Finanzinvestor wie Carlyle lieber als

ein strategischer Investor, der nur ihr technologisches Know how ausbeuten würde und von dem sie unter Umständen noch härtere Einschnitte zu erwarten hätten. Aufgrund der schwierigen wirtschaftlichen Lage, in der auch unsere Interviewpartner Edscha sehen, ist die Belegschaft Carlyle gegenüber grundsätzlich bereit, substantielle Zugeständnisse zu machen, jedoch nur dann, wenn man zu klaren Absprachen hinsichtlich der Sicherung der Arbeitsplätze kommt. Außerdem sollte man keine Vereinbarungen über die Absenkung tariflicher Leistungen mehr eingehen, wenn absehbar ist, dass ein Standort langfristig nicht überleben wird: „Lieber ein Ende mit Schrecken als ein Schrecken ohne Ende“, so einer unserer Interviewpartner.

3.1.4 Zusammenfassende Bewertung

Der Fall Edscha zeigt, dass der Einstieg ausländischer Finanzinvestoren in deutsche Unternehmen sowohl positive als auch negative Auswirkungen auf die betroffenen Unternehmen und ihre Mitarbeiter haben kann. Womöglich ist Edscha das Beispiel schlechthin für eine erfolgreiche Unternehmensentwicklung mit ausländischen Finanzinvestoren in der Automobilzuliefererindustrie, die für Private Equity-Gesellschaften besonders interessant zu sein scheint, wie zahlreiche Übernahmen in den vergangenen Jahren gezeigt haben. Diese Aussage gilt jedoch nur für den ersten MBO, bei dem Horst Kuschetzki als Manager die Chancen des Unternehmens angesichts einer fehlenden Nachfolgeregelung, wirtschaftlicher Schieflage und der Notwendigkeit zur Internationalisierung zu Recht deutlich höher bewertete als die damit verbundenen Risiken. Während die Beschäftigten von Edscha über den ersten MBO daher geradezu erleichtert waren, sehen sie den Einstieg von Carlyle berechtigterweise sehr viel kritischer.

Der Fall Edscha zeigt aber auch, dass die Zusammenarbeit mit Finanzinvestoren maßgeblich davon abhängt, wie sich die Unternehmen während der Beteiligung entwickeln. Solange die finanziellen Erwartungen der Finanzinvestoren erfüllt werden, verläuft die Zusammenarbeit harmonisch und kooperativ. Sobald jedoch die Finanzinvestoren ihre Ziele gefährdet sehen, kommt es beinahe zwangsläufig zu Konflikten mit den Beschäftigten. Die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat und die Betriebsräte sollten sich dieses Sachverhaltes immer gewiss sein, auch zu Zeiten, in denen sich das Unternehmen unter der Ägide eines ausländischen Finanzinvestors zunächst positiv entwickelt, was nicht unwesentlich davon abhängt, – und das zeigt der Fall Edscha auch sehr deutlich – wie sich das wirtschaftliche Umfeld verändert.

Als Automobilzulieferer hat sich Edscha in den letzten Jahren in einem zunehmend schwieriger werdenden Umfeld bewegt. Dabei ist das Zulieferergeschäft nicht erst seit dem Einstieg von Carlyle im Jahr 2002 für Edscha eine Herausforderung. Schwächephasen in der Automobilkonjunktur gab es immer. Der Preisdruck der Automobilhersteller ist spätestens seit Anfang der 90er Jahre allgegenwärtig. Auch Wechselkurs-, Stahl- und Energiepreisschwankungen sind keine Neuheiten der letzten Jahre. Neu sind allerdings die Dimensionen und das gleichzeitige Zusammentreffen dieser Einflussfaktoren, die eine Konsolidierung der Branche beschleunigen werden. Seit Mitte 2003 müssen alle Zulieferer einen dramatischen Anstieg der Rohstoffpreise und einen weiteren Verfall des amerikanischen Dollars verkraften. Hinzu kommen ein außerordentlicher Druck auf die Verkaufspreise und andere folgenreiche Reaktionen der Automobilhersteller auf anhaltend niedrige Absatzzahlen. Unter diesen Umständen sind alle Automobilzulieferer permanent gezwungen, über Restrukturierungen Kosten zu sparen. Das war unseren Interviewpartnern bewusst, und sie waren zu entsprechenden Zugeständnissen und Beiträgen bereit.

Gleichwohl stellt sich unseres Erachtens die Frage, ob der Umfang von Sparmaßnahmen nicht höher ausfällt oder ausfallen muss, wenn Finanzinvestoren als Eigentümer der betroffenen Unternehmen unter dem Druck stehen, für ihre Geldgeber extrem hohe Renditeziele zu erreichen und anstehende Zins- und Tilgungsleistungen für das aufgenommene Fremdkapital fristgerecht zu leisten.

Wie im Fall Grohe bestand eine wesentliche Erkenntnis unserer Interviewpartner schließlich darin, sich zukünftig schneller und besser über einen neuen Eigentümer zu informieren, als sie selbst es getan haben bzw. tun konnten: „Wenn man erfährt, dass Investoren gesucht werden, sollte sich der Betriebsrat dahinter klemmen, welche Investoren gesucht werden. Wie heißen die? Wo waren die schon?“, so unsere Interviewpartner. Dabei sollten sich die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat und Betriebsräte auch nicht davor scheuen, externen Rat einzuholen.

4. Zusammenfassung der konzeptionellen und empirischen Erkenntnisse

Ausgehend von unseren konzeptionellen Überlegungen zum Denken und Handeln von Finanzinvestoren und den praktischen Erfahrungen unserer Interviewpartner sollen abschließend zentrale Erkenntnisse aus den beiden Untersuchungsschritten in Form von Thesen kurz referiert werden.

- Finanzinvestoren sind Investoren, die privates Beteiligungskapital (Private Equity) in börsen- und nicht börsennotierte Unternehmen investieren.
- Finanzinvestoren denken und handeln renditeorientiert.
- Eine Private Equity-Beteiligung ist ein Engagement auf Zeit. Das Beteiligungskapital wird nur für einen begrenzten Zeitraum – typischerweise 4-7 Jahre – zur Verfügung gestellt.
- Finanzinvestoren wissen also bereits beim Kauf eines Unternehmens, dass sie ihre Beteiligung weiterveräußern werden.
- Grundsätzlich handhaben Finanzinvestoren den Zeitpunkt und die Art und Weise ihres Ausstiegs flexibel, wobei im Vordergrund immer die eigene Renditeerwartung steht.
- Ziel des Finanzinvestors ist es, den Ausstieg renditemaximierend zu gestalten. In der Praxis haben sich Ertragserwartungen von 20-25 Prozent pro Jahr etabliert. Bei einer mehrjährigen Beteiligung erwarten Finanzinvestoren daher eine Vervielfachung ihres eingesetzten Kapitals.
- Eine zusätzliche Möglichkeit zur Steigerung der angestrebten Rendite besteht für den Finanzinvestor in der so genannten Dividenden-Rekapitalisierung. Dabei verwendet er etwaige überschüssige Liquidität des Unternehmens, um sich einen Teil seines eingesetzten Eigenkapitals noch während der Beteiligungsdauer in Form einer Sonderdividende zurückzahlen zu lassen.
- Die Maximierung der Rendite soll durch eine Steigerung des Unternehmenswertes während der Beteiligungsdauer und eine Maximierung des Fremdkapitalanteils an der Finanzierung erreicht werden (Leverage-Effekt).
- Daher finanziert der Finanzinvestor die Übernahme eines Unternehmens in hohem Maße mit Fremdkapital.

- Das Zielunternehmen sollte demnach ausreichenden Freiraum für die Aufnahme von Fremdkapital bieten, was eine hohe Eigenkapital- und damit geringe Fremdkapitalquote vor der Übernahme voraussetzt.
- In der Regel wird das aufgenommene Fremdkapital vom Finanzinvestor auf das Zielunternehmen übertragen, das dann den Zins- und Tilgungsverpflichtungen nachkommen muss. Das übernommene Unternehmen kauft sich also praktisch selbst.
- Der Finanzinvestor wird die Beteiligung idealtypisch genau in der Höhe fremd zu finanzieren versuchen, die eine Bedienung von Zinsen und Tilgung aus dem Cash Flow des Unternehmens während der Dauer der Beteiligung ermöglicht.
- Probleme entstehen oftmals dann, wenn die Unternehmen im Rahmen eines Secondary Sale bereits zum zweiten Mal an einen Finanzinvestor veräußert wurden. Aufgrund der hohen Kaufpreise ist die Verschuldung der Unternehmen in solchen Fällen regelmäßig so hoch, dass sie nur noch mit Mühe den Zins- und Tilgungsverpflichtungen fristgerecht nachkommen können. Die Probleme verstärken sich, wenn sich die wirtschaftlichen und konjunkturellen Rahmenbedingungen der Unternehmen verschlechtern.
- Finanzinvestoren denken ihre Beteiligungen rein finanzbezogen. Das Hauptaugenmerk des Finanzinvestors liegt auf einer Optimierung des Cash Flow.
- Der Umfang des Cash Flow ist von entscheidender Bedeutung, da aus dem Cash Flow die Zins- und Tilgungsleistungen für das aufgenommene Fremdkapital bezahlt werden. Der Finanzinvestor wird daher versuchen, den Cash Flow zu steigern.
- Zur Steigerung des Cash Flow und damit zur Gewährleistung der Zins- und Tilgungszahlungen sind aus der Perspektive des Finanzinvestors häufig einschneidende Rationalisierungsmaßnahmen notwendig, die sich nicht selten in einem massiven Abbau von Arbeitsplätzen und in der Schließung ganzer Betriebsteile niederschlagen.
- Im Zusammenhang mit der Verwendung des Cash Flow sollten die Arbeitnehmersvertreter darauf achten, ob und wie sich die Investitionspolitik des Unternehmens verändert.

- Das wichtigste Kriterium bei der Prüfung der Beteiligungswürdigkeit von Unternehmen ist das Vorhandensein eines Wertsteigerungspotentials.
- Daher versucht der Finanzinvestor Einfluss auf den Wertschöpfungsprozess des übernommenen Unternehmens auszuüben, um dessen Wert auf mittlere Sicht zu steigern und damit die Chancen für einen lukrativen Ausstieg zu erhöhen.
- Sobald der Finanzinvestor konkrete betriebliche Veränderungen plant und umzusetzen versucht, muss der Betriebsrat rechtzeitig und umfassend informiert werden. Außerdem müssen mit ihm Möglichkeiten eines Interessenausgleichs beraten werden.
- Erreicht der Arbeitsplatzabbau die Größenordnung für die Sozialplanpflicht, so muss zugleich der Ausgleich der wirtschaftlichen Nachteile der betroffenen Arbeitnehmer vereinbart werden.
- In den von uns untersuchten Fällen wurden die Betriebsräte bei der Planung von Restrukturierungen eher schleppend informiert. Dahinter steckte das Ziel, die Unsicherheit der Mitarbeiter hochzuhalten und die Belegschaften zu spalten. Die Belegschaften einzelner Standorte wurden gezielt gegeneinander ausgespielt.
- Ein entschlossenes und gemeinsames Vorgehen ist aber ein wesentlicher Erfolgsfaktor der Arbeitnehmervertreter in den Auseinandersetzungen mit dem Finanzinvestor. Eine Spaltung der Belegschaften und ihrer Vertreter sollte daher unter allen Umständen verhindert werden.
- Grundlage für ein entschlossenes und gemeinsames Vorgehen ist das Wissen um die Aktivitäten des Finanzinvestors. Arbeitnehmervertreter sollten daher so früh wie möglich versuchen, Informationen über die Ziele und Maßnahmen des Finanzinvestors zu bekommen, um angemessene Gegenstrategien entwickeln zu können.
- Ein großes Manko der von uns befragten Arbeitnehmervertreter war ihre Unwissenheit und daraus resultierende Unerfahrenheit und Unsicherheit im Umgang mit Finanzinvestoren. Wenn die Arbeitnehmervertreter nicht in der Lage sind, sich selber angemessen zu informieren, sollten sie schnell professionellen Rat von Dritten einholen.

- Die Arbeitnehmervertreter sollten auch nicht darauf vertrauen, dass die Betriebsräte und Beschäftigten verschiedener Standorte bedingungslos an einem Strang ziehen. Um möglichst schnell zu einer gemeinsamen Haltung und darauf aufbauenden Strategien zu kommen, sollten die Betriebsräte aller Standorte von Anfang an intensiv miteinander kommunizieren.
- Die Betriebsräte sollten sich ebenfalls nicht blind darauf verlassen, dass die Gewerkschaften ihre Interessen angemessen vertreten. Sie sollten permanent überprüfen, ob das Handeln der Gewerkschaftsfunktionäre tatsächlich den Interessen der betroffenen Belegschaften dient.
- Die Erfahrungen unserer Interviewpartner machen zudem deutlich, dass ein zufriedenstellendes Ergebnis in Verhandlungen mit Finanzinvestoren nur dann erzielbar ist, wenn alle Beschäftigten sehr schnell konfliktbereit sind. Nur so lange, wie noch keine Restrukturierungen vollzogen sind und Sozialpläne verabschiedet wurden, wird die Motivation der Belegschaften so hoch und die eigene Verhandlungsposition so stark sein, dass man dem Finanzinvestor auf Augenhöhe gegenüber treten kann.
- Angesichts der eindeutigen Interessenlage des Finanzinvestors sollten die Verhandlungen mit ihm entsprechend konsequent geführt werden.
- Zu erwägen ist grundsätzlich auch, Konflikte mit dem Finanzinvestor durchaus öffentlich auszutragen. Wenn der Finanzinvestor merkt, dass er die öffentliche Meinung gegen sich hat, wird er möglicherweise eher zu Zugeständnissen gegenüber den Arbeitnehmern bereit sein.
- Wenn die Erwartungen des Finanzinvestors nicht erfüllt werden, wird dieser Änderungen operativer und strategischer Art einfordern. Zur Durchsetzung seiner Vorstellungen wird er auch in die personelle Führung des Unternehmens eingreifen.
- Der Fall zeigt, dass die Zusammenarbeit mit Finanzinvestoren maßgeblich davon abhängt, wie sich die Unternehmen während der Beteiligung entwickeln. Solange die finanziellen Erwartungen der Finanzinvestoren erfüllt werden, verläuft die Zusammenarbeit harmonisch und kooperativ. Sobald jedoch die Finanzinvestoren ihre Ziele gefährdet sehen, kommt es beinahe zwangsläufig zu Konflikten mit den Beschäftigten. Die Arbeitnehmervertreter sollten sich dieses Sachverhaltes immer bewusst sein, insbesondere zu Zeiten, wenn die Unternehmensentwicklung unter der Ägide eines Finanzinvestors zunächst positiv verläuft, was nicht un-

wesentlich davon abhängt, wie sich das wirtschaftliche Umfeld der Unternehmen darstellt.

- Bei aller berechtigten Kritik an den Aktivitäten von Finanzinvestoren, machen die Ergebnisse unserer Untersuchung jedoch auch deutlich, dass deren Einstieg in deutsche Unternehmen nicht von vornherein und generell negativ zu beurteilen ist. Sie können ein wichtiger Faktor bei der Lösung von Nachfolgeproblemen und finanziellen Engpässen in einer Wachstumsphase sein.
- Allerdings ergibt sich eine positive Beurteilung des Engagements von Finanzinvestoren nur so lange, wie die Unternehmen nicht an einen anderen Finanzinvestor weiterveräußert werden. Eine Weiterveräußerung ist für die Unternehmen regelmäßig mit erheblichen finanziellen Belastungen und für ihre Belegschaften mit dem Abbau von Arbeitsplätzen verbunden.
- Solange es mittelständische Unternehmer gibt, die bei entsprechenden Angeboten bereit sind, ihre Unternehmen oder Anteile daran an Finanzinvestoren zu verkaufen, können die betroffenen Arbeitnehmer wenig tun, um die Veräußerung zu verhindern.
- Sie sollten allerdings konkreter darüber nachdenken, unter welchen Umständen MBOs oder MBIs mit entsprechenden Kapitalbeteiligungen der Belegschaften eine Alternative zum Einstieg eines Finanzinvestors darstellen können.
- Unsere Ausführungen haben deutlich gemacht, dass Unternehmen mit einem hohen Free Cash Flow attraktive Ziele für Finanzinvestoren darstellen. Aus diesem Grund sollten die Arbeitnehmervertreter stets nach Investitionsprojekten für die vorhandenen Mittel Ausschau halten und entsprechende Alternativen dem Management gegenüber auch offensiv kommunizieren.
- Der beste Weg zur Verhinderung von unerwünschten Übernahmen stellt eine entsprechende Finanzierungsstruktur dar: Sollten die Unternehmen wenig Verschuldungspotential bieten, so wären sie für einen Finanzinvestor nicht mehr attraktiv.

Literaturverzeichnis

- Achleitner, A.: Vom Guten der Heuschrecken-Debatte, in: Die Betriebswirtschaft, 65. Jahrgang, 2005, S. 327-330.
- Amann, G.: Man wollte von uns alles, in: Mitbestimmung, Heft 4, 2005, S. 33-34.
- Amann, G.: „Laienhafter Umgang mit Geld“, in: Mitbestimmung, Heft 12, 2002, S. 42-43.
- A.T. Kearny: Konsolidierungswelle gefährdet Automobilzulieferer mit operativen Defiziten, Düsseldorf 2005.
- Bader, H.: Private Equity als Anlagekategorie, Dissertation St. Gallen 1996.
- Becker, W.: Die Wohltäter, in: Börsen-Zeitung, Nr. 232 vom 08.12.2005, S. 9.
- Belke, A., Fehn, R.: Unterentwickelter Risikokapitalmarkt und geringe Beschäftigungsdynamik: Zwei Seiten derselben Medaille im strukturellen Wandel?, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Jahrgang 51, 2002, Heft 3, S. 344-375.
- Berens, W., Högemann, B.: Zusammenarbeit mit Finanzinvestoren – Ein Überblick, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 3-7.
- Berens, W., Brauner, H.-U., Högemann, B.: Due Diligence und Controlling-Instrumente von Finanzinvestoren, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 51-76.
- Berens, W., Brauner, H. U., Nevries, P.: Denken und Handeln von Finanzinvestoren – Ein Überblick, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 115-120.
- Berens, W., Högemann, B., Segbers, K.: Denken und Handeln von Finanzinvestoren, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 152 vom 04.07.2005, S. 20.
- Bittmann, B.: Arbeits- und dienstvertragsrechtliche Fragestellungen, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 323-353.
- Brauner, H. U., Brauner, M. K.: Wichtige Finanzinvestoren in Deutschland – Ein strukturierter Überblick, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 31-50.
- Brauner, M. K.: Timing-Strategien von Finanzinvestoren, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 137-147.

- Brealey, R. A., Myers, S. C.: Principles of corporate finance, 6. Auflage, Boston 2000.
- Bürger, G.: Management und Mitarbeiter – wichtige Faktoren für den Erfolg einer Due Diligence und einer M&A-Transaktion, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 443-450.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK): Jahrbuch 1999, Berlin.
- Coopers & Lybrand (Hrsg.): Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, Frankfurt am Main 2005.
- Copeland et al.: Valuation, 2. Auflage, New York 1994.
- Ernst & Young Transaction Advisory Services: German Private Equity Activity, Frankfurt am Main 2005.
- European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA): Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe, Zaventem 2001.
- Flörecke, K.-D.: Nützliche Plagegeister, in: <http://automobilwoche.com/cgi-bin/news> vom 10.05.2005.
- Fritzsche, M., Häußermann, C.: Exit, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 375-403.
- Furrer, B.: Sustainable Private Equity. Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in das Private-Equity-Geschäft, Bern u. a. 2001.
- 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.
- Grabherr, O.: Finanzierung mit Private Equity und Venture Capital, in: Kofler, G., Polster-Güll, B. (Hrsg.): Private Equity und Venture Capital, Wien 2003, S. 219-264.
- Graf, S., Gruber, A., Grünbichler, A.: Der Private Equity Markt in Europa, in: dieselben (Hrsg.): Private Equity und Hedge Funds. Alternative Anlagekategorien im Überblick, Zürich 2001, S. 21-42.
- Groh, A., Gottschalg, O.: Venture Capital und Private Equity aus Sicht der Wissenschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 1, 2005, S. 19-27.
- Hagenmüller, M.: Investor Relations von Private-Equity-Partnerships, Bamberg 2004.
- Hamprecht, G.: Tiefe Einschnitte bei Edscha. Investor Carlyle sucht den schnellen Ausstieg, in: <http://automobilwoche.com/cgi-bin/news> vom 13.08.2005.
- Hamprecht, G.: Ausverkauf bei Edscha hat begonnen, in: <http://automobilwoche.com/cgi-bin/news> vom 09.10.2005.

- Heaton, D.: Venture Industries may be up for auction, in: Macomb Daily, 26.01.2005,
http://macombdaily.com/stories/012605/bus_venture001.shtml.
- Hexel, C., Behrendt, M.: Haftung bei fehlerhafter Auskunft, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 9 vom 11.01.2006, S. 21.
- Howaldt, S.: Wir sind eher Schäferhunde, keine Heuschrecken, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 34 vom 09.02.2006, S. 23.
- Ivanova, A., Tzvetkova, R.: Exit-Strategien bei Private Equity Investments, in: Grünbichler, A., Graf, S., Gruber, A. (Hrsg.): Private Equity und Hedge Funds. Alternative Anlagekategorien im Überblick, Zürich 2001, S. 165-197.
- Kamp, L.: Mächtige Wirtschaftsakteure, in: Metall, Heft 11, 2005, S. 28- 29.
- Kamp, L., Krieger, A.: Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland. Hintergründe und Orientierungen, Arbeitspapier, Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf 2005.
- Kessel, A.: Leverage Buy-out der Aktiengesellschaft: ein interdisziplinärer Ansatz, Frankfurt am Main 1998.
- Khinast-Sittenthaler, C.: Exitstrategien – Trade Sale, Initial Public Offering, Buy Back, Secondary Sale und Liquidation, in: Kofler, G., Polster-Güll, B. (Hrsg.): Private Equity und Venture Capital, Wien 2003, S. 267-289.
- Klawitter, N.: Schmeißen Sie die raus, in: Der Spiegel, Nr. 48 vom 28.11.2005, S. 106-112.
- Köhn, R.: Der Fall Grohe liefert Zündstoff, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 120 vom 27.05.2005, S. 22.
- Kraft, V.: Private Equity für Turnaround-Investitionen, Dissertation St. Gallen 2001.
- Kußmaul, H., Pfirmann, A., Tcherveniachki, V.: Leveraged Buyout am Beispiel der Friedrich Grohe AG, in: Der Betrieb, 58. Jahrgang, Heft 47 vom 25.11.2005, S. 2.533-2.340.
- Lake, R., Lake, R. A.: Private Equity and Venture Capital. A practical guide for investors and practitioners, London 2000.
- Leopold, G.: Gewinnung von externem Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen, in: Gebhardt, G., Gerke, W., Steiner, M. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 345-364.
- Leopold, G., Frommann, H., Kühr, T.: Private Equity – Venture Capital. Eigenkapital für innovative Unternehmer, 2., überarbeitete und aktualisierte Auflage, München 2003.
- Leschke, J.: Exiterfahrungen im deutschen Beteiligungsmarkt, in: Jugel, S. (Hrsg.): Private Equity Investments. Praxis des Beteiligungsmanagements, Wiesbaden 2003, S. 247-256.
- Meinecke, R., Meinecke, P.: Wichtige Check-Liste von Finanzinvestoren, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 121-135.
- Müller, M.: Der Fall Peguform. Profitabel in die Insolvenz, in: Mitbestimmung, Heft 12, 2002, S. 39-40.

- Nadol, C.: Ein Dach auf Zeit, in: Berens, W., Brauner, H. U., Frodermann, J. (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren. Eigenkapitalstärkung, Wertsteigerung, Unternehmensverkauf, Stuttgart 2005, S. 409-426.
- O. V.: Finanzinvestoren greifen schnell in die Kasse, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 92 vom 21.04. 2005, S. 21.
- O. V.: Grohe kündigt 943 Mitarbeitern, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 131 vom 09.06.2005, S. 16.
- O. V.: Private-Equity-Häuser schwimmen im Geld, in: Börsen-Zeitung, Nr. 114 vom 17.06.2005, S. 11.
- O. V.: Heuschreckendiskussion ist inkonsequent und kontraproduktiv, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 142 vom 22.06.2005, S. 22.
- O. V.: Private Equity giert nach größeren Fonds, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 154 vom 06.07.2005, S. 21.
- O. V.: Private Equity schwimmt im Geld, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 171 vom 26.07.2005, S. 21.
- O. V.: Autozulieferer Edscha streicht 1.000 Stellen, in: Handelsblatt vom 13.08.2005, S. 22.
- O. V.: Agenda: Zulieferer werden sitzen gelassen, in: Financial Times Deutschland vom 14.09.2005, S. 8.
- O. V.: Für Unternehmensanleihen wird die Luft dünn, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 5 vom 06.01.2006, S. 19.
- Rudolph, B., Fischer, C.: Der Markt für Private Equity, in: Finanz Betrieb, Heft 1, 2000, S. 49-56.
- Rügemer, W.: Investitionen ohne Arbeitsplätze, in: WSI-Mitteilungen, Heft 1, 2005, S. 49-54.
- Ruess, A.: Ungleiche, in: Wirtschaftswoche, Nr. 23 vom 02.06.2005, S. 68-69.
- Schefczyk, M.: Finanzieren mit Venture Capital. Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler, Stuttgart 2000.
- Schefczyk, M.: Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart 2000.
- Storn, A.: Abgedreht, in: Die Zeit, Nr. 24 vom 09.06.2005, S. 25-26.
- Sucher, J., Lange, K.: Das Who is Who der Firmenjäger (5), Cerberus - der Höllenhund sucht Beute, in: <http://www.managermagazin.de/unternehmen/mittelstand/0,2828,313831,00.html>.
- Thöring, C.: Finanzinvestoren erobern NRW. Der Unternehmensumbau ist nicht zu stoppen, in: http://www.wdr.de/themen/wirtschaft/geld_und_kreditwesen/finanzinvestoren/index.jhtml, Stand 19.10.2004.
- Weitnauer, W.: Rahmenbedingungen und Gestaltung von Private Equity Fonds, in: Finanz Betrieb, Heft 4, 2001, S. 258-271.
- Wenger, E., Kaserer, C.: German Banks and Corporate Governance – A Critical Review, in: Hopt, J. u.a. (Hrsg.): Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research, Oxford 1998, S. 499-536.
- Zemke, I.: Strategische Erfolgsfaktoren von Venture Capital beziehungsweise Private Equity Gesellschaften, in: ZfgK, Heft 5, 1998, S. 210- 216

Interview-Leitfaden zu Erfahrungsberichten über Private Equity-Investitionen in Unternehmen und ihre Wirkungen auf die Beschäftigten

Übersicht

- 1 Allgemeiner Teil - Denken und Handeln von Finanzinvestoren - Zur Kennzeichnung der Zusammenarbeit mit Finanzinvestoren
- 2 Spezieller Teil - Zu Folgen der Private Equity-Investitionen für die Mitarbeiter/Betriebsräte
- 3 Unternehmensentwicklung nach Private Equity-Investitionen
- 4 Abschließende Fragen

1 Allgemeiner Teil - Denken und Handeln von Finanzinvestoren - Zur Kennzeichnung der Zusammenarbeit mit Finanzinvestoren

- 1.1 Welche(r) Finanzinvestor(en) hat/haben sich beteiligt?
- 1.2 In welchem Unternehmenszyklus hat sich der Finanzinvestor beteiligt?
- 1.3 Aus welchem Anlass hat sich der Finanzinvestor beteiligt?
- 1.4 In welcher Höhe hat sich der Finanzinvestor beteiligt (Kapitalanteil, Stimmrechte)?
- 1.5 Wie hat der Finanzinvestor seine Investition finanziert?
- 1.6 Wie ist der Kontakt zum Finanzinvestor entstanden?
- 1.7 Welche Investoren finanzieren den Finanzinvestor?
- 1.8 Für wie viele Jahre ist die Beteiligung geplant?
- 1.9 Welche Renditeziele verfolgt der Finanzinvestor?
- 1.10 Wurde die Finanzierungsstruktur des Unternehmens geändert? Wenn ja, welche Finanzmittel wurden eingesetzt? Wurde die Verschuldung erhöht? Sind Schulden abgebaut worden, bzw. ist ein Schuldenabbau geplant (in welchem Umfang und über welchen Zeitraum)?
- 1.11 Wurden diese Ziele erreicht, bzw. können sie voraussichtlich erreicht werden?
- 1.12 Bietet der Finanzinvestor auch andere Dienstleistungen an?
- 1.13 Wurde eine Exit-Strategie vereinbart?
- 1.14 Welche Exit-Strategie verfolgt der Finanzinvestor?
- 1.15 Bleiben liquide und/oder investierte Mittel im Unternehmen?
- 1.16 Wird weiter investiert?
- 1.17 Greift der Finanzinvestor in das operative Geschäft ein, oder lässt er sich nur berichten? Wenn es Eingriffe gab: In welcher Form wurde eingegriffen?
- 1.18 Denkt der Finanzinvestor marktbezogen / unternehmerisch oder nur finanzbezogen?

- 1.19 Identifiziert sich der Finanzinvestor mit dem Unternehmen?
- 1.20 Verfügt der Finanzinvestor über Branchenkenntnisse?
- 1.21 Wurde das Management finanziell am Unternehmen beteiligt? Wenn ja, wie?
- 1.22 Laufen die Interessen des Finanzinvestors und des Managements / der Beschäftigten parallel? Wie werden die Interessenlagen eingeschätzt?
- 1.23 Wurde das Management ausgewechselt / verändert?
- 1.24 Wurden Aufsichtsräte ausgewechselt?
- 1.25 Ist das Unternehmen von der Börse genommen worden, oder ist ein Delisting geplant?
- 1.26 Wurde das Unternehmen nach dem Eintritt des Finanzinvestors nochmals weiterveräußert (an einen weiteren Finanzinvestor bzw. strategische Investoren), bzw. ist das geplant?
- 1.27 Wurde das Unternehmen an die Börse gebracht, bzw. ist ein Börsengang geplant?

2 Spezieller Teil - Zu Folgen der Private Equity-Investitionen für die Mitarbeiter/Betriebsräte (BR)

2.1 Kommunikation / Information

2.1.1 Wie sieht die Informationsbereitschaft gegenüber den BR aus?

2.1.2 Wurden die BR über den Einstieg des Finanzinvestors informiert?

2.1.2.1 Wann wurden die BR informiert?

2.1.2.2 Wie wurden sie informiert?

2.1.2.3 Worüber wurden die BR informiert?

2.1.2.4 Erhalten und erhielten sie die notwendigen Informationen?

2.1.2.5 Was sind aus Ihrer Sicht „notwendige“ Informationen?

2.1.2.6 Sind die Ziele, Strategien und Planungen des Investors bekannt?

2.1.2.7 Wurde die Strategie nach dem Einstieg des Finanzinvestors geändert?

2.1.3 Due Diligence

2.1.3.1 Gab es eine Due Diligence?

2.1.3.2 Auf welche Bereiche bezog sie sich?

2.1.3.3 Wurde mit Mitarbeitern geredet?

2.1.3.4 Mit welchen Mitarbeitern wurde geredet?

2.1.3.5 Bei Mitarbeiterbefragungen: In welcher Atmosphäre fanden sie statt?

2.2 Unternehmenskultur

2.2.1 Welche Einstellung hatte der BR zum Einstieg des Finanzinvestors?

2.2.2 Hat sich die Einstellung geändert?

- 2.2.3 Wie lässt sich das Verhältnis von BR und Finanzinvestor beschreiben (kooperativ, konfliktär, konstruktiv, etc.)?
- 2.2.4 Hat sich das Klima der Zusammenarbeit zwischen BR und Geschäftsführung verändert?
- 2.2.5 Gibt es kritische Meinungen in der Belegschaft bzw. innerhalb des BR im Hinblick auf die Aktivitäten des Finanzinvestors, und wie geht der damit um?
- 2.2.6 Gibt es einheitliche Sichtweisen der Belegschaft bezüglich des Finanzinvestors?
- 2.2.7 Hat sich die Unternehmenskultur verändert?
- 2.2.8 Hat sich die Unsicherheit für die Beschäftigten erhöht?
- 2.3 Welchen Einfluss hat der Einstieg des Finanzinvestors auf die Arbeitsverhältnisse?
 - 2.3.1 Wurden Restrukturierungen eingeleitet?
 - 2.3.2 Wurden Arbeitsplätze abgebaut, bzw. sollen in der Zukunft Arbeitsplätze abgebaut werden?
 - 2.3.3 Wurden Regelungen über Gehalt, Urlaub, Arbeitszeit und / oder betriebliche Altersversorgung verändert?
 - 2.3.4 Gab es wesentliche Verschlechterungen bei Betriebsvereinbarungen?

3 Unternehmensentwicklung nach Private Equity-Investitionen

3.1 Beschäftigtenentwicklung

3.2 Zinskosten zum Umsatz

3.3 Investitionen

3.3.1 Investitionen in Sachanlagen

3.3.2 Investitionen in Anlagevermögen

3.3.3 Investitionen in Finanzanlagen

3.4 EBIT

3.5 EBITDA

3.6 Umsatz

3.7 Produktanzahl

3.8 Weiterentwicklungen oder Produktvariationen

4 Abschließende Fragen

- 4.1 Würden Sie als BR rückblickend sagen, dass Sie im Umgang mit dem Finanzinvestor bestimmte Dinge anders hätten machen sollen, bzw. würden Sie aufgrund Ihrer jetzigen Erfahrung etwas anders machen?
- 4.2 Gibt es Aspekte, die wir noch nicht angesprochen haben, die Sie für wichtig halten und noch ergänzen möchten?