

Achim Sollanek, Korthäuer & Partner GmbH

Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland am Beispiel der A.T.U. Auto-Teile-Unger-Gruppe

Dokumentation auf der Grundlage von leitfadengestützten Interviews mit Aufsichts- und Betriebsräten der A.T.U. im Herbst 2005 im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung

Auf einen Blick ...

- Die Beteiligung zweier Finanzinvestoren hat insgesamt keine wesentlichen Vorteile für die A.T.U. und ihre Beschäftigten erbracht.
- Seit dem Einstieg von Doughty Hanson und KKR hat sich die Profitabilität von A.T.U. zwar erhöht, was auch nach der Einschätzung von Betriebsräten in Teilen auf den Einfluss der Finanzinvestoren zurückzuführen ist. Gleichzeitig haben die Finanzinvestoren aber mit der Aufnahme neuer Schulden für die Finanzierung des Kaufpreises die Finanzlage verschlechtert.
- Fachkreise sehen die Finanzierungsmöglichkeiten von A.T.U. kritisch. Rückläufige Investitionen in das Sachanlagevermögen sind ein Signal dafür, dass die verfügbare Liquidität für den raschen Abbau der Verschuldung verwendet wird.
- Die Private Equity-Branche betont häufig den strategischen Mehrwert ihrer Beteiligungen für die erworbenen Unternehmen. Im Fall A.T.U. waren entsprechende strategische Impulse der Investoren nicht erkennbar.
- Ein Großteil des Erlöses aus dem geplanten Börsengang würde den Finanzinvestoren zustehen bzw. in die Tilgung der Schulden fließen. Offen ist, ob und inwieweit darüber hinaus Kapital für künftige Investitionen beschafft werden kann.

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

Der Autor

Achim Sollanek, Diplom-Ökonom, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater bei der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Korthäuer & Partner in Essen. Die Schwerpunkte seiner Tätigkeit liegen insbesondere in den Bereichen Jahresabschlussprüfung und Beratung von Unternehmen verschiedener Branchen, insbesondere aus dem öffentlichen Sektor, dem Handel und den Bereichen Finanzdienstleistungen und anderen Dienstleistungen. Er berät Betriebsräte und Arbeitnehmersvertreter im Aufsichtsrat.

INHALTSVERZEICHNIS

1. DIE GEGENWÄRTIGE GESCHÄFTSTÄTIGKEIT DER A.T.U.	6
2. AUSGANGSSITUATION: DIE WIRTSCHAFTLICHE LAGE DES UNTERNEHMENS <u>VOR</u> EINTRITT DES FINANZINVESTORS	7
2.1. WICHTIGE EREIGNISSE DER FIRMENGESCHICHTE UND ENTWICKLUNG DER EIGENTÜMERVERHÄLTNISSE ..7	
2.2. DARSTELLUNG DER VERMÖGENS-, FINANZ- UND ERTRAGSLAGE DER A.T.U.....9	
2.3. DARSTELLUNG WEITERER WIRTSCHAFTLICH RELEVANTER SACHVERHALTE.....12	
3. EINTRITT DES FINANZINVESTORS	14
3.1. EXKURS: AKQUISITIONSMODELLE BEIM ERWERB VON KAPITALGESELLSCHAFTEN.....14	
3.2. RECHTLICHE UND WIRTSCHAFTLICHE GESTALTUNG DES EINTRITTS VON KKR IN DIE A.T.U.....17	
3.3. ERFAHRUNGEN DER ARBEITNEHMERVERTRETER MIT DEM FINANZINVESTOR.....21	
4. ENTWICKLUNG DES UNTERNEHMENS NACH DEM EINTRITT DES FINANZINVESTORS	21
4.1. AUSWIRKUNGEN AUF DIE VERMÖGENS-, FINANZ- UND ERTRAGSLAGE.....21	
4.2. AUSWIRKUNGEN AUF DIE FINANZLAGE25	
4.3. SONSTIGE WIRTSCHAFTLICHE UND RECHTLICHE AUSWIRKUNGEN AUF DIE GESELLSCHAFT27	
4.4. AUSWIRKUNGEN AUF DIE ZUSAMMENARBEIT MIT DER ARBEITNEHMERVERTRETUNG29	
5. FAZIT	31
ANHANG: INTERVIEW-LEITFADEN	32
ANLAGEN	39

Abbildungsverzeichnis	Seite
Abb. 1: Gesellschafterstruktur im Jahre 2002	7
Abb. 2: Gesellschafterstruktur im Jahre 2004	8
Abb. 3: Konzernbilanz der Regnu Holding GmbH zum 31.12.2003	9
Abb. 4: Konzern Gewinn- und Verlustrechnung der Regnu Holding GmbH für 2003	11
Abb. 5: Zusammensetzung des Cash-flow der Regnu Holding GmbH im Jahr 2003	12
Abb. 6: Wichtige Finanzkennzahlen der Jahre 2003 und 2002	12
Abb. 7: Grundschema eines Leveraged Buy-out	15
Abb. 8: Gesellschaftsrechtliche Veränderungen infolge des Einstiegs des Finanzinvestors KKR	19
Abb. 9: Zusammensetzung der Fremdfinanzierung des Erwerbs der Anteile an A.T.U. durch KKR	20
Abb. 10: Konzernbilanz der A.T.U. Auto-Teile-Unger GmbH	22
Abb. 11: A.T.U. Auto-Teile-Unger Konzern Gewinn- und Verlustrechnung	24
Abb. 12: Zusammensetzung des Cash-flow der A.T.U. Holding GmbH im Jahr 2004	25
Abb. 13: Verschiedene Finanzkennzahlen der Jahre 2002 – 2004	27

Anlagenverzeichnis

- Anlage 1: Konzernbilanz der Regnu Holding GmbH (vormals: AFM Autofahrerfachmarkt Beteiligungsholding GmbH) zum 31.12.2003 in TEUR
- Anlage 2: Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung der Regnu Holding GmbH (vormals: AFM Autofahrerfachmarkt Beteiligungsholding GmbH) für das Geschäftsjahr 2003 in TEUR
- Anlage 3: Konzernbilanz der A.T.U. Auto - Teile - Unger Holding GmbH (vormals: AFM Autofahrerfachmarkt Beteiligungsholding GmbH) zum 31.12.2004 in TEUR
- Anlage 4: Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung der A.T.U. Auto - Teile - Unger Holding GmbH (vormals: AFM Autofahrerfachmarkt Beteiligungsholding GmbH) für das Geschäftsjahr 2004 in TEUR
- Anlage 5: Kurzportrait der Kohlberg Kravis Roberts & Co. LP (KKR)

Vorbemerkungen

Die A.T.U. Auto-Teile-Unger-Gruppe, Weiden (im Folgenden auch die A.T.U. oder A.T.U.-Gruppe genannt) ist in den letzten Jahren in kurzem zeitlichen Abstand nacheinander von zwei verschiedenen Finanzinvestoren jeweils mehrheitlich übernommen worden.

In der Vergangenheit hat die A.T.U. als nicht börsennotiertes Familienunternehmen keine Finanzdaten veröffentlicht. Erstmalig zum 31.12.2004 wurden nun Geschäftsberichte u. a. von der Konzernobergesellschaft herausgegeben. Auf der Grundlage dieser Informationen stellen wir im Folgenden den Einstieg der Beteiligungsgesellschaft Kohlberg Kravis Roberts & Co. LP (KKR) im Jahre 2004 und seine Folgen dar. Soweit verfügbar, wurden auch Informationen zum vorherigen Eintritt des Finanzinvestors Doughty Hanson verarbeitet.

1. Die gegenwärtige Geschäftstätigkeit der A.T.U.

Die A.T.U. betreibt im gesamten Bundesgebiet ein weit verzweigtes Filialnetz von Autofahrer-Fachmärkten und Kfz-Reparaturbetrieben. In den Filialbetrieben werden neben den üblichen Reparaturleistungen und den dazugehörigen Ersatzteilen auch andere Kfz-Zubehörteile und zunehmend auch Kfz-fremdes Sortiment (Freizeitartikel) angeboten. Im Bereich Werkstatt bietet die A.T.U. sämtliche üblichen Wartungsarbeiten, Reparaturen und TÜV-Untersuchungen an. Nach eigenen Aussagen ist sie in der Lage, fast alle Automarken zu bedienen. Mit fast 13.000 Mitarbeitern (inkl. ca. 500 Auszubildenden) hat die A.T.U.-Gruppe im Jahr 2004 einen Umsatz von ca. 1,2 Mrd. € erzielt.

Als Basis für die Filialbetriebe dienen zwei Logistikzentren in Werl und Weiden, die die Lager- und Verteilfunktionen für das gesamte Bundesgebiet wahrnehmen. Abgerundet wird die Leistungspalette u. a. durch einen Online-Internethandel.

Die Hauptzielgruppe der A.T.U. sind Halter von Kfz und Kleintransportern, die mindestens drei Jahre alt sind, da mit zunehmendem Alter der Fahrzeuge üblicherweise die Bindung des Kunden an markengebundene Werkstätten nachlässt.

Vergleichbare Markt- und Reparaturbetriebe sind derzeit kaum vorhanden. Neben den klassischen markengebundenen Werkstätten ist die Firma Pit Stop der einzige vergleichbar aufgestellte Wettbewerber auf dem deutschen Markt, mit einem Umsatz von ca. 130 Mio. € jedoch wesentlich kleiner als A.T.U.

Inzwischen, ca. 20 Jahre nach ihrer Gründung, hat die A.T.U. mit über 500 Filialbetrieben in Deutschland ein nahezu flächendeckendes Netz aufgebaut. Bis zum Jahr 2014 soll es in Deutschland auf ca. 800 Filialen aufgestockt werden. Im Ausland ist die A.T.U. bisher erst in Österreich mit 14 Filialen und in Tschechien mit einer Testfiliale vertreten. Dem Aufbau des Auslandsgeschäfts kommt zukünftig eine hohe Bedeutung zu.

Die A.T.U. befindet sich somit in einer anhaltenden Wachstums- und Expansionsphase.

2. Ausgangssituation: Die wirtschaftliche Lage des Unternehmens vor Eintritt des Finanzinvestors

2.1. Wichtige Ereignisse der Firmengeschichte und Entwicklung der Eigentümerverhältnisse

1985 gründete Peter Unger die Firma A.T.U. Auto Teile Unger in Weiden. Soweit aus öffentlich zugänglichen Informationen ersichtlich, war Peter Unger alleiniger Gesellschafter der A.T.U. In der Folge nahm das Unternehmen eine rasante Entwicklung. Nach dem Bau des Verwaltungsgebäudes und des Zentrallagers 1985 wurden ein Jahr später die ersten A.T.U.-Filialen eröffnet - 1992 bereits die 100. Filiale. Wenige Jahre später wurde ein Neubau der Zentralverwaltung erforderlich. 1996 erfolgte die Inbetriebnahme des Logistikzentrums in Weiden. Im gleichen Jahr wurde die erste ausländische Filiale in Prag eröffnet. 2002 erfolgte die Inbetriebnahme des zweiten Distributionszentrums in Werl. Seitdem ist das Filialnetz auf ca. 525 Filialen (Stand: November 2005) angewachsen.

Für eine verhältnismäßig lange Zeit ging mit dem rasanten Wachstum keine Veränderung der Anteilsverhältnisse einher. Soweit öffentlich bekannt, wurden die Anteile zumindest bis zum Jahre 2002 ausschließlich von Peter Unger gehalten.

Im Jahr 2002 verkaufte der Unternehmensgründer die Anteilsmehrheit an den Finanzinvestor Doughty Hanson. Als Grund für den Verkauf an einen Finanzinvestor wird vor allem die andernfalls nicht sichergestellte Unternehmensnachfolge genannt. Allerdings wird auch darauf hingewiesen, dass der Aufbau und die Inbetriebnahme des Distributionszentrums Werl im Jahr 2002 erhebliche Liquidität beansprucht und so eventuell den Eintritt eines Finanzinvestors begünstigt haben könnten.

Nach dem Verkauf der Anteilsmehrheit an Doughty Hanson sowie der im gleichen Zuge erfolgten Beteiligung von Teilen des Managements der A.T.U. an der Gesellschaft sahen die Anteilsverhältnisse im Jahre 2002 wie folgt aus:

Gesellschafter	Anteil
Doughty Hanson	75 %
Peter Unger	19 %
Management	6 %
Gesamt	100 %

Abb.1: Gesellschafterstruktur im Jahre 2002

Nur zwei Jahre nach diesem Schritt wurden abermals einschneidende Veränderungen in den Beteiligungsverhältnissen vollzogen: Bereits für den Sommer 2004 – zu diesem Zeitpunkt wurde längst öffentlich darüber spekuliert, dass Doughty Hanson Probleme haben könnte, frisches Geld zu generieren – plante Doughty Hanson den Börsengang der A.T.U. Damit wäre unweigerlich eine Veränderung der Gesellschafterstruktur einhergegangen. Kurz vor dem geplanten Börsengang wurde jedoch klar, dass die von den Altgesellschaftern geforderte Bewertung der A.T.U. von 1,3 Mrd. € an der Börse nicht erzielbar war. Dementsprechend wurde der Börsengang kurzfristig abgesagt.

Bereits wenige Wochen später kam es dann doch zu einem erneuten Gesellschafterwechsel. Im Rahmen einer so genannten „secondary offer“ boten verschiedene strategische Investoren für eine Übernahme der Anteilsmehrheit an der A.T.U. Den Zuschlag erhielt nach kurzer Zeit die KKR zu einem Kaufpreis von 1,45 Mrd. €. Damit hatten die Altgesellschafter einen Kaufpreis erzielt, der deutlich über der noch wenige Wochen zuvor von der Börse geforderten Bewertung lag. Im Zuge dieser Transaktion trennte sich Peter Unger vollständig von seinen Anteilen und verblieb zunächst in beratender Funktion im Management der Gesellschaft. Doughty Hanson verabschiedete sich nicht vollständig aus dem Engagement, sondern verblieb, wie auch Teile des Managements, als Minderheitsgesellschafterin in der A.T.U. Gruppe. Die Anteilsverhältnisse seit dem Spätsommer 2004 stellen sich wie folgt dar:

Gesellschafter	Anteile
KKR	77 %
Doughty Hanson	17 %
Sonstige (Management)	6 %
Gesamt	100 %

Abb.2: Gesellschafterstruktur im Jahre 2004

Soweit erkennbar, ist die Gesellschafterstruktur nach dieser Transaktion bis zum heutigen Tag im Wesentlichen unverändert. Es ist aber damit zu rechnen, dass weitere Veränderungen bevorstehen: KKR hat beim Kauf der Anteilsmehrheit angekündigt, den verschobenen Börsengang frühestens nach fünf Jahren nachzuholen (also im Jahr 2009). Da der Investor aber offensichtlich und entgegen eigener Darstellung (vgl. Anlage 5) die Haltezeiten bei seinen Engagements verkürzt, wird nun von einem Börsengang in 2007 gesprochen und selbst ein Börsengang in 2006 nicht mehr ausgeschlossen.

Das wäre dann innerhalb von ca. fünf Jahren der dritte einschneidende Wechsel im Gesellschafterkreis.

2.2. Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der A.T.U.

Zur Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage vor Beteiligung der KKR wird auf die Konzernbilanz der Regnu Holding GmbH zum 31.12.2003 als damalige Konzernobergesellschaft der A.T.U.-Gruppe zurückgegriffen. Diese Zahlen dienen außerdem als Vergleichszahlen bzw. Vorjahreszahlen für den Konzernabschluss der A.T.U. Auto-Teile-Unger Holding GmbH, die am 08.07.2004 gegründet worden ist und zum 31.12.2004 als Konzernobergesellschaft den Konzernabschluss für die A.T.U.-Gruppe erstellt hat:

a) Vermögenslage

Hiernach ergibt sich zum 31.12.2003 das folgende, verkürzt dargestellte Bilanzbild (zur ausführlichen Darstellung der Bilanz zum 31.12.2003 vgl. Anlage 1):

Regnu Holding GmbH - Konzernbilanz -	31.12.2003 in T€
AKTIVA	
A. Anlagevermögen	635.711
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	573.729
II. Sachanlagen	60.455
III. Finanzanlagen	1.527
B. Umlaufvermögen	312.751
I. Vorräte	240.658
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	51.261
III. Wertpapiere	135
IV. Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	15.887
C. Rechnungsabgrenzungsposten	3.033
D. Latente Steuern	1.777
Bilanzsumme	948.462
PASSIVA	
A. Eigenkapital	64.042
B. Sonderposten mit Rücklageanteil	1.206
C. Rückstellungen	45.776
D. Verbindlichkeiten	837.425
E. Rechnungsabgrenzungsposten	13
Bilanzsumme	948.462

Abb. 3: Konzernbilanz der Regnu Holding GmbH zum 31.12.2003

Schon die Bilanz der Regnu Holding GmbH zum 31.12.2003 ist durch den Eintritt des Finanzinvestors Doughty Hanson im Jahre 2002 gekennzeichnet. Das zeigt sich insbesondere an dem auf der Aktivseite ausgewiesenen Geschäfts- oder Firmenwert, der mit 573 Mio. € ca. 60 % der Bilanzsumme ausmacht. Auf der Passivseite fallen insbesondere die im Vergleich zum Eigenkapital hohen Verbindlichkeiten auf, und zwar sowohl gegenüber Gesellschaftern (274 Mio. €, vgl. Anlage 1) als auch gegenüber Kreditinsti-

tuten (490 Mio. €, vgl. Anlage 1). Die A.T.U.-Gruppe hatte bereits zu diesem Zeitpunkt mit nur 6,8 % eine sehr niedrige Konzerneigenkapitalquote.

Dieses Bilanzbild erklärt sich aus der Finanzierungsstruktur, in der solche Transaktionen üblicherweise abgewickelt werden (vgl. hierzu auch unsere Erläuterungen unter 3.1.). Es ist davon auszugehen, dass sich die Zusammensetzung des Kaufpreises, insbesondere der hohe Fremdkapitalanteil, in der späteren Finanzstruktur der A.T.U. widergespiegelt hat, die Doughty Hanson der Gesellschaft nach ihrem Einstieg – ähnlich wie zwei Jahre später KKR – gegeben hat.

Hierdurch erfolgte einerseits die Aufdeckung eines Geschäfts- bzw. Firmenwertes auf der Aktivseite, dem auf der Passivseite im Wesentlichen eine Erhöhung der Verbindlichkeiten gegenüberstand. Der Geschäfts- bzw. Firmenwert stellt den Teil des Kaufpreises dar, den der Käufer über den Wert der Vermögensgegenstände abzüglich der Schulden hinaus bereit ist zu zahlen. Im Gegensatz zum selbst geschaffenen (originären) Firmenwert ist ein durch einen Kaufvorgang realisierter Firmenwert bilanzierungsfähig und -pflichtig.

Insgesamt verschob sich durch die verschiedenen Maßnahmen im Zusammenhang mit dem Verkauf der A.T.U. das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital erheblich.

b) Ertragslage

Auch die **Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung** zeigt vor dem Eintritt des Finanzinvestors KKR aufgrund des vorangegangenen Eintritts von Doughty Hanson einige Besonderheiten:

Regnu Holding GmbH	1.1.03-31.12.03
Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung	in T€
1. Umsatzerlöse	1.144.019
2. Erhöhung des Bestandes an unfertigen Leistungen	835
3. Sonstige betriebliche Erträge	13.867
4. Materialaufwand	-395.542
5. Personalaufwand	-416.276
6. Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenst.	-65.073
7. Sonstige betriebliche Aufwendungen	-188.344
8. Zinsen und ähnliche Erträge	1.081
9. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-74.365
10. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	20.202
11. Außerordentliche Erträge	6.254
12. Außerordentliche Aufwendungen	-5.661
13. Außerordentliches Ergebnis	593
14. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-9.624
15. Sonstige Steuern	-651
16. Jahresüberschuss	10.520
17. Umgliederung Sonderposten m. Rücklageanteil	2.635
18. Konzernergebnisvortrag	-26.056
19. Auf andere Gesellschafter entfallender Verlust	1
20. Erwirtschaftetes Konzerneigenkapital	-12.900

Abb. 4: Konzern Gewinn- und Verlustrechnung der Regnu Holding GmbH für 2003

Die Besonderheiten der Gewinn- und Verlustrechnung korrespondieren mit denen der Konzernbilanz. So weist die A.T.U.-Gruppe im Geschäftsjahr 2003 ca. 65 Mio. € Abschreibungen auf, die im Wesentlichen auf die Abschreibung des Geschäfts- oder Firmenwerts entfallen. Ferner wird das Konzernergebnis durch Zinsaufwendungen in Höhe von ca. 74 Mio. € belastet, die aus der hohen Verschuldung der A.T.U.-Gruppe resultieren. Das für Analysten wichtige Ergebnis vor Zinsbelastung und Steuern (EBIT) bzw. zusätzlich vor Firmenwertabschreibungen (EBITDA) liegt mit 94,1 Mio. € (EBIT) bzw. 159,2 Mio. € (EBITDA) daher deutlich über dem handelsrechtlichen Ergebnis und deutet auf eine gute Ertragslage hin. Das EBITDA hat sich zudem gegenüber dem Vorjahr (150,3 Mio. €) verbessert.

c) Finanzlage

Im Jahr 2003 zeigt der A.T.U.-Konzern auch eine grundsätzlich gute **Finanzlage**, trotz der hohen Verschuldung. Insbesondere aufgrund des Umstandes, dass die hohen Firmenwertabschreibungen, die das Ergebnis belasten, nicht liquiditätswirksam sind, ergibt sich in 2003 ein Cash-flow aus laufender Geschäftstätigkeit von 96,7 Mio. €. Unter Rückgriff auf den positiven Cash-flow aus Investitionstätigkeit

(7,6 Mio. €) und auf vorhandene Liquiditätsreserven (25,4 Mio. €) hat die A.T.U.-Gruppe in 2003 Kredite im Umfang von insgesamt 129,7 Mio. € zurückgeführt.

Regnu Holding GmbH Konzern - Kapitalflussrechnung	2003 in Mio. €
Cash flow aus laufender Geschäftstätigkeit	96,7
Cash flow aus der Investitionstätigkeit	7,6
Cash flow aus der Finanzierungstätigkeit	-129,7
Summe	-25,4

Abb. 5: Zusammensetzung des Cash-flow der Regnu Holding GmbH im Jahr 2003

Ein positiver Cash-flow aus der Investitionstätigkeit ist ungewöhnlich und bedeutet, dass mehr Anlagevermögen veräußert als angeschafft wurde. Ursächlich bei A.T.U. war, dass die firmeneigenen Kfz verkauft wurden und der Fuhrpark auf Leasingfahrzeuge umgestellt wurde. Hierdurch ergab sich ein einmaliger liquiditätserhöhender Effekt.

Die fiktive Verschuldungsdauer (Verhältnis sämtlicher Verbindlichkeiten zum Cash-flow aus laufender Geschäftstätigkeit) hat sich in 2003 im Vergleich zum Vorjahr deutlich reduziert. Das lässt vor dem Hintergrund der gestiegenen Verschuldung der A.T.U. darauf schließen, dass der Cash-flow aus laufender Geschäftstätigkeit im Geschäftsjahr 2003 deutlich angestiegen sein muss.

Abschließend haben wir eine Übersicht wesentlicher Finanzkennzahlen der Regnu Holding GmbH auf Konzernebene im Vergleich zum Vorjahr zusammengestellt:

Finanzkennzahlen (in Mio. €) der Regnu Holding GmbH	2003	2002
EBIT	94,1	103,8
EBITDA	159,2	150,3
Umsatz	1.144,0	1.065,1
EK-Rentabilität	16,4%	43,0%
GK-Rentabilität	8,9%	k. A.
fiktive Verschuldungsdauer	9,1	13,7
EK-Quote	6,8%	4,9%
Verschuldungsgrad (gearing)	1208%	k. A.
GoF-Quote	60,4%	k. A.

Abb. 6: Wichtige Finanzkennzahlen der Jahre 2003 und 2002

2.3. Darstellung weiterer wirtschaftlich relevanter Sachverhalte

Aus den uns zugänglichen Informationen ergeben sich keine konkreten Anhaltspunkte dafür, dass sich weitere relevante wirtschaftliche oder rechtliche Änderungen im Zusammenhang mit dem Eintritt der Finanzinvestoren ergeben haben.

Insbesondere die Phase, in der Doughty Hanson Mehrheitsgesellschafter war, soll mit einem (zumindest für die Belegschaft) verhältnismäßig geringen wahrnehmbaren Einfluss auf die Geschäftspolitik verbunden gewesen sein. KKR übt demgegenüber üblicherweise mehr Einfluss auf die beherrschten Unternehmen aus.

Wir können daher allenfalls spekulieren, ob der zwar schon 1996 begonnene, aber erst gegenwärtig deutlich forcierte Ausbau der Aktivitäten auf den ausländischen Märkten lediglich eine logische Konsequenz der beginnenden Marktsättigung bzw. eines flächendeckenden Filialnetzes im Inland ist oder ob er im besonderen Maße auf den Einfluss der Finanzinvestoren zurückgeht, die im Zusammenhang mit einem geplanten Börsengang bzw. einer „Ausstiegsstrategie“ weiteres Wachstumspotential erschließen wollen.

3. Eintritt des Finanzinvestors

3.1. Exkurs: Akquisitionsmodelle beim Erwerb von Kapitalgesellschaften

Unternehmensakquisitionen können grundsätzlich in so genannte „Asset Deals“ und „Share Deals“ unterteilt werden.

Im Rahmen eines **Asset Deal** werden alle bzw. die wesentlichen Vermögensgegenstände und Schulden der Zielgesellschaft im Wege der Einzelrechtsnachfolge auf die erwerbende Gesellschaft übertragen. Die Zielgesellschaft geht nicht unter, sondern bleibt als weitgehend (vermögens-)leerer Mantel bestehen und gehört weiterhin den Altgesellschaftern. Diese Methode des Unternehmenserwerbs ist aus Käufersicht insbesondere deshalb vorteilhaft, weil die einzeln angeschafften Wirtschaftsgüter in Höhe ihrer jeweiligen Anschaffungskosten Abschreibungspotential darstellen und andererseits vermeintliche oder tatsächliche Risiken (z. B. aus Gewährleistung, Steuern etc.) in der (leeren) Altgesellschaft verbleiben.

In der Praxis häufiger anzutreffen ist jedoch der Fall des **Share Deal**. Hierbei werden die Anteile an der Zielgesellschaft an den Erwerber veräußert und nicht die einzelnen Vermögensgegenstände und Schulden. Die Zielgesellschaft bleibt zunächst in ihrer Struktur unverändert, es findet also lediglich ein Wechsel der Anteilseigner statt. Diese Form des Unternehmenskaufs hat aus Käufersicht grundsätzlich zwei Nachteile:

Zum einen stellen die erworbenen Anteile an der Zielgesellschaft zumindest für eine Kapitalgesellschaft kein steuerliches Abschreibungspotenzial (mehr) dar. Zum anderen haben die den Unternehmenskauf finanzierenden Banken keine direkte Zugriffsmöglichkeit auf einzelne Aktiva der Zielgesellschaft, mit denen sie ihre Kredite besichern könnten. Die Darlehen können zwar mit den Anteilen an der Zielgesellschaft besichert werden. Das kann allerdings im Falle einer Inanspruchnahme zu Problemen bei der Verwertbarkeit der Sicherheiten führen, weshalb Banken solche Sicherheiten nur ungern akzeptieren.

Zur Umgehung dieser Nachteile finden in der Praxis daher nach einem Share Deal in der Regel gesellschaftsrechtliche Umstrukturierungen statt. Ziel einer solchen Gestaltung ist es, steuerliches Abschreibungspotential zu schaffen, indem die einzelnen Vermögensgegenstände aus den bisherigen Gesellschaften herausgelöst und - möglichst unter Aufdeckung abschreibungsfähiger stiller Reserven (die letztendlich im Kaufpreis bezahlt wurden) - in eine andere Gesellschaft eingebracht werden. Im Regelfall ist der Erwerber auch daran interessiert, die zum Erwerb der Zielgesellschaft aufgenommenen Schulden in der umstrukturierten Zielgesellschaft abzubilden. Solche Umstrukturierungen finden z. B. in Form von Verschmelzungen statt. Bei einer Verschmelzung übernimmt eine Kapitalgesellschaft eine andere Kapitalgesellschaft mit allen Rechten und Pflichten. Die übertragene Gesellschaft geht bei die-

sem Vorgang ohne Abwicklung unter. Die Gesellschafter der übertragenen Gesellschaft werden Gesellschafter der aufnehmenden Gesellschaft, sofern nicht bereits im Vorfeld eine Identität der Gesellschafter gegeben war.

Das Grundschema eines klassischen Erwerbsmodells lässt sich vereinfacht in folgenden Schritten darstellen:

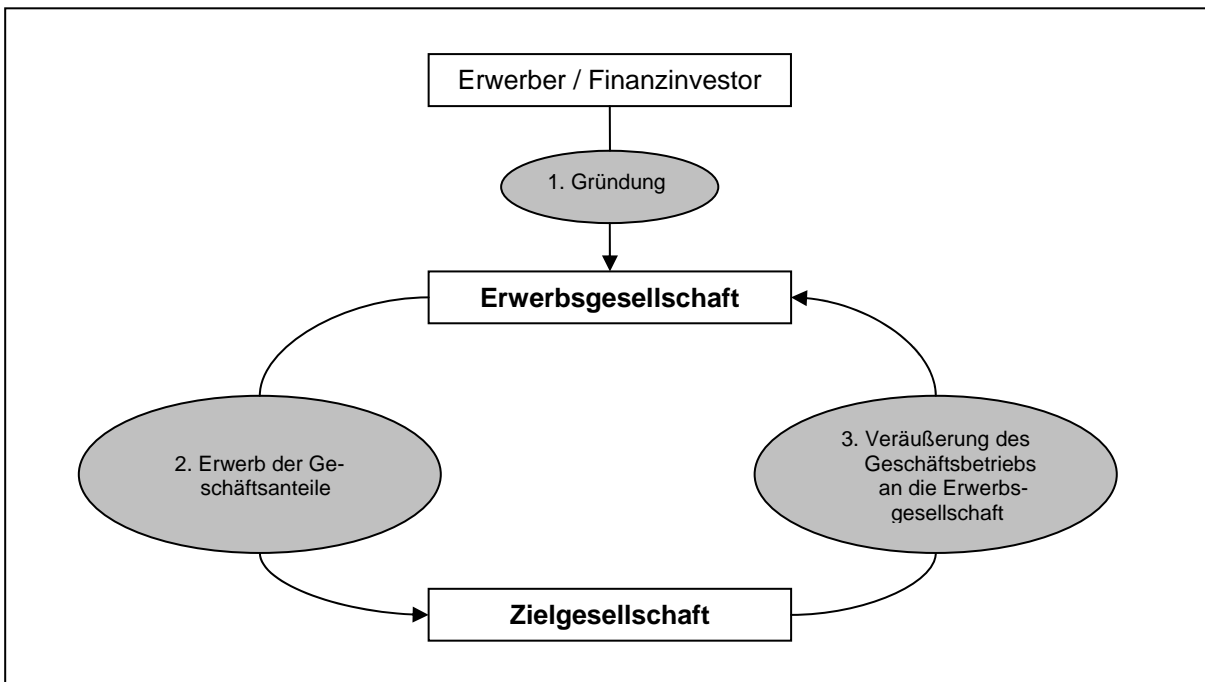


Abb. 7: Grundschema eines Leveraged Buy-out

1. **Gründung einer Erwerbsgesellschaft:**

Die Erwerbsgesellschaft (auch NewCo genannt) wurde früher üblicherweise in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft gegründet. Aus steuerlichen Gründen werden heute Personengesellschaften eingeschaltet, da durch mehrere Änderungen der Steuergesetze der mit diesen Gestaltungen gewünschte Steuerspareffekt bei Einschaltung einer Kapitalgesellschaft nicht mehr erreicht werden kann. Die Erwerbsgesellschaft wird mit dem für die Transaktion notwendigen Eigen- und Fremdkapital ausgestattet.

2. **Erwerb der Geschäftsanteile an der Zielgesellschaft durch die Erwerbsgesellschaft:**

Die Erwerbsgesellschaft verwendet die ihr zur Verfügung gestellte Liquidität zum Kauf der Anteile an der Zielgesellschaft. Die Anteile an der Zielgesellschaft weist die Erwerbsgesellschaft in der eigenen Bilanz zunächst als Finanzanlagen aus.

3. Erwerb des Unternehmens bzw. Geschäftsbetriebs der Zielgesellschaft:

Die einzelnen Vermögensgegenstände und Schulden der Zielgesellschaft werden auf die Erwerbsgesellschaft übertragen. Hierzu stehen verschiedene Möglichkeiten zur Verfügung (z. B. Verschmelzung oder interner Asset Deal). Die Vermögensgegenstände konnten (zumindest in der Vergangenheit) nun bei der Erwerbsgesellschaft abgeschrieben werden. Der bei der Zielgesellschaft entstehende Gewinn aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände (bei einem internen Asset Deal) wird anschließend an die Erwerbsgesellschaft ausgeschüttet. Die Zielgesellschaft, die jetzt in die Erwerbsgesellschaft integriert ist, muss auf diese Weise letztendlich ihren eigenen Kaufpreis erwirtschaften.

Durch mehrfache Änderungen der Steuergesetzgebung sind die Gestaltungsmöglichkeiten zur Gewinnung von steuerlichem Abschreibungspotential in den letzten Jahren deutlich reduziert worden (vgl. Anmerkungen zu 1.).

Die in der Vergangenheit praktizierten Modelle (z. B. Kombinationsmodell, Mitunternehmermodell oder Umwandlungsmodell) sind steuerlich heute nicht mehr anwendbar. Die letzte umfangreiche Steuerreform im Jahre 2002 hat den Gestaltungsspielraum zur Gewinnung von steuerlichem Abschreibungsvolumen auf das so genannte „Organschaftsmodell“ und das „Down-stream merger-Modell“ reduziert. Beide Modelle sehen entweder Verschmelzungen („Down-stream merger-Modell“) oder die Zwischenschaltung von neu gegründeten Personengesellschaften (Organschaftsmodell) vor.

Im „Down-stream merger-Modell“ wird eine Tochterkapitalgesellschaft gegründet und mit dem notwendigen Kapital für den Erwerb der Zielkapitalgesellschaft ausgestattet. Nach Erwerb der Zielkapitalgesellschaft wird diese zunächst in eine Personengesellschaft umgewandelt und anschließend die Tochterkapitalgesellschaft auf die Personengesellschaft verschmolzen.

Im „Organschaftsmodell“ wird die Zielkapitalgesellschaft von einer eigens hierfür gegründeten Personengesellschaft erworben. Danach wird zwischen der Personengesellschaft und der Zielkapitalgesellschaft ein Ergebnisabführungsvertrag geschlossen. Hierdurch wird eine steuerliche Organschaft begründet. Anschließend erwirbt die Personengesellschaft den Geschäftsbetrieb der Zielkapitalgesellschaft im Wege eines „Asset Deal“, d. h. sie kauft deren Wirtschaftsgüter. Hierdurch werden bei der Zielkapitalgesellschaft die stillen Reserven aufgedeckt. Die aus dem Verkauf der Wirtschaftsgüter (inkl. stiller Reserven) an die Personengesellschaft bei der Zielkapitalgesellschaft resultierenden Gewinne führt die Zielkapitalgesellschaft anschließend an die Personengesellschaft ab. Diese kompensiert die Veräußerungsgewinne mit einer so genannten ausschüttungsbedingten Teilwertabschreibung auf die Beteiligung an der Zielkapitalgesellschaft, die nun über kein Vermögen verfügt, was zu einem entsprechend niedrigeren Wertansatz (durch Abschreibung) der Beteiligung bei der Personengesellschaft führt.

Finanziert werden Unternehmenskäufe in der Regel mit sehr hohem Fremdkapitaleinsatz, d. h. der Investor setzt selber nur verhältnismäßig wenig Eigenkapital ein. Hintergrund dieser Gestaltung sind kapitalmarkttheoretische Überlegungen: Unter der Annahme, dass die Gesamtkapitalrendite einer Investition (z. B. eines Unternehmenskaufes) die Fremdkapitalkosten (Zins) übersteigt, kann es sinnvoll sein,

den Einsatz von Eigenkapital zu Gunsten des Fremdkapitals zu reduzieren. Erwirtschaftet die Zielgesellschaft eine Rendite, die über der geforderten Verzinsung des Fremdkapitals liegt, ist es aus Sicht des Erwerbers vorteilhaft, die Transaktion weitestgehend mit „billigem“ Fremdkapital zu finanzieren. Die nach Bedienung der Zinsen verbleibende Rendite erbringt dann im Verhältnis zu dem (nur in geringem Maße) eingesetzten Eigenkapital eine hohe Rendite. Diesem auch „Leverage-Effekt“ genannten Zusammenhang haben die so genannten Leveraged Buy-out-Modelle ihren Namen zu verdanken.

3.2. Rechtliche und wirtschaftliche Gestaltung des Eintritts von KKR in die A.T.U.

Wie eingangs erwähnt, wird im Folgenden wegen mangelnder Informationen zum Einstieg der Doughty Hanson lediglich der Eintritt der KKR in die A.T.U.-Gruppe im Sommer 2004 untersucht.

Bereits kurze Zeit nach dem abgesagten Börsengang der A.T.U.-Gruppe wurde die Mehrheit der Anteile an der Gesellschaft an die KKR veräußert (siehe auch Darstellung der Anteilsverhältnisse unter 2.1.). KKR hatte bereits in 2002 für die Anteile an A.T.U. geboten, war seinerzeit aber noch Doughty Hanson unterlegen. Offenbar ist der Kontakt zu A.T.U. seit dem nicht abgebrochen. Welche Gründe KKR für diesen Erwerb hatte, ist ebenso unbekannt, wie die mit dem Kauf verbundene Strategie. Wir können nur vermuten, dass KKR in A.T.U. eine – auch zu diesem Preis – geeignete Zielgesellschaft sah, deren Marktwert sich unter Berücksichtigung des Wachstumspotentials und der erwarteten Effizienzverbesserungen noch steigern lassen und die man anschließend gewinnbringend weiterveräußern könnte. Im Vorfeld des Erwerbs fand eine Due diligence statt. Hierunter versteht man Untersuchungen bzw. Prüfungen, die ein potentieller Erwerber im Vorfeld eines Unternehmenserwerbs anstellt mit dem Ziel, betriebswirtschaftliche, finanzielle, rechtliche oder steuerliche Risiken aufzudecken. Art und Umfang der in diesem Zusammenhang erfolgten Untersuchungen sind nach außen nicht bekannt geworden.

Mit dem Gesellschafterwechsel einher ging eine grundlegende gesellschaftsrechtliche Umstrukturierung der A.T.U.-Gruppe (siehe auch Abb. 7). Zu diesem Zweck wurde eine Reihe von neuen Gesellschaften gegründet. Die heutige Konzernobergesellschaft, A.T.U. Holding GmbH, wurde am 08.06.2004 zunächst unter dem Namen „Wing Elfte Vermögensverwaltung-GmbH“ gegründet und anschließend umfirmiert. Hierunter wurden weitere Gesellschaften gegründet, die somit 100 %ige unmittelbare oder mittelbare Tochtergesellschaften der A.T.U. Holding GmbH sind. Die „Rally Sechs GmbH & Co. KG, Frankfurt am Main“ (heute firmierend unter A.T.U. Auto Teile Unger Handels GmbH & Co. KG, Weiden i. d. OPf.; kurz: Handels KG (neu)) hat schließlich mit Wirkung zum 20.08.2004 die Mehrheit der Anteile an der AFM Autofahrerfachmarkt Beteiligungsholding GmbH (zum 31.12.2003 Regnu Holding GmbH; kurz: AFM GmbH) erworben, die bis dahin den Konzernabschluss aufgestellt hatte. Nach dem Erwerb der AFM GmbH und ihrer Tochtergesellschaften (kurz: alte A.T.U.-Gruppe) wurden die AFM GmbH sowie diverse Tochtergesellschaften der AFM GmbH durch „gesellschaftsrechtliche Neustrukturierungen

in die Handels KG (neu) integriert¹. Unter „gesellschaftsrechtliche(r) Neustrukturierung“² ist vermutlich zu verstehen, dass die Gesellschaften auf die neue Muttergesellschaft verschmolzen worden sind bzw. dass die Vermögensgegenstände und Schulden in anderer Weise auf die Muttergesellschaft übertragen wurden.

¹ Geschäftsbericht A.T.U. 2004.

² Geschäftsbericht A.T.U. 2004.

Die wesentlichen Veränderungen durch den Einstieg von KKR sind in der folgenden Skizze dargestellt (zur Gesellschafterstruktur vgl. Abb. 2):

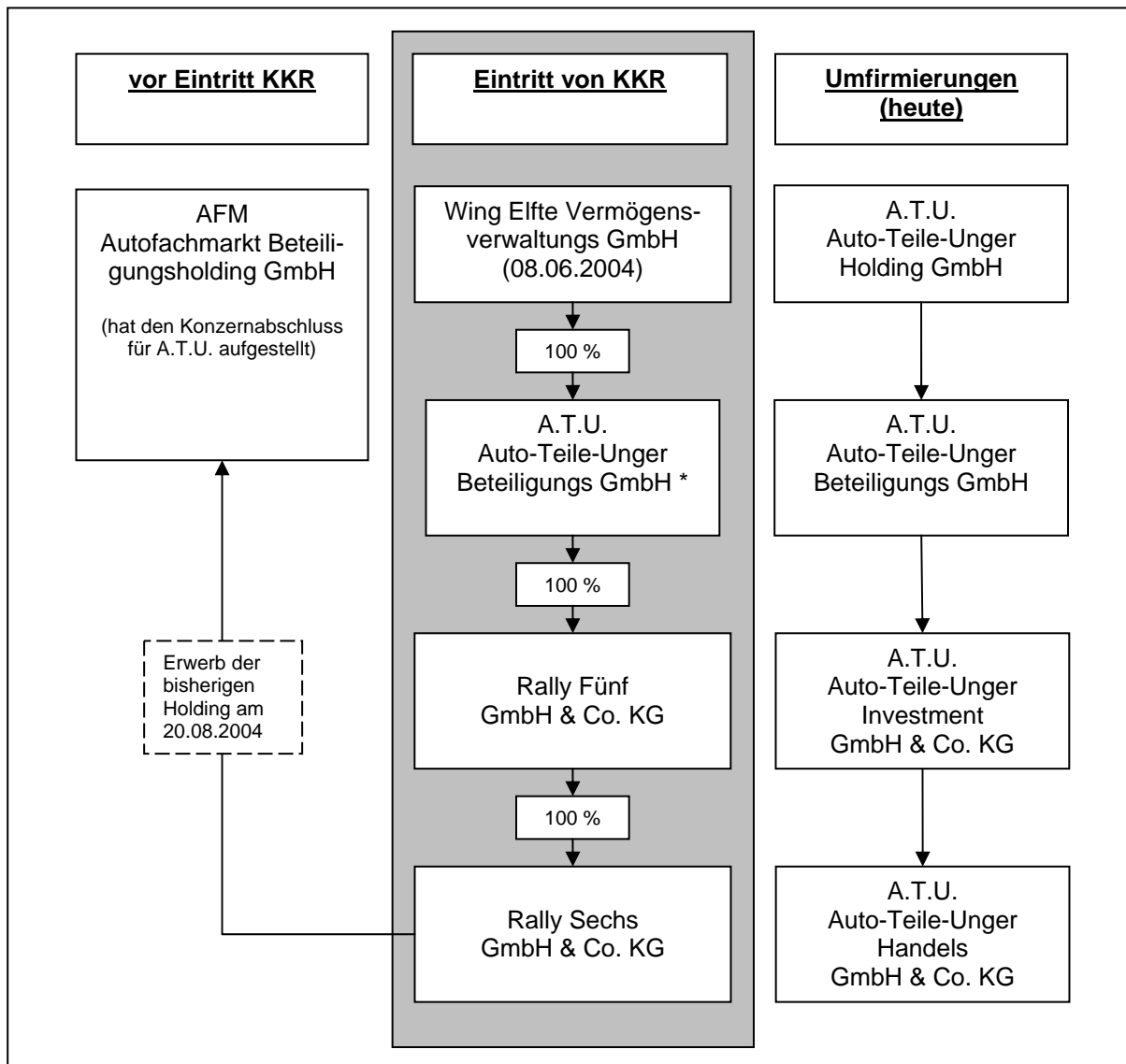


Abb. 8: Gesellschaftsrechtliche Veränderungen infolge des Einstiegs des Finanzinvestors KKR

* Gründungsname nicht bekannt

Die hier erfolgten gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen sind relativ üblich im Rahmen so genannter Leveraged Buy-out (vgl. Exkurs: Akquisitionsmodelle beim Erwerb von Kapitalgesellschaften 3.1.). Bei den drei oben, in der Spalte „Eintritt von KKR“ dargestellten Gesellschaften dürfte es sich um reine Holdinggesellschaften handeln, die anlässlich des Erwerbs der A.T.U. neu gegründet wurden. Die Rally Sechs GmbH & Co. KG (jetzt: A.T.U. Auto-Teile-Unger Handels GmbH & Co. KG) hat den eigentlichen Geschäftsbetrieb der alten A.T.U.-Gruppe übernommen und übt somit den operativen Geschäftsbetrieb aus.

Die gesamte Transaktion wurde überwiegend fremdfinanziert. Im Zuge der Übernahme durch KKR wurden sämtliche alten Kreditverbindlichkeiten abgelöst und durch neue Darlehen bzw. Eigenkapital er-

setzt. Hierbei kamen verschiedene Finanzierungsformen zum Einsatz. Fremdkapitalgeber war ein Bankenconsortium bestehend aus der Mizuho Corporate Bank, Ltd., London, der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, London, und der Morgan Stanley Bank International Limited, London. Der wesentliche Teil der Finanzierung (730 Mio. €) wurde über Bankkredite (Senior Debts) abgewickelt, die in drei Tranchen gestaffelt sind und eine Laufzeit bis 2013 haben. Bei den Senior Debts handelt es sich um vorrangig besicherte Bankdarlehen (z. B. durch Verpfändung sämtlicher Unternehmensbeteiligungen, aller gegenwärtig und künftig gehaltener Marken, Übereignung des beweglichen Anlagevermögens und des Umlaufvermögens sowie Abtretung aller gegenwärtigen und künftigen Forderungen). Ein weiterer wesentlicher Teil der Transaktion ist durch eine so genannte Mezzanine Facility über 220 Mio. € finanziert worden. Mezzanines Kapital stellt eine Zwischenform von Eigen- und Fremdkapital dar und wird nicht besichert. Die Verzinsung von Mezzaninen Tranchen liegt wegen des höheren Risikos für den Kapitalgeber deutlich über der von Senior Debts. Insbesondere deshalb haben Finanzinvestoren ein hohes Interesse daran, die Mezzanine Finanzierung möglichst schnell zu tilgen bzw. umzuschulden.

Die A.T.U. hat zur Ablösung der Mezzanine-Tranche in 2004 einen „High Yield Bond“ (hochverzinsliche Anleihe mit überdurchschnittlichem Risiko, daher oft auch „Junk Bonds“, „Ramschanleihen“, genannt) über 150 Mio. € begeben. Er wird mit rund 9,4 % jedoch ebenfalls sehr hoch verzinst. Weiterhin hat die A.T.U. von dem Bankenconsortium eine so genannte Capex Facility (Investitionskredit) über insgesamt 165 Mio. € sowie eine Revolving Credit Facility (revolvierendes Bankdarlehen; Kredit, der während eines festgelegten Zeitraumes zurückgezahlt und wieder beansprucht werden kann) über 60 Mio. € erhalten:

Fremdfinanzierung des Erwerbs der Anteilmehrheit an der A.T.U.	Betrag in Mio. €
Senior Debts	730
Mezzanine Facility	220
Capex Facility	165
Revolving Credit Facility	60
Gesamtes zum Erwerb eingesetztes Fremdkapital	1.175

Abb. 9: Zusammensetzung der Fremdfinanzierung des Erwerbs der Anteile an A.T.U. durch KKR

Das exakte, von KKR eingesetzte Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital lässt sich aus der vorliegenden Bilanz nicht beziffern. Bei einem Kaufpreis von ca. 1,45 Mrd. € und den o. g. Darlehen des Bankenconsortiums in Höhe von 1,175 Mrd. € ergibt sich eine rechnerische Fremdfinanzierung des Erwerbs von ca. 81 %, was durchaus branchenüblich ist.

3.3. Erfahrungen der Arbeitnehmervertreter mit dem Finanzinvestor

Die Belegschaft bzw. der Betriebsrat sind im Vorfeld beider Finanztransaktionen weder durch den Finanzinvestor selbst noch durch die Altgesellschafter über den bevorstehenden Gesellschafterwechsel informiert worden. Mehr oder weniger gleichzeitig mit der Veröffentlichung entsprechender Nachrichten in den Medien, wandte sich die Geschäftsführung jedoch in Form von Mitarbeiter Rundschreiben bzw. Briefen mit mehr oder weniger allgemein gehaltenen Informationen an die Belegschaft.

Zum Zeitpunkt des Einstiegs von Doughty Hanson existierte in der A.T.U.-Gruppe noch keine organisierte Mitbestimmung. Die ersten Betriebsratswahlen waren vielmehr die Reaktion auf den Einstieg eines Finanzinvestors und die damit einhergehenden Sorgen von Teilen der Belegschaft.

Aber auch im Vorfeld der Transaktion von KKR – als bereits Betriebsräte gewählt waren – fand keine entsprechende Information statt. Von einer Einbindung der Belegschaft bzw. des Betriebsrates im Vorfeld der Akquisition durch einen Finanzinvestor kann daher im Fall von A.T.U. keine Rede sein.

Darüber hinaus bestanden vor dem Einstieg von Doughty Hanson bzw. KKR innerhalb der Belegschaft auch keine Erfahrungen mit Finanzinvestoren. Die öffentlich bekannten Informationen über Finanzinvestoren führten jedenfalls in Teilen der Belegschaft zu Beunruhigungen (s. o.), während ein Großteil der Belegschaft dem bevorstehenden Eintritt bzw. Wechsel des Finanzinvestors eher desinteressiert gegenüberstand. Auch nach dem Eintritt der Finanzinvestoren gab es offensichtlich keine gezielte Kontaktaufnahme seitens der Finanzinvestoren zum Betriebsrat.

4. Entwicklung des Unternehmens nach dem Eintritt des Finanzinvestors

4.1. Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

a) Auswirkungen auf die Vermögenslage

Mit der gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierung ging eine Veränderung der Strukturen von Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung einher. Zur Analyse der Auswirkungen aus der mehrheitlichen Übernahme der A.T.U.-Gruppe durch die KKR wird auf die Konzernbilanz der jetzigen Konzernobergesellschaft A.T.U. Holding GmbH zurückgegriffen, die am 08.06.2004 in Zusammenhang mit der Übernahme gegründet worden war. Dieser Konzernabschluss wird dem Konzernabschluss der Regnu Holding GmbH gegenübergestellt, die in vergleichbarer Funktion (d. h. als Konzernobergesellschaft) zum 31. Dezember 2003 den Konzernabschluss für die A.T.U.-Gruppe erstellt hat (vgl. auch unserer Ausführungen unter 2.2.), die allerdings nicht deren Rechtsvorgängerin ist. Hiernach ergibt sich das folgende Bild.

A.T.U. Auto-Teile-Unger Holding GmbH Konzernbilanz	A.T.U. Hold. GmbH 31.12.2004	Regnu Hold. GmbH 31.12.2003	Diff.
	in T€	in T€	in T€
AKTIVA			
A. Anlagevermögen	1.204.386	635.711	568.675
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	1.142.185	573.729	568.456
II. Sachanlagen	60.301	60.455	-154
III. Finanzanlagen	1.900	1.527	373
B. Umlaufvermögen	352.609	312.751	39.858
I. Vorräte	249.645	240.658	8.987
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	81.411	51.261	30.150
III. Wertpapiere	0	135	-135
IV. Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	17.103	15.887	1.216
C. Rechnungsabgrenzungsposten	2.658	3.033	-375
D. Latente Steuern	1.792	1.777	15
Bilanzsumme	1.556.995	948.462	608.533
PASSIVA			
A. Eigenkapital	146.260	64.042	82.218
B. Sonderposten mit Rücklageanteil	1.095	1.206	-111
C. Rückstellungen	61.358	45.776	15.582
D. Verbindlichkeiten	1.347.771	837.425	510.346
E. Rechnungsabgrenzungsposten	511	13	498
Bilanzsumme	1.556.995	948.462	608.533

Abb. 10: Konzernbilanz der A.T.U. Auto-Teile-Unger GmbH

Innerhalb der Konzernbilanz haben sich die bereits durch den Eintritt von Doughty Hanson verursachten Effekte weiter verstärkt. Das zeigt sich insbesondere an der Gegenüberstellung der Konzernbilanzen zum 31.12.2004 und zum 31.12.2003. Die Bilanzsumme der A.T.U.-Gruppe ist um über 600 Mio. € auf 1.557 Mio. € gestiegen. Auf der Aktivseite entfällt der Anstieg mit insgesamt 560 Mio. € im Wesentlichen auf den Geschäfts- bzw. Firmenwert, der nunmehr 1.141 Mio. € beträgt. Der Geschäfts- bzw. Firmenwert, der mittlerweile ca. 67 % der Bilanzsumme ausmacht, ist ein rein buchungstechnischer Posten, der sich daraus ergibt, dass der für die A.T.U.-Gruppe gezahlte Kaufpreis den Zeitwert der einzelnen Vermögensgegenstände bzw. Schulden insoweit übersteigt. Der Geschäfts- bzw. Firmenwert wird wie die Markenrechte über 15 Jahre abgeschrieben.

Der zum 31.12.2003 ausgewiesene Geschäfts- bzw. Firmenwert beruht im Wesentlichen auf dem Einstieg der Doughty Hanson-Gruppe im Jahre 2002. Sein nochmaliger deutlicher Anstieg (sowie der der Markenrechte) zum 31. Dezember 2004 lässt unseres Erachtens darauf schließen, dass der im Jahre 2004 von KKR gezahlte Kaufpreis von rund 1,45 Milliarden € deutlich über dem seinerzeit von Doughty Hanson gezahlten Kaufpreis gelegen haben dürfte.³ Der Anstieg der Forderungen und der sonstigen Vermögensgegenstände beruht auf der Vorfinanzierung neuer Standorte.

³ Ebenfalls möglich wäre, dass Doughty Hanson im ersten Jahr eine außerplanmäßige Abschreibung auf den Geschäfts- bzw. Firmenwert vorgenommen hat, die aus dem Geschäftsbericht aber nicht erkennbar ist, oder dass der Investor einen Teil des Geschäfts- bzw. Firmenwertes erfolgsneutral mit dem Eigenkapital verrechnet hat.

Auf der Passivseite der Bilanz lässt sich die Finanzierung des Erwerbsvorgangs ablesen. So ist im Vergleich zur Bilanz vor dem Einstieg von KKR insbesondere die nochmalige Erhöhung der Verschuldung auffällig. Sie ist um weitere 500 Mio. € auf 1.347 Mio. € gestiegen. Der Anstieg entfällt im Wesentlichen auf eine Erhöhung der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten (plus 266 Mio. €) sowie auf die Emission einer Anleihe über 150 Mio. €. Ferner sind die Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern um weitere 81 Mio. € auf 356 Mio. € angestiegen. Im Zuge der Transaktion wurden sämtliche Altdarlehen zurückgeführt und durch neu aufgenommene Fremdmittel ersetzt (vgl. auch unsere Ausführungen unter Abschnitt 3.1).

Eine weitere Auswirkung der Transaktion schlägt sich im Eigenkapital der Gesellschaft nieder. Es stieg um ca. 82,2 Mio. € auf 146,3 Mio. € und beträgt somit 9,4 % (Vorjahr 6,9 %) der Bilanzsumme. Wesentliche Veränderungen haben sich bei der Kapitalrücklage ergeben, die im Zuge des Erwerbs durch KKR um ca. 116,9 Mio. € auf 190,2 Mio. € aufgestockt wurde. Worauf die Erhöhung zurückzuführen ist, lässt sich aus dem Geschäftsbericht nicht erkennen. Der Anstieg der Rückstellungen um rund 16 Mio. € ist im Wesentlichen zurückzuführen auf den Anstieg von Steuerrückstellungen und nicht weiter differenzierten sonstigen Rückstellungen.

b) Auswirkung auf die Ertragslage

Auf die Ertragslage der A.T.U.-Gruppe hat sich die oben beschriebene Transaktion weniger deutliche ausgewirkt als auf die Vermögenslage. Das Wachstum der Umsatzerlöse und die damit einhergehenden Steigerungen von Material- und Personalaufwand sowie eines Teils der Abschreibungen sind im Wesentlichen auf das Wachstum des Filialnetzes zurückzuführen und somit keine direkte Folge des Einstiegs der Finanzinvestoren. Die verhältnismäßig hohen Abschreibungen, die gegenüber dem Vorjahr abermals gestiegen sind, resultieren im Wesentlichen aus der Abschreibung des Firmenwertes (vgl. oben).

Der Anstieg des Personalaufwands ist ungefähr proportional zu den Umsatzerlösen und beruht wahrscheinlich auf Neueinstellungen im Zusammenhang mit der Eröffnung neuer Filialen.

Insgesamt hat sich das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit gegenüber dem Vorjahr erheblich verschlechtert, weil das Unternehmen mit verschiedenen akquisitionsbedingten Kosten belastet wurde. Wesentliche Ursache hierfür ist neben höheren Abschreibungen der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um fast 91 Mio. €. Hiervon entfällt der überwiegende Teil auf Rechts- und Beratungsaufwendungen. In 2004 wurden einmalige Aufwendungen i. H. v. rund 72 Mio. € für Beratung und Finanzierung getätigt, die insbesondere im Rahmen des angestrebten Börsengangs, im Zusammenhang mit der Finanzierung des Erwerbs der A.T.U. durch KKR sowie durch die Begebung der Unternehmensanleihe (Emissionsvolumen: 150 Mio. €) angefallen sind. Auffällig ist, dass trotz der gestiegenen Verschuldung die Zinsaufwendungen im Geschäftsjahr 2004 gegenüber dem Vorjahr rückläufig sind. Das

kann einerseits daran liegen, dass ein Teil der Finanzierungskosten vermutlich in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten ist, sowie andererseits daran, dass der Erwerb der A.T.U.-Gruppe erst unterjährig erfolgt ist, d. h., dass sich die höhere Verschuldung und die damit verbundene höhere Zinslast nur zu einem Teil noch im Jahre 2004 ausgewirkt hat. Angesichts des Anstiegs der Verschuldung von 2003 auf 2004 ist jedoch davon auszugehen, dass die Zinsaufwendungen in den folgenden Jahren steigen werden.

Würde man die einmaligen Beratungs- und Finanzierungsaufwendungen sowie die Zinsaufwendungen, die zumindest zu einem großen Teil durch die Finanzierung des Kaufpreises der A.T.U. - Gruppe verursacht sind, herausrechnen, ergäbe sich ein deutlich positiveres Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit der A.T.U.-Gruppe für das Jahr 2004.

Die grundsätzlich positive Entwicklung der Ertragslage zeigt sich auch im EBITDA, das um diesen Zinsaufwand und Firmenwertabschreibungen (sowie Abschreibungen auf Sachanlagen und Steuern) bereinigte Ergebnis. Es ist mit 166,2 Mio. € das beste Ergebnis in der Firmengeschichte. Hierbei sind noch nicht einmal die Sondereffekte in Höhe von 72 Mio. € aus der Beratung und Finanzierung bereinigt worden.

A.T.U. Auto-Teile Unger Holding GmbH Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung	A.T.U. Hold. GmbH 1.1.04-31.12.04	Regnu Hold. GmbH 1.1.03-31.12.03	Diff.
	in T€	in T€	in T€
1. Umsatzerlöse	1.235.119	1.144.019	91.100
2. Erhöhung des Bestandes an unfertigen Leistungen	2.210	835	1.375
3. Sonstige betriebliche Erträge	11.473	13.867	-2.394
4. Materialaufwand	-420.153	-395.542	-24.611
a) Aufwendungen für bezogene Waren	-364.457	-347.827	-16.630
b) Aufwendungen für bezogene Leistungen	-55.696	-47.715	-7.981
5. Personalaufwand	-455.198	-416.276	-38.922
a) Löhne und Gehälter	-370.699	-338.733	-31.966
b) Soziale Abgaben und Aufwendungen für Unterstützung	-84.499	-77.543	-6.956
6. Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenst.	-74.773	-65.073	-9.700
7. Sonstige betriebliche Aufwendungen	-279.200	-188.344	-90.856
8. Zinsen und ähnliche Erträge	713	1.081	-368
9. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-68.670	-74.365	5.695
10. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-48.479	20.202	-68.681
11. Außerordentliche Erträge	0	6.254	-6.254
12. Außerordentliche Aufwendungen	0	-5.661	5.661
13. Außerordentliches Ergebnis	0	593	-593
14. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-14.653	-9.624	-5.029
15. Sonstige Steuern	-1.215	-651	-564
16. Jahresfehlbetrag (Jahresüberschuss)	-64.347	10.520	-74.867
17. Umgliederung Sonderposten m. Rücklageanteil	0	2.635	-2.635
18. Konzernergebnisvortrag	0	-26.056	26.056
19. Auf andere Gesellschafter entfallender Verlust	6	1	5
20. Erwirtschaftetes Konzerneigenkapital	-64.341	-12.900	-51.441

Abb. 11: A.T.U. Auto-Teile-Unger Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

4.2. Auswirkungen auf die Finanzlage

Die Gewinnung von Liquidität nimmt in der Strategie von Finanzinvestoren einen extrem hohen Stellenwert ein. Im Regelfall versuchen sie, den Unternehmenswert der Zielgesellschaft, ausgedrückt in entnahmefähigen Liquiditätsströmen, innerhalb kurzer Zeit zu steigern und anschließend die Gesellschaft wieder gewinnbringend abzustoßen (z. B. durch einen Börsengang oder durch Veräußerung an andere Finanzinvestoren oder institutionelle Anleger).

Entgegen der ursprünglichen Strategie, einen Börsengang nicht vor 2009 durchzuführen, wird zwischenzeitlich seitens der A.T.U. ein Börsengang im Jahr 2006 nicht mehr ausgeschlossen. Die genauen Vorstellungen von KKR zum „Exit“, d. h. zum Ausstieg aus dem Investment A.T.U., sind nicht bekannt.

Die Finanzlage der A.T.U.-Gruppe, dargestellt durch die Kapitalflussrechnung (Cash-flow-Rechnung), ist ebenfalls deutlich von der Erwerbstransaktion gekennzeichnet:

A.T.U. Auto-Teile-Unger Holding GmbH Konzern - Kapitalflussrechnung	2004	2003
	in Mio. €	in Mio. €
Cash flow aus laufender Geschäftstätigkeit	32,5	96,7
Cash flow aus der Investitionstätigkeit	-683,0	7,6
Cash flow aus der Finanzierungstätigkeit	653,3	-129,7
Summe	2,8	-25,4

Abb. 12: Zusammensetzung des Cash-flow der A.T.U. Holding GmbH im Jahr 2004

Trotz eines negativen Jahresergebnisses (vgl. Ertragslage) ist der aus der laufenden Geschäftstätigkeit erzielte Cash-flow positiv, was insbesondere auf die Firmenwertabschreibung und die Abschreibung der Markenrechte zurückzuführen ist. Die Cash-flow aus der Investitionstätigkeit bzw. der Finanzierungstätigkeit sind im Wesentlichen durch die Akquisition durch KKR beeinflusst. So spiegelt sich im Cash-flow aus der Finanzierungstätigkeit der Mittelzufluss aus der Finanzierung des Erwerbs der A.T.U. wider. Im Cash-flow aus der Investitionstätigkeit sind vor allem Auszahlungen für den Erwerb konsolidierter Unternehmen in Höhe von 663,4 Mio. € enthalten.

Der Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit, der wie die anderen Cash-flow-Größen auch eine Saldogröße ist, zeigt, dass der A.T.U. Finanzierungsmittel im Umfang von 653,3 Mio. € zugeflossen sind. Der Wert setzt sich zusammen aus Finanzmittelzuflüssen in Höhe von insgesamt 1.727,0 Mio. € und Abflüssen in Höhe von 1.073,7 Mio. €. Die Zuflüsse verteilen sich auf die Aufnahme von Krediten (1.400,1 Mio. €), Gesellschafterdarlehen (350,0 Mio. €), Eigenkapitalerhöhungen (186,9 Mio. €) sowie die Ausgabe der Anleihe über 150,0 Mio. €. Im Gegenzug wurden aus diesen Mitteln Kredite in Höhe von 785,3 Mio. € und 288,4 Mio. € Gesellschafterdarlehen abgelöst. Die Tatsache, dass per Saldo neue Verbindlichkeiten aufgenommen und nicht lediglich alte gegen neue Darlehen ausgetauscht wurden, kann zwei Ursachen haben. Einerseits kann der Kaufpreis, den KKR gezahlt hat, höher als der ursprünglich von

Doughty Hanson bezahlte Preis gewesen sein oder Doughty Hanson hatte bereits einen entsprechenden Teil seines ursprünglichen Kaufpreises getilgt. Möglich ist auch eine Kombination aus beiden Ursachen.

Allerdings lassen sich die Effekte, die sich im Geschäftsjahr 2004 auf die Finanzlage der A.T.U.-Gruppe ausgewirkt haben, nicht genau zerlegen bzw. konkreten Sachverhalten zuordnen, was eine Analyse erschwert. So übersteigen beispielsweise die Auszahlungen aus der Tilgung von Krediten mit 785,3 Mio. € die entsprechenden zum 31.12.2003 vorhandenen Verbindlichkeiten (ca. 490,5 Mio. € Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten) bei weitem. Möglicherweise hat die A.T.U. bereits einen Teil des mit dem Erwerb durch die KKR aufgenommenen Fremdkapitals zurückgeführt.. Hier wird die allgemein übliche Strategie von Finanzinvestoren erkennbar, möglichst große Teile des Kaufpreises für das Zielunternehmen fremd zu finanzieren und anschließend die dadurch entstandenen Verbindlichkeiten so schnell wie möglich zu tilgen. Mit anderen Worten: Der Investor versucht, so viel Liquidität des Unternehmens wie möglich in die Schuldentilgung zu lenken.

Typischerweise erfolgen keine Dividendenzahlungen an die Gesellschafter, die ihren Gewinn stattdessen im Rahmen des Ausstiegs im Verkaufspreis zu realisieren versuchen. Konsequenterweise sind die Investitionen in das Sachanlagevermögen in 2004 verhältnismäßig gering und im Vergleich zum Vorjahr sogar rückläufig. Ob *betriebsnotwendige* Investitionen in das Sachanlagevermögen unterblieben sind und falls ja, inwieweit, ist derzeit nicht feststellbar. Offensichtlich war die A.T.U. bisher trotzdem in der Lage, ihre ehrgeizigen (Filial-) Wachstumspläne zu finanzieren.

Der erhebliche Anstieg der fiktiven Verschuldungsdauer ist auf den rein rechnerischen Zusammenhang zurückzuführen, dass der Cash flow aus laufender Geschäftstätigkeit 2004 durch akquisitionsbedingte Sondereffekte belastet war, während gleichzeitig die Verschuldung im Vergleich zum Vorjahr deutlich angestiegen ist.

Abschließend sind einige Finanzkennzahlen der A.T.U.-Gruppe im Jahresvergleich dargestellt (beachte: 2003 und 2002 Regnu Holding GmbH):

Finanzkennzahlen der A.T.U. Auto-Teile-Unger Holding GmbH	2004	2003	2002
	in Mio. €	in Mio. €	in Mio. €
EBIT	91,4	94,1	103,8
EBITDA	166,2	159,2	150,3
Umsatz	1.235,1	1.144,0	1.065,1
EK-Rentabilität	-44,0%	16,4%	43,0%
GK-Rentabilität	0,3%	8,9%	k.A.
Liquidität 1. Grades	8,5%	k.A.	k.A.
fiktive Verschuldungsdauer	43,4	9,1	13,7
EK-Quote	9,4%	6,8%	4,9%
Verschuldungsgrad	964%	1382%	1926%
GoF-Quote	67,0%	60,4%	k.A.

Abb. 13: Verschiedene Finanzkennzahlen der Jahre 2002 – 2004

Die Entwicklung der Eigenkapitalrentabilität, definiert als Konzernergebnis im Verhältnis zum Eigenkapital, hat sich im Laufe der Jahre kontinuierlich verschlechtert, was insbesondere auf die rückläufigen Konzernergebnisse zurückzuführen ist. Die Konzernergebnisse haben sich im Laufe der Jahre insbesondere durch die Firmenwertabschreibungen, die Finanzierungszinsen sowie akquisitionsbedingte Aufwendungen verschlechtert.

Der Verschuldungsgrad drückt das Fremdkapital im Verhältnis zum Eigenkapital des Unternehmens aus. Die Verschuldungsgrade sind grundsätzlich recht hoch, da wie oben bereits herausgestellt, die Eigenkapitalquote der A.T.U. immer verhältnismäßig niedrig war. Die Verbesserung des Verschuldungsgrades im Zeitablauf trotz höherer Schulden erklärt sich daraus, dass das Eigenkapital, insbesondere durch die Eigenkapitalerhöhung in 2004, stärker angestiegen ist als das Fremdkapital.

Der Anstieg der Geschäfts- oder Firmenwertquote (Firmenwert im Verhältnis zur Bilanzsumme) von 2003 auf 2004 erklärt sich trotz gestiegener Bilanzsumme durch den deutlichen Anstieg des Geschäfts- oder Firmenwertes nach dem Erwerb durch KKR in 2004.

4.3. Sonstige wirtschaftliche und rechtliche Auswirkungen auf die Gesellschaft

Durch den Einstieg der Finanzinvestoren hat sich die Geschäftstätigkeit der A.T.U.-Gruppe nicht grundlegend geändert. Das mag auch damit zusammenhängen, dass die Finanzinvestoren im vorliegenden Fall neben dem reinen Halten und Verwalten der Beteiligung offensichtlich keine weiteren Dienstleistungen anbieten. Allerdings bringt KKR in seine Beteiligungen üblicherweise ein hohes Maß an „Controlling-Sachverstand“ ein. Zudem verfügt der Investor durch den Erwerb einer ähnlichen Firmenkette in den USA (Autozone) in diesem Markt über beträchtliches Know-how. Andererseits ist jedoch zu berück-

sichtigen, dass selbst innerhalb Europas die einzelnen Märkte sehr große nationale Unterschiede aufweisen. Ob und inwieweit Veränderungen in der Distributionspolitik (z. B. zunehmender Verkauf von Artikeln, die nicht Autozubehör sind) oder die angestrebte Ausdehnung des Filialnetzes auf das europäische Ausland auf den Einstieg der Finanzinvestoren zurückzuführen oder ob sie lediglich logische Entscheidungen des Managements eines Unternehmens sind, das sich (zumindest im Inland) in absehbarer Zeit einer gewissen Marktsättigung ausgesetzt sieht, lässt sich nicht sicher entscheiden.

Intern haben sich mit dem Einstieg der Finanzinvestoren verschiedene Veränderungen ergeben. Sie sind vermutlich auch auf die unterschiedlichen Kulturen der beiden Käufer zurückzuführen:

- Gemeinsam ist beiden Fällen, dass mit dem Einstieg der Finanzinvestoren auch finanzielle Beteiligungen von leitenden Mitarbeitern des Managements bzw. von Filialleitern einhergingen.
- Während das Unternehmen nach dem Einstieg von Doughty Hanson intern mehr oder weniger unverändert blieb und sich die Einflussnahme im Wesentlichen auf die Abfrage von regelmäßigen Reports beschränkt haben soll, hat KKR offensichtlich mehr Einfluss auf die interne Organisation der A.T.U.-Gruppe genommen. Auffälliges Kennzeichen hierfür ist, dass sich der langjährige Vorstandsvorsitzende, Werner Aichinger, im Oktober 2005 nach vier Jahren Tätigkeit als Vorsitzender der Geschäftsführung aus dem Unternehmen zurückgezogen hat, wenngleich er als Gesellschafter und Mitglied des Beirats weiterhin dem Unternehmen eng verbunden bleibt. Für den Rückzug wurden offiziell private Gründe genannt. Jedoch ist es, insbesondere nach dem Einstieg von KKR in eine Zielgesellschaft, keineswegs ungewöhnlich, dass nach relativ kurzer Zeit deren ehemalige Führungsriege zumindest teilweise aus dem Amt scheidet.⁴
- Auch in anderen Unternehmensbereichen hat sich der zunehmende Einfluss von KKR bereits niedergeschlagen. So wird aus dem Unternehmen berichtet, dass der Finanzinvestor verstärkt Druck auf das Management ausübt. Das zeigt sich zum Beispiel daran, dass neben umfangreicheren Reportings, die für den Finanzinvestor zu erstellen sind, Vorgaben gegeben werden und dass die Einflussnahme auch das laufende operative Geschäft betrifft.¹
- Vorrangige Ziele dieser Einflussnahme durch KKR dürften insbesondere die weitere Erhöhung der Profitabilität der Gesellschaft sowie die Schuldentilgung sein. Die Steigerung der Profitabilität wurde auch durch eine Straffung der Personaldecke erreicht. So hat die Belegschaft trotz eines Wachstums um ca. 45 neue Filialen (Q III/05 zu QIII/04) im gleichen Zeitraum um ca. 1 % abgenommen. Da die Personalkosten bei der A.T.U. mit ca. 30 % der Umsatzerlöse den höchsten Kostenblock darstellen und zugleich am ehesten beeinflussbar sind, dürfte dieses Instrument aus Sicht eines Finanzinvestors logischerweise erste Wahl zur Steigerung der Profitabilität sein.

⁴ Vgl. Financial Times Deutschland vom 05.10.2005.

Zur weiteren Verbesserung der Ertragslage wurde neben einer Erweiterung des Verkaufssortiments um solche Artikel, die nicht direkt Autozubehör darstellen, zusätzlich die Lagerhaltung in den einzelnen Werkstätten optimiert bzw. reduziert.

- Ebenfalls seit dem Einstieg der KKR wurde Einfluss auf die Arbeitsverhältnisse genommen. Alle neu abgeschlossenen Arbeitsverträge sowohl bei einem Arbeitsplatzwechsel innerhalb des Unternehmens als auch bei Neueinstellungen sehen nunmehr wieder eine reguläre Arbeitszeit von 40 Stunden pro Woche vor. Früher lag die Wochenarbeitszeit bei 37,5 Stunden. Daneben haben sich auch Auswirkungen auf das Entlohnungssystem (Prämienlohn) ergeben. Hiernach ist der Lohn nicht mehr individuell von der Leistung des einzelnen Monteurs abhängig, sondern vom Gesamtumsatz der Filiale.

Insgesamt lässt sich feststellen, dass seit der Übernahme durch KKR bei der A.T.U. vergleichbare Prozesse stattgefunden haben wie in anderen Unternehmen, die von KKR übernommen worden sind. Die Belegschaft empfindet einen Verlust an Firmenkultur. Das „Familiengefühl“ zu Zeiten eines Gesellschafter-Geschäftsführers Peter Unger sei verloren gegangen. Inwieweit das auch vom Management so empfunden oder mitgetragen wird, ist nicht bekannt. Hier ist zusätzlich zu beachten, dass im Rahmen der Transaktion bestimmten Mitarbeitern des Managements angeboten wurde, sich ihrerseits bis zu einer Höhe von 20 T€ an der A.T.U. zu beteiligen.

4.4. Auswirkungen auf die Zusammenarbeit mit der Arbeitnehmervertretung

Insgesamt lässt sich feststellen, dass sich die Zusammenarbeit zwischen Betriebsrat und Geschäftsführung, wie erwartet, schwierig gestaltet. Das zeigt sich insbesondere an folgenden Beispielen:

- Die Informationsbereitschaft gegenüber Betriebsräten ist offensichtlich nur sehr gering ausgeprägt. Die meisten Informationen, die der Betriebsrat erbittet, sind zwar über den Wirtschaftsausschuss verfügbar, werden aber halt nur auf Nachfrage geliefert. Bestimmte Informationen (z. B. Umsatzstatistik und Deckungsbeitragsrechnung pro Filiale), deren Existenz man zumindest in einem von Finanzinvestoren geführten bzw. beherrschten Unternehmen erwarten dürfte, wurden hingegen nicht geliefert, da diese nicht verfügbar seien.
- Auch die erst nach Diskussionen mit dem Betriebsrat erfolgte Bereitstellung entsprechender Büroräume sowie die sonstige finanzielle Unterstützung der laufenden Betriebsratsarbeit sind nicht dazu geeignet von einem vertrauensvollen Umgang miteinander zu sprechen.

- In einigen Filialen kandidierten Bewerber für die Betriebsratwahl, deren Engagement unsere Interview-Partner kritisch sehen. Negativ fällt u. a. auf, dass einige Betriebsräte nicht oder nicht regelmäßig an den Sitzungen des Betriebsrats teilnehmen.

Die Einstellung des Betriebsrats zu KKR hat sich seit deren Einstieg in das Unternehmen nicht verändert, sondern wurde eher durch die in der Zwischenzeit getroffenen Maßnahmen bestätigt. Weite Teile der Belegschaft stehen dem Investor jedoch weniger kritisch bzw. weiterhin desinteressiert gegenüber.

Nach Erwerb der Anteilsmehrheit durch KKR wurde im August 2005 eine Mitarbeiterbefragung durchgeführt. Angabegemäß war die Rücklaufquote verhältnismäßig niedrig, u. a. auch deshalb, weil die Mitarbeiter befürchtet haben, dass die geringe Personalstärke in den einzelnen Filialen Rückschlüsse auf das Antwortverhalten der einzelnen Beschäftigten zulassen könnte. Die Ergebnisse der Auswertungen stehen derzeit noch aus.

5. Fazit

Nach den hier beschriebenen Erfahrungen mit zwei Finanzinvestoren stellt sich nun die Frage, welche Vor- und Nachteile dem Unternehmen aus dem Investment erwachsen sind:

1. Soweit erkennbar, ist das Geschäftsmodell der A.T.U. im Wesentlichen unverändert geblieben. Grundlegend neue strategische Impulse sind von der Beteiligung der Finanzinvestoren nicht ausgegangen. Es darf unterstellt werden, dass sowohl die Fortsetzung der inländischen als auch der ausländischen Expansionspolitik bereits vom Altgesellschafter so geplant waren.
 2. Die Profitabilität der A.T.U. – gemessen an Ergebnisgrößen wie EBIT und EBITDA – ist zumindest in den letzten drei Jahren gestiegen. Ursachen hierfür dürften sowohl im Filialwachstum der Gruppe liegen als auch in Effizienzsteigerungen (z. B. durch Personalstraffung etc.). Es kann vermutet werden, dass der Einfluss der Finanzinvestoren hierzu beigetragen hat. Es lässt sich jedoch nicht differenzieren, welchen Anteil die Maßnahmen der Finanzinvestoren am gegenwärtigen Ergebnis haben.
 3. Eine Verbesserung der Finanzlage der A.T.U. haben die Finanzinvestoren nicht bewirkt. Im Gegenteil: Unmittelbar nach ihrem Eintritt ins Unternehmen ist die A.T.U. durch eine geringe Eigenkapitalquote und eine dafür umso höhere Verschuldung gekennzeichnet. Die Finanzverbindlichkeiten wurden weniger zur Finanzierung der Expansion des Unternehmens eingesetzt als zur Finanzierung des eigenen Kaufpreises. Bedingt durch die hohe Verschuldung fließt der größte Teil der Liquidität in den Kapitaldienst (Zins und Tilgung). Ob und in welchem Umfang darunter notwendige Investitionen leiden, lässt sich derzeit nicht feststellen. Das Filialwachstum hat sich in den letzten Jahren zumindest ungebrochen fortgesetzt. Klar ist aber auch, dass die Investitionen in das Sachanlagevermögen in den letzten Jahren permanent gesunken sind. Die Finanzierungsmöglichkeiten des weiteren Wachstumskurses werden zumindest in Fachkreisen kritisch gesehen.⁵ Ob und inwieweit durch einen geplanten Börsengang in näherer Zukunft neues Geld beschafft werden kann, ist fraglich, da ein Großteil des Erlöses den bisherigen Gesellschaftern zusteht bzw. in die Schuldentilgung fließen würde.
- Somit lassen sich aus Sicht der A.T.U. und ihrer Belegschaft keine erkennbaren Vorteile aus dem Einstieg der Finanzinvestoren belegen. Für eine genauere Beurteilung müsste man wissen, inwieweit die A.T.U. vor Einstieg des ersten Finanzinvestors in der Lage war, aus eigener Kraft ihr zukünftiges Wachstum zu finanzieren. Vorteilhaft dürfte das Investment auf jeden Fall für Doughty Hanson gewesen sein, die von KKR in 2004 einen deutlich höheren Kaufpreis erhalten haben dürften, als sie selbst investiert hatten.

⁵ Vgl. Finance, September 2004, S. 29.

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?

Anlage 1

Regnu Holding GmbH Konzernbilanz	31.12.2003
AKTIVA	
A. Anlagevermögen	635.711
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	573.729
1. Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte	729
2. Markenrechte	0
3. Geschäfts- oder Firmenwert	573.000
II. Sachanlagen	60.455
1. Grundstücke und Bauten	12.187
2. Technische Anlagen und Maschinen	9.502
3. Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	38.766
4. Geleistete Anzahlungen	0
III. Finanzanlagen	1.527
1. Beteiligungen	0
2. Wertpapiere des Anlagevermögens	44
3. Sonstige Ausleihungen	1.483
B. Umlaufvermögen	312.751
I. Vorräte	240.658
1. Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	6.615
2. Unfertige Leistungen	4.347
3. Waren	227.772
4. Geleistete Anzahlungen	1.924
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	51.261
1. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	24.791
2. Forderungen gegen verbundene Unternehmen	0
3. Sonstige Vermögensgegenstände	26.470
III. Wertpapiere	135
Eigene Anteile	135
IV. Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	15.887
C. Rechnungsabgrenzungsposten	3.033
D. Latente Steuern	1.777
Bilanzsumme	948.462
PASSIVA	
A. Eigenkapital	64.042
I. Kapitalanteile des Kommanditisten	3.491
II. Rücklagen/Kapitalrücklage	73.338
III. Gewinnrücklage	135
IV. Ausgleichsposten aus der Fremdwährungsumrechnung	-15
V. Erwirtschaftetestes Konzerneigenkapital	-12.900
VI. Anteile anderer Gesellschafter	-7
B. Sonderposten mit Rücklageanteil	1.206
C. Rückstellungen	45.776
1. Rückstellungen für Pensionen	0
2. Steuerrückstellungen	8.877
3. Sonstige Rückstellungen	36.899
D. Verbindlichkeiten	837.425
1. Anleihen	0
2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	490.578
3. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	1.669
4. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	37.498
5. Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	0
6. Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	274.701
7. Sonstige Verbindlichkeiten	32.979
E. Rechnungsabgrenzungsposten	13
Bilanzsumme	948.462

Anlage 2

Regnu Holding GmbH	
Konzern Gewinn- und Verlustrechnung	1.1.03-31.12.03
1. Umsatzerlöse	1.144.019
2. Erhöhung des Bestandes an unfertigen Leistungen	835
3. Sonstige betriebliche Erträge	13.867
4. Materialaufwand	-395.542
a) Aufwendungen für bezogene Waren	-347.827
b) Aufwendungen für bezogene Leistungen	-47.715
5. Personalaufwand	-416.276
a) Löhne und Gehälter	-338.733
b) Soziale Abgaben und Aufwendungen für Unterstützung	-77.543
6. Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenst.	-65.073
7. Sonstige betriebliche Aufwendungen	-188.344
8. Zinsen und ähnliche Erträge	1.081
9. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-74.365
10. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	20.202
11. Außerordentliche Erträge	6.254
12. Außerordentliche Aufwendungen	-5.661
13. Außerordentliches Ergebnis	593
14. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-9.624
15. Sonstige Steuern	-651
16. Jahresfehlbetrag (Jahresüberschuss)	10.520
17. Umgliederung Sonderposten m. Rücklageanteil	2.635
18. Konzernergebnisvortrag	-26.056
19. Auf andere Gesellschafter entfallender Verlust	1
20. Erwirtschaftetes Konzerneigenkapital	-12.900

Anlage 3

A.T.U. Autoteile-Unger Holding GmbH	
Konzernbilanz	
	31.12.2004
AKTIVA	
A. Anlagevermögen	1.204.386
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	1.142.185
1. Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte	908
2. Markenrechte	97.885
3. Geschäfts- oder Firmenwert	1.043.392
II. Sachanlagen	60.301
1. Grundstücke und Bauten	12.300
2. Technische Anlagen und Maschinen	7.656
3. Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	39.037
4. Geleistete Anzahlungen	1.308
III. Finanzanlagen	1.900
1. Beteiligungen	10
2. Wertpapiere des Anlagevermögens	45
3. Sonstige Ausleihungen	1.845
B. Umlaufvermögen	352.609
I. Vorräte	249.645
1. Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	10.956
2. Unfertige Leistungen	6.467
3. Waren	230.951
4. Geleistete Anzahlungen	1.271
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	81.411
1. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20.489
2. Forderungen gegen verbundene Unternehmen	55
3. Sonstige Vermögensgegenstände	60.867
III. Wertpapiere	0
Eigene Anteile	0
IV. Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	17.103
C. Rechnungsabgrenzungsposten	2.658
D. Latente Steuern	1.792
Bilanzsumme	1.556.995
PASSIVA	
A. Eigenkapital	146.260
I. Kapitalanteile des Kommanditisten	1.669
II. Rücklagen/Kapitalrücklage	190.245
III. Gewinnrücklage	0
IV. Ausgleichsposten aus der Fremdwährungsumrechnung	-54
V. Erwirtschaftetestes Konzerneigenkapital	-45.594
VI. Anteile anderer Gesellschafter	-6
B. Sonderposten mit Rücklageanteil	1.095
C. Rückstellungen	61.358
1. Rückstellungen für Pensionen	73
2. Steuerrückstellungen	19.396
3. Sonstige Rückstellungen	41.889
D. Verbindlichkeiten	1.347.771
1. Anleihen	150.000
2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	755.896
3. Erhaltene Anzahlungen auf Bestellungen	1.002
4. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	43.020
5. Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	0
6. Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	356.359
7. Sonstige Verbindlichkeiten	41.494
E. Rechnungsabgrenzungsposten	511
Bilanzsumme	1.556.995

Anlage 4

A.T.U. Autoteile-Unger Holding GmbH Konzern - Gewinn- und Verlustrechnung	1.1.04-31.12.04
1. Umsatzerlöse	1.235.119
2. Erhöhung des Bestandes an unfertigen Leistungen	2.210
3. Sonstige betriebliche Erträge	11.473
4. Materialaufwand	-420.153
a) Aufwendungen für bezogene Waren	-364.457
b) Aufwendungen für bezogene Leistungen	-55.696
5. Personalaufwand	-455.198
a) Löhne und Gehälter	-370.699
b) Soziale Abgaben und Aufwendungen für Unterstützung	-84.499
6. Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenst.	-74.773
7. Sonstige betriebliche Aufwendungen	-279.200
8. Zinsen und ähnliche Erträge	713
9. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-68.670
10. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-48.479
11. Außerordentliche Erträge	0
12. Außerordentliche Aufwendungen	0
13. Außerordentliches Ergebnis	0
14. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-14.653
15. Sonstige Steuern	-1.215
16. Jahresfehlbetrag (Jahresüberschuss)	-64.347
17. Umgliederung Sonderposten m. Rücklageanteil	0
18. Konzernergebnisvortrag	0
19. Auf andere Gesellschafter entfallender Verlust	6
20. Erwirtschaftetes Konzerneigenkapital	-64.341

Anlage 5

Kurzportrait der Kohlberg Kravis Roberts & Co. LP (KKR)

KKR wurde 1976 gegründet und ist, nach eigener Aussage, eine der ältesten und erfahrensten Privat Equity – Gesellschaften, die sich auf die Durchführung von Management Buy-outs spezialisiert hat. In diesem Geschäftsfeld hat sich KKR als eine der größten und aktivsten Gesellschaften weltweit etabliert. Zu den Investoren von KKR zählen unter anderem staatliche und private Pensionsfonds, Banken und institutionelle Finanzinvestoren.

KKR erwirbt Beteiligungen mit dem Ziel mittel- bis langfristiger Wertsteigerungen. KKR versteht sich selbst als umsichtigen Investor und nicht als Makler. Die durchschnittliche Haltedauer der Engagements liegt bei ca. 7 Jahren. Es gibt allerdings gegenwärtig Anzeichen dafür, dass die Haltezeiten verkürzt werden. KKR und seine Investoren erzielen ihren Erfolg allein aus der zwischen An- und Verkauf erzielten Wertsteigerung des Portfolio-Unternehmens.

KKR operiert nicht als Holdinggesellschaft im üblichen Sinne. Jede der Firmen, an denen KKR beteiligt ist, wird unabhängig geführt und finanziert. Den Vorständen dieser Gesellschaften gehören u. a. auch KKR-Repräsentanten an. In der Regel sind die KKR-Manager auch an den Unternehmen beteiligt, die sie leiten, so dass deren persönlicher Erfolg mit dem der erworbenen Unternehmen verknüpft ist. Die einzelnen Gesellschaften sind nicht untereinander verbunden. Es findet kein Mittelfluss zwischen den Portfolio-Unternehmen statt.

In der fast 30-jährigen Firmengeschichte blickt die KKR auf über 130 abgewickelte Transaktionen zurück, die ein Gesamtvolumen von ca. 162 Mrd. US \$ hatten. KKR beteiligt sich weltweit an Unternehmen aller Branchen. In Deutschland ist KKR derzeit neben A.T.U. an den folgenden Gesellschaften beteiligt:

- Broadnet Mediascape Communications AG
- Duales System Deutschland GmbH
- MTU Aero Engines GmbH