

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 Peguform GmbH & Co. KG im Herbst 2005 im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung

---

### **Auf einen Blick ...**

- Der Fall Peguform zeigt, dass Private Equity sowohl positive als auch negative Folgen für das Zielunternehmen mit sich bringen kann, je nach dem, welcher Investor kauft und welche Strategien er anwendet.
- Die Rettung der Peguform aus der Insolvenz und die Vermeidung einer Zerschlagung sind dem konsequenten, gemeinsamen Handeln von Kunden, Lieferanten, Beschäftigten, Insolvenzverwalter und der mutigen Initiative des Betriebsrates zu verdanken, der durch kritisches Hinterfragen die wirtschaftliche Krise überhaupt erst aufgedeckt hat.
- Wichtige Erfolgsfaktoren im Fall Peguform waren außerdem die gemeinsame Entwicklung eines Sanierungskonzeptes durch Betriebsrat und Gewerkschaft, die Zusammenarbeit mit den Medien, die Gewinnung der Öffentlichkeit durch laufende Information zu besonders kritischen Zeitpunkten und die Inanspruchnahme externer Beratung.

## **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**

<b>1. VORBEMERKUNG</b>	<b>5</b>
<b>2. DENKEN UND HANDELN VON FINANZINVESTOREN</b>	<b>11</b>
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
<b>3. EMPIRISCHE ERGEBNISSE IN FORM FALLBEZOGENER WIRKUNGSANALYSEN</b>	<b>34</b>
3.1 DER FALL DER PEGUFORM	34
3.1.1 KURZER HISTORISCHER ÜBERBLICK	34
3.1.2 ABWICKLUNG DES BETEILIGUNGSERWERBS DURCH DEN PRIVATE EQUITY-FONDS CERBERUS	35
3.1.2.1 DER GANG IN DIE INSOLVENZ - AUSWIRKUNGEN DER ÜBERNAHME DURCH DEN STRATEGISCHEN INVESTOR VENTURE INDUSTRIES AUF DIE FINANZIELLE UND GESCHÄFTSPOLITISCHE ENTWICKLUNG DER PEGUFORM-GRUPPE	35
3.1.2.2 DER WEG AUS DER INSOLVENZ UND DER EINSTIEG DES FINANZINVESTORS CERBERUS	37
3.1.3 ZUSAMMENFASSENDER BEWERTUNG	41
<b>4. ZUSAMMENFASSUNG DER KONZEPTIONELLEN UND EMPIRISCHEN ERKENNTNISSE</b>	<b>43</b>
<b>LITERATURVERZEICHNIS</b>	<b>48</b>
<b>ANHANG: INTERVIEW-LEITFADEN</b>	<b>52</b>

## **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.<sup>1</sup> 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.<sup>2</sup>

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.<sup>3</sup> 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

---

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

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup>

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.<sup>5</sup> 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.<sup>6</sup> 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.<sup>7</sup>

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.<sup>8</sup> 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-

---

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

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

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

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> 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.<sup>9</sup> 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.<sup>10</sup> 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.<sup>11</sup>

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.<sup>12</sup> 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

---

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

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

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

<sup>12</sup> 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.<sup>13</sup> 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.<sup>14</sup>

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.<sup>15</sup> 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

---

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

<sup>14</sup> 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.

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

Rolle,<sup>16</sup> 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.<sup>17</sup>

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.<sup>18</sup> Gegenstand der vorliegenden Untersuchung sind daher empirische Wirkungsanalysen in ausgewählten Unternehmen, die von ausländischen Finanz-

---

<sup>16</sup> 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.

<sup>17</sup> 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.

<sup>18</sup> 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 Interviews<sup>19</sup> 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.

---

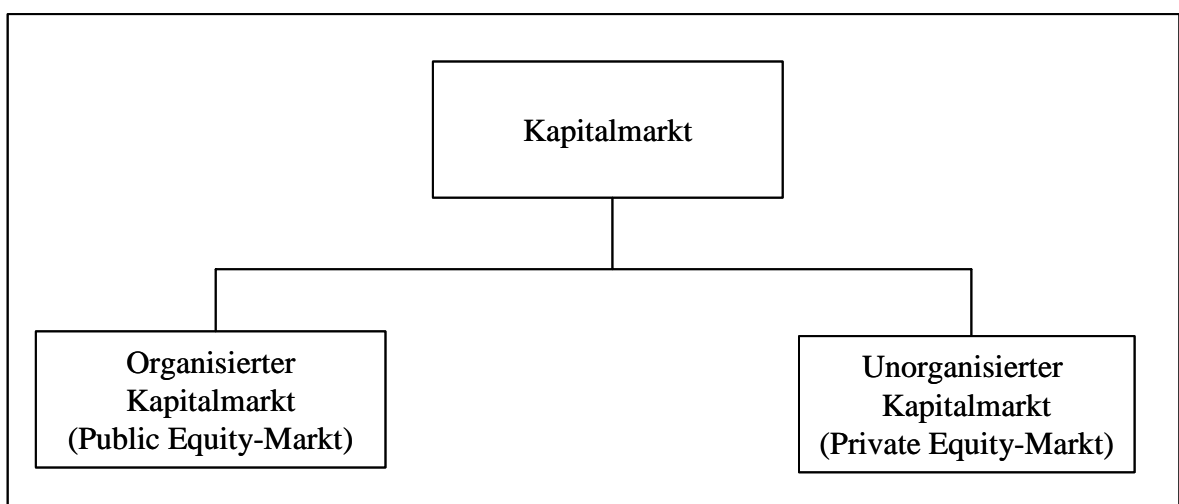
<sup>19</sup> Der Interview-Leitfaden ist als Anhang abgedruckt.

## 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 für<sup>20</sup>

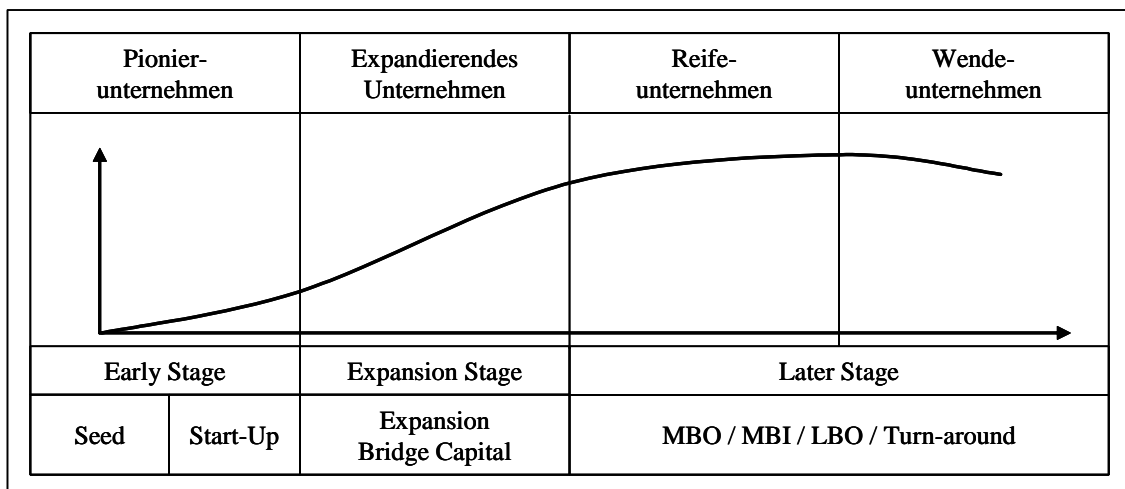
- die Ausreifung und Umsetzung einer innovativen Idee in verwertbare Resultate bis hin zum Prototyp, auf deren Basis ein Geschäftskonzept erstellt wird (**Seed-Phase**),
- die Gründungsphase, wenn sich das Unternehmen im Aufbau befindet oder erst seit kurzem im Geschäft ist und seine Produkte noch nicht 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**),

---

<sup>20</sup> 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 gibt einen Überblick über die unterschiedlichen Finanzierungsphasen. 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 Teilsegment von Private Equity anzusehen ist.<sup>21</sup>



**Abbildung 2: Finanzierungsphasen eines Unternehmens**

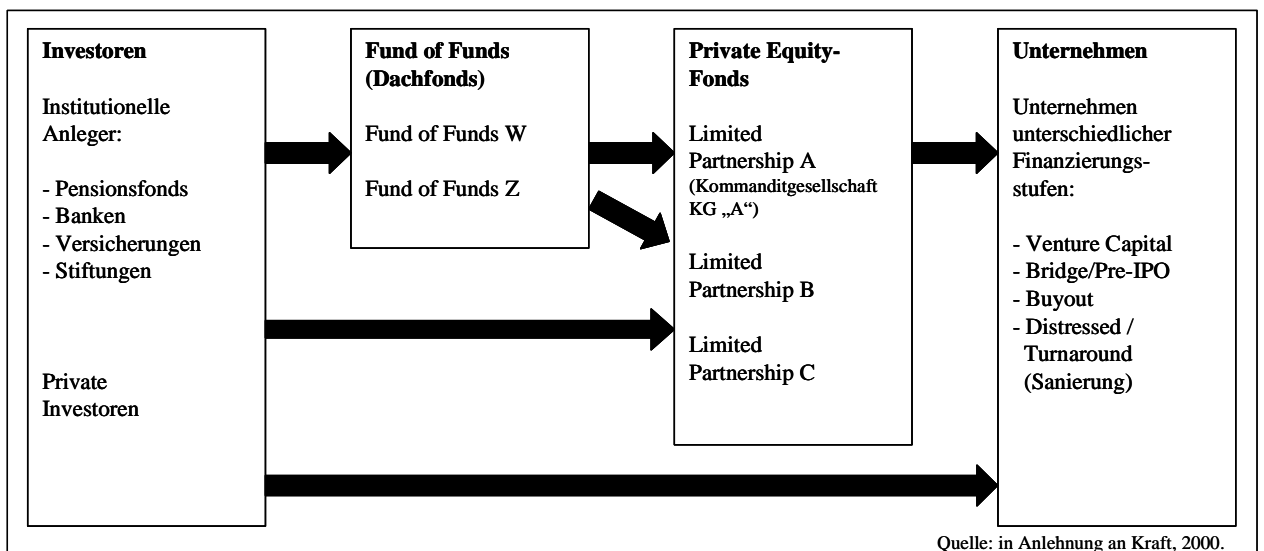
Aus der Perspektive der Anleger lässt sich die konkrete Ausgestaltung einer Private Equity-Beteiligung in drei typische Formen unterteilen:

- Direktanlagen
- Anlagen in einen Private Equity-Fonds

<sup>21</sup> 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.<sup>22</sup>



**Abbildung 3: Investitionsformen in Private Equity**

<sup>22</sup> 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.<sup>23</sup> 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.<sup>24</sup> 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 (so genannter 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 angeworbene 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 veräußern muss. Daraus ergibt sich, dass bei der Suche nach

---

<sup>23</sup> 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.

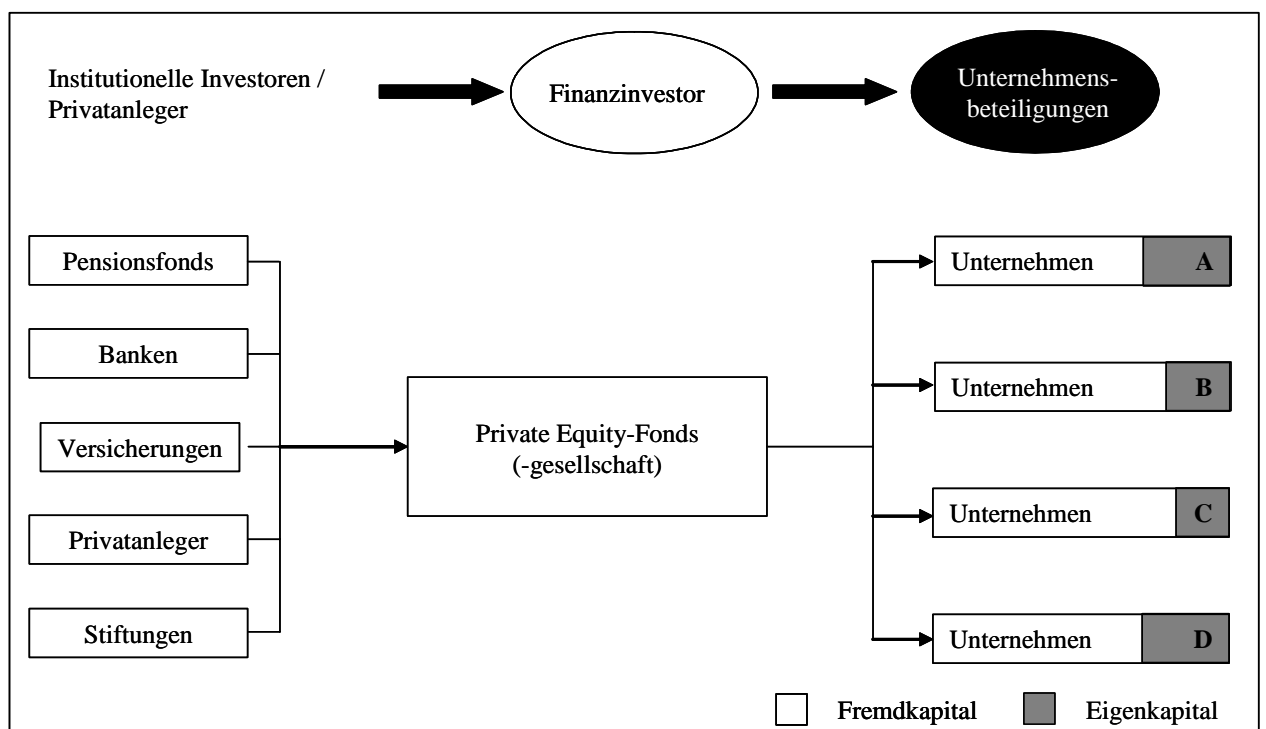
<sup>24</sup> Vgl. Lake, R., Lake, R. A.: Private Equity and Venture Capital. A practical guide for investors and practitioners, London 2000, S. 5.

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 Pensionskassen. 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-

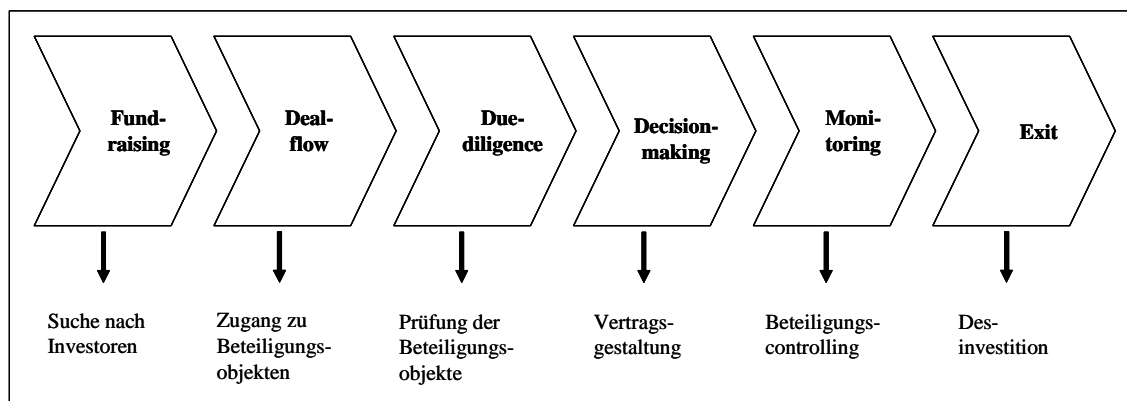
gewandelt. Grundsätzlich lassen sich fünf Exit-Strategien unterscheiden.<sup>25</sup>

- **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.

---

<sup>25</sup> 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.<sup>26</sup>



**Abbildung 5: Wertschöpfungskette des PE-Investitionsprozesses**<sup>27</sup>

## 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.<sup>28</sup> Fi-

<sup>26</sup> 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.

<sup>27</sup> 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.

<sup>28</sup> 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 der Analyse stehen folgende Bereiche:<sup>29</sup>

- 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).<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> 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.

<sup>30</sup> 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:<sup>31</sup>

- 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.<sup>32</sup> Als

---

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

<sup>32</sup> 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 eines 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 Renditerwartung, die Internal Rate of Return (IRR)<sup>33</sup> 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.<sup>34</sup>

### **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).

<sup>33</sup> 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.

<sup>34</sup> 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:<sup>35</sup>

- **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,

---

<sup>35</sup> 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.<sup>36</sup>

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.

---

<sup>36</sup> 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.<sup>37</sup> Neben der Finanzierung des Kaufpreises zählt daher auch die Besicherung des aufgenommenen Fremdkapitals zu den Kernpunkten einer Übernahme.<sup>38</sup> Für die Besicherung des aufgenommenen Fremdkapitals stehen dem neuen Eigentümer mehrere Gestaltungsmöglichkeiten zur Verfügung:<sup>39</sup>

- 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.

---

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

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

<sup>39</sup> 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.<sup>40</sup> Das ist am einfachsten an einem Beispiel zu veranschaulichen:

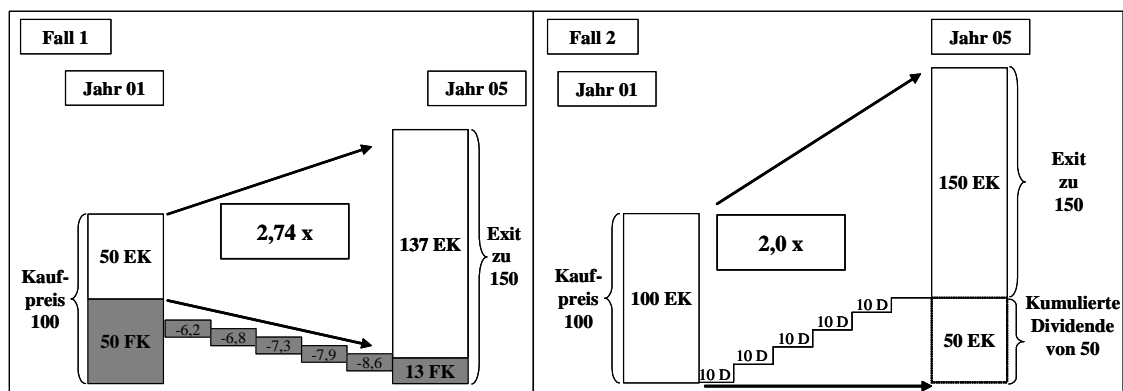


Abbildung 6: Leverage-Effekt

In den Beispielen 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

<sup>40</sup> Vgl. Copeland et al.: Valuation, a. a. O., S. 247 ff.

Jahr 01 6,2, im Jahr 02 6,8 usw.<sup>41</sup> 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.<sup>42</sup> 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. fünf 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**

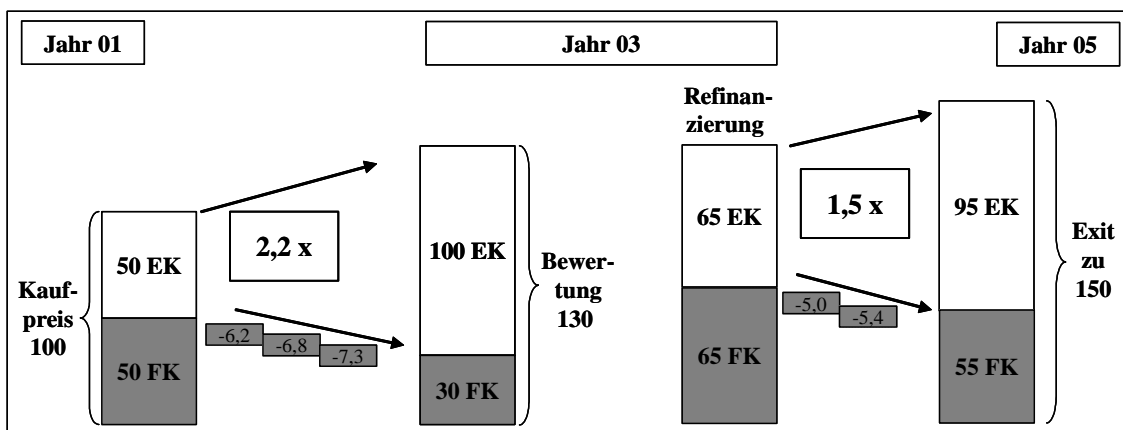
Aus den bisherigen Überlegungen wird deutlich, warum Finanzinvestoren grundsätzlich einen möglichst hohen Fremdkapitalanteil an der Finanzierung einer Beteiligung anstreben, wobei sie allerdings ebenso sicherstellen müssen,

<sup>41</sup> 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.

<sup>42</sup> 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.<sup>43</sup> 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.<sup>44</sup>

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

---

<sup>43</sup> 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.

<sup>44</sup> 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.<sup>45</sup> 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.<sup>46</sup> 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.<sup>47</sup>

---

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

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

<sup>47</sup> 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](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.<sup>48</sup>

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-

---

<sup>48</sup> 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.<sup>49</sup> 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.<sup>50</sup> 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.<sup>51</sup> Besonderheiten gelten im Falle von Massenentlassungen.<sup>52</sup> 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

---

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

<sup>50</sup> Vgl. § 99 Betriebsverfassungsgesetz.

<sup>51</sup> Vgl. § 102 Betriebsverfassungsgesetz.

<sup>52</sup> Vgl. § 17 ff. Betriebsverfassungsgesetz.

rechtzeitig mitzuteilen.<sup>53</sup> 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.<sup>54</sup>

---

<sup>53</sup> Vgl. § 31 Sprecherausschussgesetz.

<sup>54</sup> Vgl. §§ 31 ff. Europäisches Betriebsräte-Gesetz.

### **3. Empirische Ergebnisse in Form fallbezogener Wirkungsanalysen**

#### **3.1 Der Fall der Peguform**

##### **3.1.1 Kurzer historischer Überblick**

1959 begannen die badischen Plastic-Werke in Bötzingen mit der Produktion von Kunststoffprodukten (Folien und Haushaltswaren). Flaschenkästen und Stapelbehälter trugen später bereits den Namen Peguform. Nach dem Verkauf der Folienfertigung in den Jahren 1972 und 1973 gelang der Einstieg in das Geschäft mit der Automobilindustrie, womit eine rasante Entwicklung von Kleinteilen für den Innenraum bis hin zu den ersten Stoßfängern aus Kunststoff begann, die in Serie produziert wurden. Mit den neuen Werken in Göttingen und Waldkirch begann 1982 die räumliche Expansion. Ein Jahr später verkaufte die Muttergesellschaft „Pegulan AG“ die seit 1978 unter Peguform-Werke GmbH agierende Peguform an den Konzern BAT (British American Tobacco). Dieser erwarb die Automobilzulieferer Manducher (Frankreich) und Inerga (Spanien), die ab 1986 mit Peguform Deutschland unter der neuen Holdinggesellschaft, Eurotec Systemteile GmbH, geführt wurden.

Die Klöckner-Werke übernahmen 1990 die Eurotec Gruppe, gliederten das Waldkircher Werk in ihre Tochtergesellschaft Kautex AG ein und kauften „Plastimat“ in Tschechien, einen Hauptzulieferer der Volkswagenmarke Skoda.

1996 verschmolz die Eurotec Systemteile GmbH mit der Peguform-Werke GmbH zur neuen Peguform-Gruppe, bestehend aus Peguform Bohemia (ehemals Plastimat), Peguform France, Peguform Ibérica und der deutschen Peguform GmbH. Anschließend folgte man der weltweit expandierenden europäischen Automobilindustrie mit der Gründung von Peguform do Brasil und Peguform Hella Mexico. 1999 übernahm Venture Industries, ein amerikanischer Automobilzulieferer, die Peguform-Gruppe. Im Mai 2002 meldete die Geschäftsführung der deutschen Gesellschaften die vorläufige Insolvenz an. Im Oktober 2002 wurde das Insolvenzverfahren eröffnet. Nach der Sanierung, die mit großer Beteiligung der Belegschaften und finanziellen Bürgschaften von Kunden möglich wurde, übernahm der amerikanische Private Equity-Fonds Cerberus die Peguform-Gruppe (Deutschland, Spanien, Mexiko, Brasilien).<sup>55</sup>

---

<sup>55</sup> Vgl. zu allen Angaben Internetseite des Unternehmens, Stand 15.11.2005, [www.peguform.de](http://www.peguform.de).

### **3.1.2 Abwicklung des Beteiligungserwerbs durch den Private Equity-Fonds Cerberus**

Unseren Interviewpartnern war die Struktur der Finanzierung des Unternehmenserwerbs durch Cerberus unbekannt. Vermutet wurde aber eine weitgehende Abwicklung über Kredite. Nach dem Insolvenzantrag im Jahr 2002 und der erfolgreichen Sanierung hatte der renommierte Insolvenzverwalter Dr. Jobst Wellensiek mit der Investmentbank Rothschild eine Liste potentieller Interessenten aufgestellt. Drei Finanzinvestoren und drei strategische Investoren konnten ihre Angebote präsentieren, und Cerberus erhielt den Zuschlag. Alle Interessenten stellten Forderungen nach einer Reduzierung der betrieblichen Kosten. Von der Belegschaft verlangten sie übereinstimmend eine Reduzierung der Personalkosten um 40 Millionen Euro, was ungefähr einem Sechstel der gesamten Personalkosten von 260 Millionen Euro entsprach. Diese wurden im Rahmen eines Sanierungs-Tarifvertrages gemeinsam von den Beschäftigten der IG BCE und Cerberus vereinbart. In der Regel wurde eine Verlängerung der Arbeitszeit auf bis zu 39 Stunden pro Woche ohne Lohnausgleich und Einkommensreduzierungen von vier Prozent festgelegt. Abgemacht wurde zudem eine Reduzierung des Weihnachts- und Urlaubsgeldes. Damit lag die Belastung bei zehn Prozent pro Arbeitnehmer einschließlich der außertariflichen und der leitenden Angestellten. Laut unserer Interviewpartner kann es durch die Streichung einzelner Zulagen bei manchen Beschäftigten zu Einkommenseinbußen von bis zu 15 Prozent kommen. Der Vertrag hat eine Laufzeit von fünf Jahren. Tarifierhöhungen werden nur zur Hälfte umgesetzt. Betriebsbedingte Kündigungen sind nur mit Zustimmung des Betriebsrates möglich. Bei Kapazitätsrückgängen, bedingt durch die Entwicklung der Automobilindustrie, sind gemäß einer Öffnungsklausel Personalanpassungen möglich.<sup>56</sup>

#### **3.1.2.1 Der Gang in die Insolvenz – Auswirkungen der Übernahme durch den strategischen Investor Venture Industries auf die finanzielle und geschäftspolitische Entwicklung der Peguform-Gruppe**

Der amerikanische Familienkonzern Venture Industries hatte die Peguform-Gruppe 1999 gekauft. Als Kaufpreis wurden nach Schätzungen rund 420 Millionen Euro gezahlt. Der Kauf durch Venture Industries erfolgte am Beginn eines konjunkturellen Abschwungs der Automobilindustrie. Der Kauf wurde vollstän-

---

<sup>56</sup> Vgl. Interview mit G. Amann: Man wollte von uns alles, in: Mitbestimmung 04/2005, S. 33-34, hier S. 34.

dig durch Kredite finanziert. Die Eigenkapitalquote des Käufers betrug fünf Prozent. Die Finanzierungsfunktion im Konzern übernahm gegen eine marktübliche Verzinsung die deutsche Peguform. Probleme traten auf, als die konzerninternen Kredite bei Fälligkeit nicht zurückflossen. Hinzu kam, dass Zahlungsziele von Lieferanten systematisch überschritten wurden.<sup>57</sup> Den amerikanischen Eigentümern war offensichtlich die Wirkung des Zahlungsverzugs nicht klar. Die Kreditversicherer sahen sich zu Mitteilungen an die Lieferanten veranlasst, die nun bei Lieferungen Vorkasse verlangten oder Teile der gelieferten Produkte wieder von den Betriebsgeländen der Peguform-Gruppe entfernten. Vier der sechs Geschäftsführer meldeten schließlich, gegen den erklärten Willen der Eigentümer und deren zwei Geschäftsführer, Insolvenz an.<sup>58</sup>

Aus Sicht der Interessenvertreter der Beschäftigten wird das Engagement von Venture Industries aber nicht ausschließlich negativ gesehen. So war unter dem Voreigentümer Klöckner Vieles nicht denkbar, was mit den Amerikanern problemlos lief.<sup>59</sup> Venture Industries wurde eine hohe technische Kompetenz zugesprochen; auf dieser Grundlage versuchte der Investor, stark in das operative Geschäft in Deutschland und Europa einzugreifen. Es gab laut unserer Interviewpartner sogar den Versuch, eine länderübergreifende, europäische Firmenkultur zu schaffen. Dabei wurden allerdings die nationalen Eigenheiten an den Standorten nicht ausreichend berücksichtigt. Das führte teilweise zu erheblichen Irritationen. Zudem wurden Programme zur Mitarbeitermotivation eingeführt und die Beteiligung der Beschäftigten an Prozessverbesserungen umgesetzt.

Grundsätzlich fühlten sich die Betriebsräte während des gesamten Engagements gut informiert. Es herrschte nach ihren Aussagen eine offene Informationspolitik. Erst als ein Lieferant den Betriebsrat über die Kündigung seines Kreditversicherungsvertrages informierte, kam der Verdacht auf, im Wirtschaftsausschuss nicht richtig informiert worden zu sein. Der Wirtschaftsausschuss ließ sich daraufhin, unter Androhung einer einstweiligen Verfügung, einen Überblick über die finanzielle Situation geben. In diesem Zusammenhang bemängelte der Betriebsrat auch, dass die Peguform-Gruppe zu dieser Zeit kein ordentliches Berichtswesen für die Geschäftsführung hatte. Nur die Geschäftsführer, die der Eigentümer eingesetzt hatte, hätten einen Einblick in die tatsächlichen Verhältnisse gehabt.<sup>60</sup>

---

<sup>57</sup> Vgl. Müller, M.: Der Fall Peguform. Profitabel in die Insolvenz, in: Mitbestimmung 12/2002, S. 39-40, hier S. 40.

<sup>58</sup> Vgl. ebd.

<sup>59</sup> Vgl. Interview mit G. Amann: „Laienhafter Umgang mit Geld“, in: Mitbestimmung 12/2002, S. 42-43, hier S. 43.

<sup>60</sup> Vgl. Interview mit G. Amann: „Laienhafter Umgang mit Geld“, a. a. O.

Mit der Anmeldung der (vorläufigen) Insolvenz übernahm der Insolvenzverwalter Wellensiek das Ruder. Mittels Massekrediten einiger Kunden der Automobilindustrie konnten die Zahlungen gesichert und die Situation der Peguform-Gruppe stabilisiert werden. Der Insolvenzverwalter übernahm die Arbeitgeberfunktion und wurde Ansprechpartner des Betriebsrats. Die Beschäftigten haben während des Verfahrens keine finanziellen Nachteile erlitten.<sup>61</sup> Diese Aussage gilt jedoch nur für die europäischen Arbeitnehmer. Die Einstellung der Zahlungen an die amerikanische Muttergesellschaft nach der Insolvenz in Deutschland führte zur Insolvenz dort (Chapter 11)<sup>62</sup>. Der Eigentümer Larry J. Winget unterstützte den von der dortigen Venture Industries-Geschäftsführung im Mai 2004 erarbeiteten Restrukturierungsplan. Am 11.10.2005 wurden Teile der Venture Industries und der New Venture Holdings in Cadence Innovation umbenannt. Die Insolvenz der amerikanischen Gruppe beschäftigt weiterhin die Gerichte in den Vereinigten Staaten.<sup>63</sup>

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der strategische Investor Venture Industries aus technologischer Sicht ein guter Partner für die Peguform war, sich aber auf Grund eigener wirtschaftlicher Schwierigkeiten fast zum Mühlstein entwickelt hätte. Der Betriebsrat konnte, besonders mit Hilfe der Mitbestimmung im Aufsichtsrat, durch rechtzeitiges Handeln die Schließung und Zerschlagung der Gruppe auf Grund einer Insolvenz verhindern. Dabei hätte er sich von den Geschäftsführern zu Beginn des Verfahrens mehr Rückendeckung und Initiative erwartet.<sup>64</sup>

### **3.1.2.2 Der Weg aus der Insolvenz und der Einstieg des Finanzinvestors Cerberus**

Mittlerweile hat Peguform die Phase der Insolvenz erfolgreich beendet. Zum 01.01.2005 wurde das Unternehmen zu 100 Prozent an den Finanzinvestor Cerberus verkauft, der mit einem verwalteten Fondsvermögen von 13 Milliarden Dollar zu den großen Private Equity-Gesellschaften zählt. Die Geldgeber von Cerberus sind vorwiegend US-Pensionsfonds und wohlhabende Einzelpersonen.

---

<sup>61</sup> Vgl. ebd.

<sup>62</sup> Chapter 11 ist ein Abschnitt des Insolvenzrechts der USA (US bankruptcy code). Der Begriff bezeichnet in der angelsächsischen Finanz- und Rechtssprache die Insolvenz eines Unternehmens.

<sup>63</sup> Vgl. Heaton, D.: Venture Industries may be up for auction, in: Macomb Daily, 26.01.2005, [http://macombdaily.com/stories/012605/bus\\_venture001.shtml](http://macombdaily.com/stories/012605/bus_venture001.shtml). Alteigentümer und neue Geschäftsführung streiten sich um den Sanierungsplan.

<sup>64</sup> Vgl. zu den Interessenkonflikten der Geschäftsführer die Aussagen von G. Amann: „Laienhafter Umgang mit Geld“, a. a. O.

sonen. Cerberus legt das Kapital in Immobilien und zur Finanzierung von Unternehmensübernahmen an. Zudem hat sich der US-Investor auf den Kauf und die Verwertung von notleidenden Krediten spezialisiert. Seit 2003 ist die Gesellschaft mit einem eigenen Büro in Frankfurt vertreten. Deutschland soll nach den USA und Japan dritter zentraler Markt werden. Insgesamt vier Milliarden Dollar wollen die Amerikaner hier investieren.<sup>65</sup>

Über die Ziele, die Beteiligungsdauer und die Planungen hinsichtlich des Exits von Cerberus gab es bisher nur allgemeine Informationen. Unsere Interviewpartner führten an, dass eine Umsatzrendite von zehn Prozent erwartet werde. Diese Renditeerwartungen seien bisher erfüllt worden. Allerdings hat es am Tag des Interviews Gespräche über einen weiteren Personalabbau aufgrund der Absatzschwäche bei einigen Produkten gegeben. Die Vertreter des Investors in der Geschäftsführung wollen in Zukunft Leistungsspitzen ausschließlich mit Leiharbeitern abdecken. Das erscheint dem Betriebsrat im Zusammenhang mit dem im Rahmen des Sanierungstarifvertrages vereinbarten Personalabbau von über 500 Beschäftigten nicht hinnehmbar. Er befürchtet Qualitätsprobleme.

Nach dem Einstieg von Cerberus sind bisher noch keine auffälligen Veränderungen in der Finanzierungsstruktur zu beobachten. Die Investitionen werden planmäßig durchgeführt. Unsere Interviewpartner merkten jedoch an, dass Peguform zyklisch investiert. Größere Investitionen erfolgen erst, wenn neue Aufträge vorliegen. Zum jetzigen Zeitpunkt ist die Auftragslage bis Ende 2007 gesichert. Da die Entwicklung neuer Produkte rund ein bis zwei Jahre in Anspruch nimmt und Peguform ohne gesicherte Aufträge unverkäuflich ist, müssen bis spätestens Mitte 2006 neue Aufträge eingehen. Nur dann würde im Jahr 2007 wieder in größerem Umfang investiert.

Während Venture Industries als marktbezogen eingestuft wurde, wird die Haltung von Cerberus von unseren Interviewpartnern als finanzbezogen eingeschätzt. Der neue Eigentümer hat zwei Geschäftsführer eingesetzt, die vom Sitz der Gesellschaft aus New York entsandt wurden. Der Aufsichtsratsvorsitzende, ebenfalls ein Cerberus-Vertreter, ist sehr aktiv. Die beiden Geschäftsführer wurden als seine „Erfüllungsgehilfen“ charakterisiert. Dem Investor attestiert man im Produktionsbereich Branchenkenntnis, im Vertrieb aber nicht. Und gerade hier macht sich bei den Interviewten Unmut breit. Während die Beschäftigten aus deren Sicht ihren Beitrag zur Sanierung geleistet haben, sind nun der Investor und die Führungskräfte an der Reihe. Die Beschäftigten beo-

---

<sup>65</sup> Vgl. Sucher, J. Lange, K.: Das Who is Who der Firmenjäger (5), Cerberus - der Höllenhund sucht Beute, in: <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/mittelstand/0,2828,313831,00.html>.

bachten mit zunehmender Unruhe, dass es derzeit nicht gelingt, bei neuen Produkten (Automodellen) zum Zuge zu kommen.

Was die vermutete Interessenlage des Finanzinvestors anbelangt, haben unsere Interviewpartner eine sehr pragmatische Einstellung: Sie war nicht bekannt, aber sie wäre durch die Beschäftigten auch nicht zu ändern gewesen. Das Interesse des Betriebsrats war es, schon beim Verkauf durch die Klöckner-Werke, durch die Veräußerung an einen strategischen Investor zu einem Systemanbieter zu werden. Diese Überlegung war durch die Erfahrung mit den Klöckner-Werken geprägt. In den letzten Jahren der Zugehörigkeit zu dieser Gruppe wurde das Management immer schneller ausgetauscht, es gab keine Kontinuität mehr. Der Abschied „gestandener“ Führungskräfte bedeutete den Verlust von Kompetenz und Visionen. Das änderte sich durch den Einstieg von Venture Industries wieder.

Mit dem Einstieg von Cerberus wurden die Aufsichtsratsvertreter ausgetauscht. Alle Mitglieder der Kapitaleseite kommen nun aus dem Umfeld des Finanzinvestors. Über den Aufsichtsratsvorsitzenden nehmen sie Einfluss auf die Geschäftsführung. Die Informations- und Kommunikationslage im Aufsichtsrat und den anderen Mitbestimmungsgremien wird als unverändert gut bezeichnet. Beim Verkauf an Cerberus saßen Betriebsrat und Gewerkschaft (IG BCE) mit am Tisch. Der Wirtschaftsausschuss hatte und hat weiterhin Zugriff auf das interne Reporting. Die Daten werden vom Ausschuss auch zentral ausgewertet.

Trotz der guten Informationslage herrscht bei den Gremien Unklarheit über die Ziele, die Strategien und langfristigen Planungen des Finanzinvestors. Derzeit sind keine merklichen Veränderungen erkennbar. Neue Planungen waren aber bisher auch nicht nötig, da seit dem Einstieg im Januar 2005 nur bestehende Aufträge abgearbeitet werden. Ein genauer Exit-Termin ist nicht bekannt. Ein Börsengang ist Teil der Exit-Überlegungen, aber es gibt keine konkreten Planungen bzw. Informationen hierzu. Peguform soll mit Cerberus ein langfristig erfolgreiches Unternehmen werden, dessen Rendite und Marktanteil steigen sollen. Bisher stimmte zumindest die Rendite.

Vor dem Kauf hat Cerberus das Unternehmen mehrere Monate geprüft. Dabei wurden hauptsächlich der Finanzbereich, aber auch Teile der Produktion in die Due Diligence einbezogen. Durch die Insolvenz waren die Mitarbeiter im Rechnungswesen bereits eingeschüchtert und verunsichert. Das wurde durch die Gespräche im Rahmen der Due Diligence nicht besser. Warum der Fokus der Prüfung auf dem Finanzbereich lag, ist unseren Interviewpartnern nicht deutlich geworden.

Sie legten Wert darauf, dass die Arbeitsnehmersvertreter im Aufsichtsrat und die Betriebsräte eine langjährig erprobte Kultur der Verständigung pflegen würden. Diese basiert auf der Einsicht, dass die Standorte von Peguform nicht gegeneinander ausgespielt werden dürfen. Probleme an einzelnen Standorten wurden und werden schnell auf der Gesamtbetriebsratsebene diskutiert. Es herrscht die Überzeugung, dass Rentabilitätsprobleme von einzelnen Standorten durch alle Betriebe gemeinsam gelöst werden müssen.

Der Betriebsrat hatte bereits bei der Insolvenz rege Pressearbeit betrieben. Diese sei zwar zeitintensiv, hätte sich aber gelohnt. Hervorgehoben wurde auch die kompetente lokale, wie auch zentrale Unterstützung und Beratung durch die IG BCE. Sie hätte zu jeder Zeit hinter dem Betriebsrat gestanden und nur nach Ab- bzw. Rücksprache mit ihm gehandelt. Das sei besonders in den Verhandlungen während der Insolvenz und beim Verkauf an Cerberus von Bedeutung gewesen, da die Beschäftigten so mit einer Stimme, die Kapitalseite aber oft mit verschiedenen Stimmen aufgetreten sei. In diesem Zusammenhang sind dem Betriebsrat besonders jene Berater der Kapitalseite in sehr negativer Erinnerung, die durch „künstlich geschürte“ Konflikte die Zahl ihrer Beratungstage erhöhen wollten.

Der Betriebsrat musste im Zusammenhang mit den Entlassungen viele unangenehme Entscheidungen treffen. Die Unsicherheit der Beschäftigten hat sich durch den Einstieg der Finanzinvestoren weiter erhöht. Einige Standorte sind nach wie vor weniger profitabel als andere. Damit werde die nächste Runde des Stellenabbaus eingeläutet. Restrukturierungen zu Lasten der Beschäftigten waren Teil der Kaufvereinbarungen. In der ersten Runde wurden 500 Beschäftigte abgebaut. Eine weitere Entlassungswelle steht bevor. Die Gesprächspartner führen den Stellenabbau aber nicht nur auf den Finanzinvestor zurück. Der Stellenabbau steht vielmehr in engem Zusammenhang mit einem konjunkturbedingten Rückgang des Absatzes bei den Automobilherstellern. Daher herrscht ein grundlegendes Einverständnis über die Notwendigkeit von Stellenabbau. Von der Geschäftsführung werden nun aber neue Aufträge erwartet, damit der Negativtrend bei den Beschäftigtenzahlen gebrochen wird. Die Gesprächspartner hoben die positive Wirkung der in der Zeit der Venture Industries eingeführten Leistungsprämien hervor. Unter dieser, inzwischen abgeschafften Regelung gab es hohe Prämien, wenn bestimmte Ziele erreicht wurden. Das war für die Beschäftigten spürbar, da haben alle mitgezogen. Mitgezogen hätten auch viele Beschäftigte bei der vom Betriebsrat zu Beginn der Insolvenz durchgeführten Überlegung der (Eigenkapital-) Beteiligung durch die Mitarbeiter. Die Gläubiger haben aber Sicherheiten oder Bürgschaften verlangt.

Die Kommunen und die betroffenen Bundesländer wollten oder konnten nicht mitziehen. Daher wurde die Idee nicht weiter verfolgt.

### **3.1.3 Zusammenfassende Bewertung**

Der Fall Peguform zeigt, dass der Einstieg eines strategischen Investors sowohl negative als auch positive Folgen mit sich bringen kann. Die Beschäftigten von Peguform profitierten zunächst von der Übernahme durch die Venture Industries. So beispielsweise durch Prämiensysteme und die ausgewiesene Fachkenntnis des neuen Gesellschafters. Während Peguform bei den Klöckner-Werken Teil eines diversifizierten Konzerns war, gehörten sie bei Venture Industries zum Kerngeschäft. Die mangelnden finanziellen Kontrollen der deutschen Geschäftsführung führten aber schon drei Jahre nach der Übernahme in die Insolvenz. Venture Industries hatte der deutschen Peguform liquide Mittel in beträchtlichem Ausmaß entzogen. Es kam zu wiederholten Verstößen gegen die vertraglichen Zahlungsziele. Daraufhin weigerten sich die Lieferanten, auf Ziel zu verkaufen. Die Krise verschärfte sich. Durch Kredite der Kunden und die Zusammenarbeit von Beschäftigten, Insolvenzverwalter und Lieferanten konnte Peguform vor der Schließung und Zerschlagung gerettet werden. Hieran hatten der Betriebsrat und das System der deutschen Mitbestimmung einen hohen Anteil. Ohne die Mitbestimmung und deren kritische Fragen in den Mitbestimmungsgremien wäre die Insolvenz vermutlich erst viel später öffentlich geworden.

Eine wichtige Lehre aus dem Fall Peguform ist zudem, dass sich der Betriebsrat gemeinsam erfolgreich um ein Sanierungskonzept gekümmert hat. Er wurde dabei von der zuständigen Gewerkschaft unterstützt. Der Betriebsrat hat sich nicht gescheut, mit der Presse zusammenzuarbeiten. Es gab Demonstrationen, um die Öffentlichkeit zu besonders kritischen Zeitpunkten für sich zu gewinnen.

Die Übernahme durch Cerberus sehen die Interviewten als Chance, das Unternehmen auf der Grundlage einer guten Finanzlage nachhaltig zu erhalten. Für den Finanzinvestor ist zunächst der durch langfristige Aufträge gesicherte Cash Flow interessant. Aus Sicht der Beschäftigten kommt es bei der Gewinnung von neuen Aufträgen ab der Mitte des nächsten Jahres zur Nagelprobe. Kommen die neuen Aufträge und wird der Investor ausreichend finanzielle Mittel zur Verfügung stellen, um die dann anstehenden hohen Investitionen durchführen zu können? Cerberus wird alles daran setzen müssen, neue Aufträge zu akquirieren, da Peguform – wenn überhaupt – nur mit ausreichenden Aufträgen zu einem angemessenen Preis verkauft werden kann.

Die Gesprächspartner empfehlen betroffenen Betriebsräten, sich untereinander abzusprechen. Nur durch eine vertrauensvolle Zusammenarbeit sei das Insolvenzverfahren zu bewältigen gewesen. Die anfallende Arbeit wurde im Gesamtbetriebsrat aufgeteilt. Wo nötig, wurde externe Beratung eingesetzt. Es fanden regelmäßig Gesprächsrunden statt, in denen das gemeinsame Vorgehen im Betriebsrat und mit der IG BCE besprochen wurde. So konnten die Interessenvertreter gleich zwei Mal hintereinander Neuland erfolgreich „bearbeiten“: Zunächst die Insolvenz und danach die Übernahme durch einen ausländischen Finanzinvestor. Die Entwicklungen in der Automobil- und der Automobilzuliefererindustrie lassen befürchten, dass es nicht das letzte Mal gewesen ist.

#### 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 vier bis sieben 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.
- Die Art und Weise der Zusammenarbeit mit Finanzinvestoren hängt maßgeblich davon ab, 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.
- Unternehmen mit einem hohen Free Cash Flow sind attraktive Ziele für Finanzinvestoren. 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](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.manager-magazin.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](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 De-listing 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?