

Erfolgreiches Management von Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen

Volker Kraft
Tigerbergstrasse 10
CH-9000 St.Gallen
Tel./Fax: 071-2231591
volker.kraft@unisg.ch

www.turnaroundinvest.net

1	PROBLEMSTELLUNG UND ZIELSETZUNG	2
2	PRIVATE EQUITY ALS ART DER UNTERNEHMENSFINANZIERUNG	3
3	TURNAROUND-INVESTITIONSPROZESS	6
3.1	Konzeption der Investitionsstrategie	7
3.2	Beteiligungssuche	10
3.3	Beteiligungsauswahl	12
3.4	Due Diligence	15
3.5	Bewertung	17
3.6	Deal-Strukturierung	18
3.7	Betreuung und Wertsteigerung	21
3.8	Beendigung des Beteiligungsverhältnisses	22
4	RENDITE UND RISIKO VON TURNAROUND-INVESTITIONEN	25
5	ZUSAMMENFASSUNG DER ERFOLGSFAKTOREN UND AUSBLICK	29

1 Problemstellung und Zielsetzung

Der europäische Markt für Risikokapital befindet sich seit Mitte der 90er Jahre in einem eindrucksvollen Wachstumsprozess. Der jährliche Kapitalzufluss in europäische Private Equity-Fonds stieg von 4,4 Mrd. EURO im Jahr 1995 auf über 25 Mrd. EURO im Jahr 1999.¹ Den in Europa tätigen Private Equity-Gesellschaften stehen derzeit somit beachtliche Mittel zur Verfügung, die sie mehrheitlich versuchen, in gesunde Unternehmen zu investieren, die von einem guten Managementteam gesteuert werden und mit zukunftssträchtigen Produkten oder innovativen Technologien in attraktiven Wachstumsmärkten tätig sind.

Infolge des Wachstums des Private Equity-Marktes hat sich der Wettbewerb unter den Beteiligungsgesellschaften in den letzten Jahren merklich intensiviert. Mit der steigenden Zahl von Wettbewerbern wird es für Beteiligungsgesellschaften immer schwieriger, aussichtsreiche Wachstumsunternehmen zu einem Preis zu erwerben, der es ihnen ermöglicht, ausschliesslich durch die Bereitstellung von Eigenkapital überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Private Equity-Gesellschaften begegnen dieser Herausforderung zum einen durch eine aktivere Managementunterstützung zur vollen Ausschöpfung des Wertsteigerungspotentials ihrer Portfoliounternehmen und zum anderen durch eine zunehmende Spezialisierung auf bestimmte Branchen und Finanzierungsphasen.

Ein mögliches Feld für eine Spezialisierung von Private Equity-Gesellschaften bietet die Ausrichtung auf Turnarounds und Restrukturierungen, in denen durch ein aktives Management im Erfolgsfall besonders grosse Wertsteigerungen zu erzielen sind. Da hierfür spezielles Know-how und ein hoher Managementeinsatz erforderlich sind, sind Krisenunternehmen in den Portfolios europäischer Private Equity-Gesellschaften bisher allerdings erst relativ selten vertreten. Demzufolge wenig ist in Theorie und Praxis über das erfolgreiche Management von Turnaround-Investitionen bekannt. Wie ist der Turnaround-Investitionsprozess strukturiert? Welche Besonderheiten gibt es im Vergleich zu Investitionen in „gesunde“ Unternehmen? Wie hoch sind die von Turnaround-Investoren erzielten Renditen? Worin liegen die grössten Risiken und was sind die kritischen Erfolgsfaktoren von Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen?

Um diese Fragen zu beantworten hat der Verfasser im Rahmen einer Feldstudie eine Untersuchung amerikanischer und kanadischer Private Equity-Gesellschaften, die in

¹ Vgl. EVCA (Hrsg.), Yearbook, 2000, S.29.

Turnarounds und Restrukturierungen investieren, durchgeführt. Die Befragung erstreckte sich über einen Zeitraum von drei Monaten im Sommer 1999. Die 44 in die Auswertung einbezogenen Private Equity-Gesellschaften haben Angaben zu insgesamt 384 Turnaround-Investitionen gemacht, die sie in den vergangenen Jahren durchgeführt haben. In diesem Beitrag sollen wesentliche Erkenntnisse dieser Untersuchung zusammenfassend vorgestellt und Handlungsempfehlungen für ein erfolgreiches Management von Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen gegeben werden.²

2 Private Equity als Art der Unternehmensfinanzierung

Der Begriff *Private Equity* wurde in den 90er Jahren als begriffliche und inhaltliche Erweiterung des Ausdrucks *Venture Capital* geprägt. Für diesen Beitrag wird Private Equity folgendermassen definiert:

*Private Equity ist eine Art der Unternehmensfinanzierung, bei der zumeist nicht-börsenkotierten Unternehmen von spezialisierten Finanzintermediären mittel- bis langfristig Risikokapital zur Verfügung gestellt wird. Private Equity-Gesellschaften nehmen eine aktive Rolle bei der Kontrolle und Betreuung ihrer Portfoliounternehmen ein und leisten bei Bedarf Managementunterstützung. Zur Realisierung eines Kapitalgewinns besteht von vornherein die Absicht, die Beteiligung wieder zu veräussern.*³

Wie Abbildung 1 veranschaulicht, wird Private Equity heute in allen Lebensphasen einer Unternehmung eingesetzt. Basierend auf dem Lebenszykluskonzept lässt sich der Markt in verschiedene Finanzierungsstufen einteilen: *Early Stage*-Investitionen umfassen Startkapital zur Entwicklung einer Produkt- oder Geschäftsidee sowie Mittel zur Unternehmensgründung und zur Finanzierung von Jungunternehmen in der ersten Wachstumsphase. Diese Finanzierungsstufe beinhaltet somit *Seed*- und *Startup*-Finanzierungen. Unter dem Begriff *Later Stage* werden Finanzierungen von Wachstumsunternehmen, die ihre Geschäftstätigkeit von regionaler auf nationale und internationale Ebene ausdehnen wollen, eingeordnet. Diese Finanzierungsstufe wird auch *Expansion* oder *Development Stage* genannt. *Bridge / Pre-IPO*-Finanzierungen stellen die letzte Finanzierungsstufe eines Unternehmens vor dem Börsengang (IPO) dar. *Buyouts* beinhalten die Finanzierung der Übernahme von reifen Unternehmen

² Für eine umfassende Darstellung der Ergebnisse der Feldstudie vgl. KRAFT, Private Equity, in Vorbereitung. Weitere Informationen zum Thema Turnaround-Investitionen stellt der Verfasser im Internet unter www.turnaroundinvest.net zur Verfügung.

³ Eigene Definition, basierend auf FENN / LIANG / PROWSE, Private Equity, 1997, S.4 und BADER, Anlagekategorie, 1996, S.10.

zusammen mit dem bestehenden (MBO) oder einem externen Managementteam (MBI), zum Teil mit Hilfe von Fremdkapital (LBO). Die Finanzierung von Unternehmen, die sich in einer Krisensituation befinden und mit finanziellen, operationellen oder rechtlichen Schwierigkeiten konfrontiert sind, wird schliesslich als *Distressed / Turnaround Stage* bezeichnet. Diese Finanzierungsstufe ist Gegenstand dieses Beitrags.

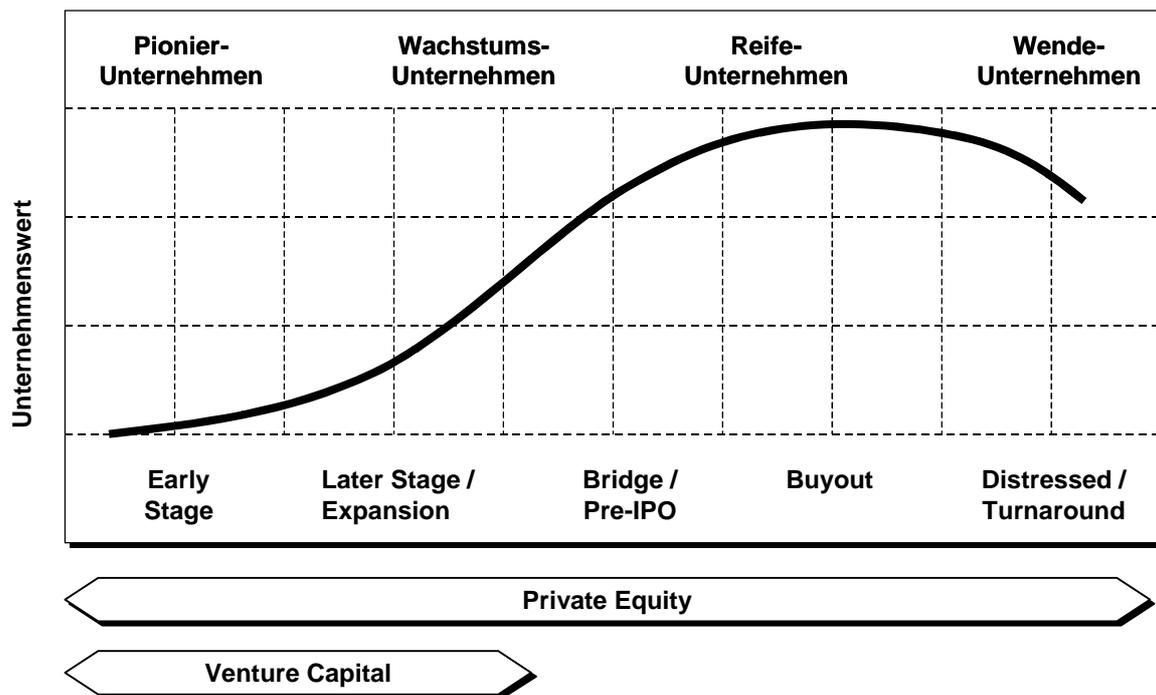


Abbildung 1: Finanzierungsstufen im Private Equity-Geschäft⁴

In Kontinentaleuropa ist der Anteil von Turnaround-Investitionen bisher relativ gering. Nach Angaben des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) machten Turnaround-Finanzierungen 1998 lediglich 3% des Gesamtportfolios deutscher Venture Capital und Private Equity-Gesellschaften aus (vgl. Abbildung 2). Die European Venture Capital Association (EVCA) führt Turnaround-Investitionen nicht separat in ihrer Statistik, sondern schliesst diese in den Block der Expansions-Finanzierungen ein, so dass auf europäischer Ebene keine statistischen Angaben vorliegen.

⁴ Eigene Darstellung, basierend auf PÜMPIN / PRANGE, Unternehmensentwicklung, 1991, S.135 und CASTLE PRIVATE EQUITY AG, Geschäftsbericht 1999, S.6.

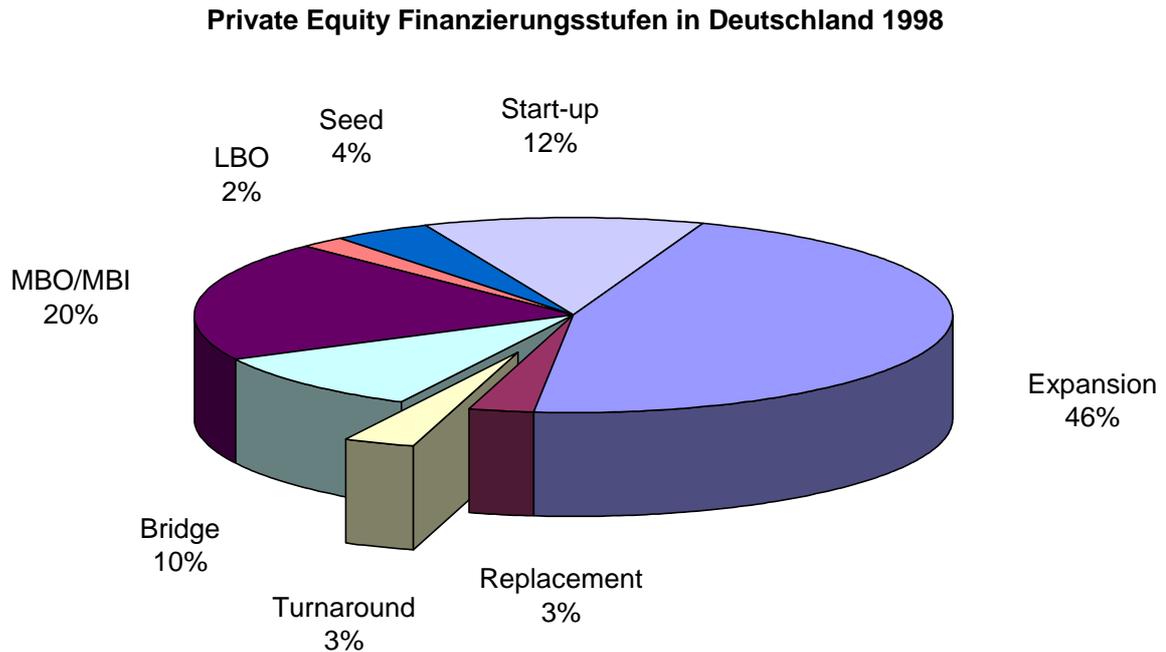


Abbildung 2: Bedeutung der Private Equity-Finanzierungsstufen in Deutschland⁵

Insgesamt existieren in Europa nur wenige Private Equity-Gesellschaften, die sich auf Turnarounds und Restrukturierungen spezialisieren. Zu den bekanntesten gehören die 1997 gegründeten Alchemy Partners, die einer breiteren Öffentlichkeit insbesondere durch den Übernahmeveruch der Rover Gruppe im Frühjahr 2000 bekannt geworden sind. Gleichwohl haben zahlreiche andere Beteiligungsgesellschaften wider Willen Krisenunternehmen in ihren Portfolios. Das geringe Interesse europäischer Private Equity-Gesellschaften an Krisenunternehmen hängt damit zusammen, dass Unternehmenskrisen und den mit einem Turnaround verbundenen Restrukturierungsmaßnahmen wie Schliessungen und Entlassungen hierzulande noch immer ein negatives Stigma anhaftet, mit dem Investoren nur ungern in Verbindung gebracht werden. Darüber hinaus werden Private Equity-Gesellschaften – trotz vielfach überdurchschnittlicher Gewinnaussichten – durch den vergleichsweise hohen Zeit- und Arbeitsaufwand und das vermeintlich höhere Risiko von Turnaround-Investitionen abgehalten. Zudem verfügen nur wenige Beteiligungsgesellschaften über die für eine erfolgreiche Restrukturierung notwendige Kompetenz und Managementkapazität.

Hieraus folgt, dass der Markt für Krisenunternehmen noch immer äusserst intransparent ist, was sich in hohen Informationsasymmetrien und besonderer Illiquidität manifestiert. Gerade die ausgeprägten Marktunvollkommenheiten stellen jedoch eine

⁵ Quelle: BVK (Hrsg.), Jahrbuch 1999, S.65. Für das Jahr 1999 werden Turnaround-Investitionen auch in Deutschland nicht mehr als separate Kategorie in der Statistik geführt.

grosse Chance für Beteiligungsgesellschaften dar, die über die notwendigen Kompetenzen für Turnaround-Investitionen verfügen. Die erfolgreichen Gründungen spezialisierter Turnaround-Fonds, die in den letzten Jahren in den USA zu beobachten waren, bestätigen diese Einschätzung. In zunehmendem Masse beginnen sich amerikanische Private Equity-Gesellschaften in jüngster Zeit auch in europäischen Turnarounds zu engagieren. Beispiele sind Clayton, Dubilier & Rice mit der Übernahme von Thyssen Schulte Bautechnik im Jahr 1998 sowie die Texas Pacific Group mit dem Kauf der Schweizer Bally Gruppe im Jahr 1999.

3 Turnaround-Investitionsprozess

Private Equity-Investitionen verlaufen nach einem relativ gut strukturierten Prozess, der sich, wie Abbildung 3 zeigt, chronologisch in mehrere Phasen einteilen lässt.

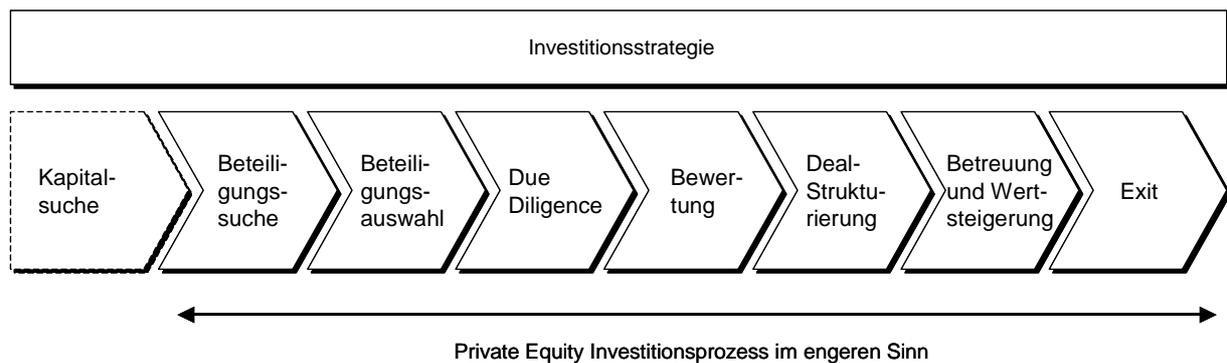


Abbildung 3: Der Private Equity-Investitionsprozess⁶

Der Prozess beginnt mit der Konzeption einer Investitionsstrategie durch die Private Equity-Gesellschaft, in der die allgemeinen Investitionspräferenzen festgelegt werden. Die im Rahmen der Investitionsstrategie vorgenommenen Weichenstellungen wirken sich auf den gesamten Investitionsprozess aus. Die Investitionsstrategie dient als Grundlage für die anschliessende Kapitalsuche. Die wichtigsten Kapitalgeber von Private Equity-Gesellschaften sind Pensionskassen, Banken, Versicherungen und vermögende Privatinvestoren. Nach Festlegung der Strategie und der erfolgreichen Gewinnung von Kapitalgebern beginnt der Private Equity-Investitionsprozess im engeren Sinn mit der Identifikation möglicher Beteiligungsunternehmen. Potentielle Zielunternehmen durchlaufen einen mehrstufigen Auswahlprozess, an dessen Ende die

⁶ Eigene Darstellung basierend auf BYGRAVE / TIMMONS, Crossroads, 1992, S.14; BADER, Anlagekategorie, 1996, S.111; WRIGHT / ROBBIE, Private Equity, 1998, S.535; Zemke, Erfolgsfaktoren, 1998, S.213.

interessantesten Investitionsvorschläge einer detaillierten Prüfung (*Due Diligence*) unterzogen werden. Auf Grundlage der Ergebnisse der Due Diligence kann schliesslich eine monetäre Bewertung des untersuchten Unternehmens erfolgen. Einigen sich die involvierten Parteien auf einen Unternehmenswert, geht es in der nächsten Phase, der Deal-Strukturierung, um die Festlegung der Beteiligungshöhe, die vertragliche Ausgestaltung des Beteiligungsverhältnisses und die Wahl der geeigneten Finanzierungsinstrumente. Für eingegangene Beteiligungen leisten Private Equity-Gesellschaften definitionsgemäss einen aktiven Beitrag zur Wertsteigerung. Art und Umfang der Betreuung variieren jedoch stark und reichen von relativ zurückhaltenden Kontroll- und Beratungsleistungen bis zur Übernahme der operativen Geschäftsführung. Abgeschlossen wird der Private Equity-Investitionsprozess mit der Exit-Phase, in der es darum geht, erzielte Wertsteigerungen durch den Verkauf des Beteiligungsunternehmens zu realisieren.

In der Praxis gestaltet sich dieser Prozess nicht als lineare Abfolge unabhängiger und eindeutig abgrenzbarer Schritte. Vielmehr sind die einzelnen Phasen eng miteinander verbunden. Beispielsweise sind die Strategien der Beteiligungssuche abhängig von den Investitionspräferenzen; die Bewertung und die Kaufpreisverhandlungen sind untrennbar mit der Deal-Strukturierung verbunden und bei der Deal-Strukturierung wird vielfach bereits die geplante Exit-Strategie berücksichtigt. Auch Turnaround-Investitionen verlaufen grundsätzlich nach diesem Prozess, wobei sich jedoch konkrete Ausgestaltung der einzelnen Phasen und kritische Erfolgsfaktoren deutlich von Investitionen in „gesunde“ Unternehmen unterscheiden. Nachfolgend werden die einzelnen Phasen der Turnaround-Investitionsprozesses beschrieben und analysiert. Dabei werden die Ergebnisse der empirischen Studie des Verfassers herangezogen und der Schwerpunkt auf das Verhältnis zwischen Private Equity-Gesellschaft und Krisenunternehmen gelegt. Die Phase der Kapitalsuche wird nicht betrachtet. Da in diesem Bereich keine bedeutenden Unterschiede zu anderen Finanzierungsstufen bestehen, kann auf die existierende Literatur verwiesen werden.⁷

3.1 Konzeption der Investitionsstrategie

Die Konzeption einer Investitionsstrategie bildet den ersten Schritt des Turnaround-Investitionsprozesses. Sie beschreibt die Grundvoraussetzungen, die ein Zielunternehmen erfüllen muss, um von einem Turnaround-Investor berücksichtigt zu werden, in bezug auf vier Dimensionen: Branche, Grösse, geographische Lage sowie Stadium und –art der Unternehmenskrise. Die Investitionspräferenzen werden in Bezug auf das

⁷ Vgl. u.a. GOMPERS / LERNER, Cycle, 1999, S.17ff. und die dort zitierte Literatur.

Wertsteigerungspotential, die Turnaround-Wahrscheinlichkeit und die Verkäuflichkeit der Beteiligung nach einem erfolgreichen Turnaround, unter Berücksichtigung der eigenen Kompetenzen, des zur Verfügung stehenden Kapitals sowie der bereitstehenden Managementkapazität festgelegt. Abbildung 4 veranschaulicht diesen Zusammenhang.

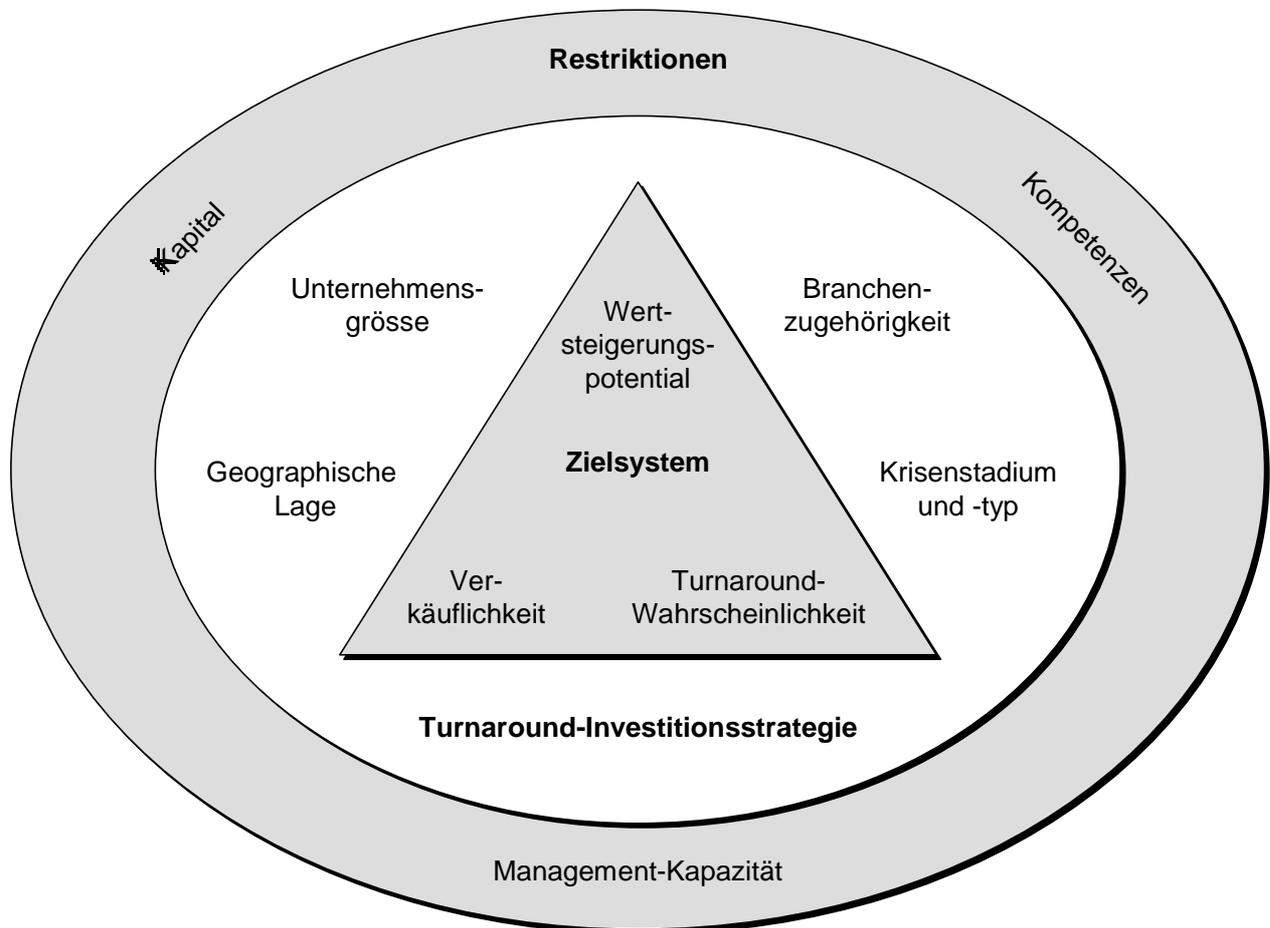


Abbildung 4: Dimensionen, Ziele und Restriktionen einer Turnaround-Investitionsstrategie⁸

Bei der *Branchenwahl* bevorzugen die in der Untersuchung des Verfassers befragten Turnaround-Investoren produzierende Unternehmen. Häufig ausgeschlossen werden Branchen, die starken externen Einflüssen unterliegen oder sehr spezifisches Know-how erfordern, wie beispielsweise der Technologie- oder der Finanzbereich. Die Wahl der *Unternehmensgröße* hängt stark vom verfügbaren Kapital eines Turnaround-Investors ab. Da die intern zur Verfügung stehende Managementkapazität jedoch regelmässig einen Engpassfaktor darstellt, spricht vieles dafür, sich auf wenige relativ grosse Investitionen zu konzentrieren. In bezug auf das geeignete *Krisenstadium* der Zielunternehmen besteht ein Trade-off zwischen einem grösseren Wertsteigerungs-

⁸ Eigene Darstellung.

potential in späten und einer höheren Turnaround-Erfolgswahrscheinlichkeit in frühen Krisenstadien. Die Ergebnisse der empirischen Studie zeigen, dass sich die besonders erfolgreichen Turnaround-Investoren auf die früheren Krisenstadien konzentrieren. Das Ausmass des *geographischen Zielgebiets* hängt vom Fondsvolumen, von der Mittelherkunft und vom Modell zur Bereitstellung der für den Turnaround erforderlichen Managementkapazität ab. Private Equity-Gesellschaften, die mit eigenen Mitarbeitern das Management ihrer Beteiligungsunternehmen übernehmen, müssen sich geographisch tendenziell stärker einschränken als solche, die auf ein bestehendes Management-Team vertrauen oder externe Turnaround-Manager einsetzen.

Die wichtigste Restriktion für die Investitionsstrategie eines Turnaround-Fonds bilden Managementkapazität und Kompetenzen der Professionals. Diese werden bei Aufzählungen der kritischen Erfolgsfaktoren im Private Equity-Geschäft jedoch oft vergessen – vielleicht weil sie implizit vorausgesetzt werden. Gerade im Zuge eines anhaltenden Kapitalzuflusses in den Private Equity-Markt, der in den letzten Jahren zu einem explosionsartigen Anstieg von Fondsgründungen geführt hat, ist ein hervorragendes Team jedoch nicht selbstverständlich. Für Turnaround-Investoren ist es von besonderer Bedeutung, dass neben dem traditionell im Private Equity-Geschäft geforderten Financial Engineering Know-how sowie Verhandlungsgeschick und Transaktionserfahrung auch operative Managementkompetenz und -erfahrung im Team vorhanden sind.⁹ Detaillierte Branchenkenntnisse sowie Erfahrung im Umgang mit Krisenunternehmen spielen bei den betreuungsintensiven Turnaround-Investitionen nicht nur bei der Führung der Portfoliounternehmen, sondern auch bei der Beteiligungsauswahl, der Due Diligence und der Vorbereitung und Auswahl der Exit-Strategien eine wichtige Rolle. Die Fähigkeit, gutes und qualifiziertes Personal an sich zu binden, hängt eng mit der institutionellen Ausgestaltung einer Private Equity-Gesellschaft und insbesondere der Vergütungsstruktur zusammen.¹⁰

Neben Managementkompetenz und -kapazität ist das verfügbare Kapital einer Private Equity-Gesellschaft als wichtige Ressource zu nennen. Zwar herrscht seit mehreren Jahren ein hoher Kapitalzufluss in das Private Equity-Geschäft und viele etablierte Fonds haben mehr Kapital als attraktive Investitionsmöglichkeiten, dennoch darf die Verfügbarkeit ausreichender Mittel gerade bei Investitionen in Krisenunternehmen nicht unterschätzt werden. Erstens handelt es sich bei den Zielunternehmen von Turn-

⁹ So nennt die auf schwierige Transaktionen und Turnarounds spezialisierte Private Equity-Gesellschaft CLAYTON, DUBILIER & RICE ihre „*operating capability*“ immer wieder als einen ihrer wichtigsten strategischen Erfolgsfaktoren. Vgl. GOGEL, Allure, 1997, o.S.; KESTER / LUEHRMAN, Leveraged Buyout, 1995, S.122ff.

¹⁰ Vgl. ZEMKE, Erfolgsfaktoren, 1998, S.215.

around-Investoren häufig um anlageintensive Unternehmen aus dem produzierenden Gewerbe. Selbst bei der Anwendung niedriger Bewertungsmultiples sind diese Unternehmen gerade im Vergleich zu Pionier- oder Wachstumsunternehmen aufgrund ihrer hohen Substanz oft teure Akquisitionsobjekte, insbesondere wenn Mehrheitspositionen erworben werden. Zweitens schreiben viele Krisenunternehmen zum Zeitpunkt der Übernahme hohe Verluste, die durch den Turnaround-Investor bis zum Erreichen des Break-Even ausgeglichen werden müssen. Unerwartet auftauchende Hindernisse und Verzögerungen bei der Umsetzung des Turnaround-Plans führen in diesen Situationen automatisch zu weiterem Kapitalbedarf. Drittens ist bei Turnaround-Investitionen im Gegensatz zu traditionellen Buyouts oftmals eine signifikante Reduktion des Verschuldungsgrades durch die Ablösung von Fremdkapitalgebern und eine Stärkung der Eigenkapitaldecke des Unternehmens notwendig. Viertens verleiht ausreichend verfügbares Kapital einem Turnaround-Investor wertvolle Flexibilität bei der strategischen Neuausrichtung seiner Portfoliounternehmen, z.B. durch weitere Akquisitionen.

Insgesamt ist es für den Erfolg von Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen von hoher Bedeutung, die Festlegung der Investitionspräferenzen auf das zur Verfügung stehende Kapital, die eigenen Kompetenzen und die verfügbare Managementkapazität abzustimmen.

3.2 Beteiligungssuche

Im Rahmen der Beteiligungssuche versuchen Private Equity-Gesellschaften, möglichst viele interessante Unternehmen zu identifizieren, die den in der Investitionsstrategie festgelegten Grundvoraussetzungen entsprechen. Der *Deal-flow*, d.h. der Zugang zu Investitionsmöglichkeiten, ist für Private Equity-Gesellschaften in einem durch steigende Konkurrenz um interessante Portfoliounternehmen gekennzeichneten Markt ein zunehmend wichtiger Wettbewerbsfaktor. Je höher der Deal-flow, desto besser ist die Grundlage, auf der eine Private Equity-Gesellschaft ihre Beteiligungsunternehmen auswählen kann, und desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, die Zielrenditen zu erreichen oder zu übertreffen.

Grundsätzlich kann der Deal-flow auf drei Wegen generiert werden: durch die eigene gezielte Suche, die Vermittlung durch Dritte und die Eigeninitiative kapitalsuchender Krisenunternehmen.¹¹ Traditionell bevorzugen Private Equity-Gesellschaften einen passiven Ansatz der Beteiligungssuche und versuchen eine Erhöhung des Deal-flows

¹¹ Vgl. TYEBJEE / BRUNO, Investment Activity, 1984, S.1055f.

durch die Steigerung des eigenen Bekanntheitsgrades zu erreichen.¹² Auch die im Rahmen der Feldstudie des Verfassers befragten Turnaround-Investoren generieren 81% ihres Deal-flows durch die Vermittlung Dritter. 12% der Transaktionen resultieren aus der Eigeninitiative kapitalsuchender Unternehmen und nur 7% ergeben sich durch eine aktive Beteiligungssuche. Insbesondere bei Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen erscheint eine aktive Beteiligungssuche jedoch vorteilhaft. Erstens führt sie zu einer Erweiterung der Investitionsmöglichkeiten, zweitens zu einer Beschleunigung des Investitionsprozesses und drittens zu einer Erhöhung der Turnaround-Erfolgswahrscheinlichkeit, da Zielunternehmen bereits in einem früheren Krisenstadium identifiziert und angesprochen werden können als bei der passiven Beteiligungssuche. Abbildung 5 gibt einen detaillierten Überblick über die Bedeutung der verschiedenen Transaktionsquellen der befragten Turnaround-Investoren.

Which channels did you use to identify your target companies?

Sample Size (N) = 384 Turnaround Investments

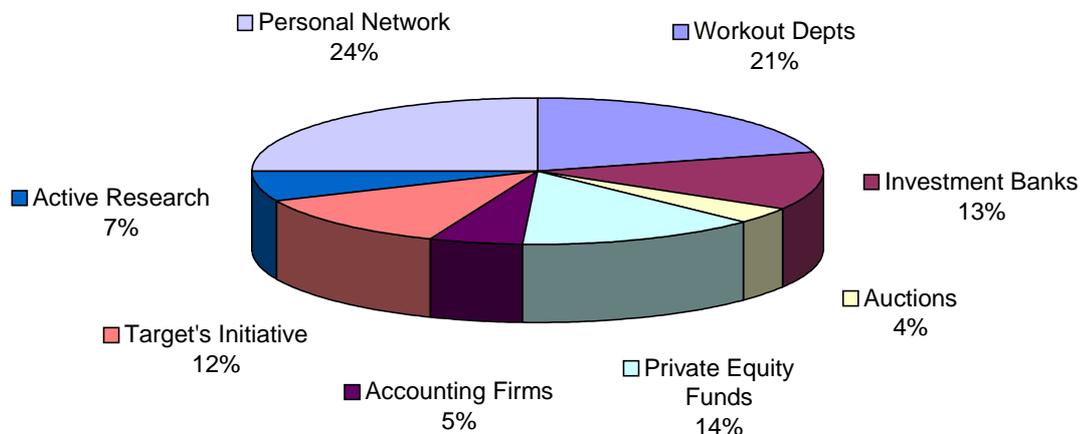


Abbildung 5: Transaktionsquellen von Turnaround-Investoren¹³

Grundsätzlich sollte ein Vermittler über ein möglichst enges Vertrauensverhältnis sowohl zum Krisenunternehmen als auch zum potentiellen Käufer verfügen.¹⁴ Für den Turnaround-Investor ist es ferner wichtig zu wissen, welche Motivation der Vermittlung zugrunde liegt – nicht zuletzt um die Frage zu klären, ob die vermittelnde Person

¹² Vgl. BOHNENKAMP, Beteiligungsgesellschaften, 1999, S.130.

¹³ Quelle: eigene Erhebung.

¹⁴ Vgl. SPIELBERGER, Krisenunternehmen, 1996, S.97.

eine Provision im Fall einer zustande gekommenen Transaktion erwartet. In Tabelle 1 sind nochmals die wichtigsten vermittelnden Institutionen mit ihren Vermittlungsinteressen aufgeführt.

Krisenbeteiligte	Vermittlungsinteresse
Banken (Workout Abteilungen)	Rettung der bestehenden Kredite, Imagepflege, Fortführung einer profitablen Geschäftsbeziehung
Private Equity-Gesellschaften	Syndizierung oder Portfoliobereinigung
Investmentbanken	Vermittlungsprovision
Wirtschaftsprüfer / Rechtsanwälte	Erfüllung eines Teils ihrer Beratungsempfehlungen, Klientenrettung als Teil des Berufsethos, evtl. Vermittlungsprovision
Insolvenzverwalter	Vorteilhafte Verwertung des zur Insolvenzmasse gehörenden Vermögens im Interesse der Gläubiger, zügige Abwicklung des Insolvenzverfahrens
Unternehmensberater	Erfüllung eines Teils ihrer Beratungsempfehlungen, evtl. Vermittlungsprovision
Verwaltungs-, Aufsichts- und Beiratsmitglieder	Vermeiden von strafrechtlichen Implikationen, Schadenersatzpflichten und Rufschädigung, Verantwortung gegenüber Mitarbeitern
Geschäftspartner (insb. Kunden und Lieferanten)	Leistungswirtschaftliche Rettung des Geschäftspartners im Eigeninteresse, Rettung der Forderungen
Unternehmenseigner	Rettung des eingebrachten Kapitals, Verantwortung gegenüber Mitarbeitern

Tabelle 1: Vermittler von Krisenunternehmen und ihre Vermittlungsinteressen¹⁵

3.3 Beteiligungsauswahl

Beteiligungen an Krisenunternehmen sind ausgesprochen illiquide Anlageformen. Aus Sicht eines Turnaround-Investors bedeutet dies, dass eine einmal getroffene Investitionsentscheidung nur schwer beziehungsweise nur unter Inkaufnahme hoher Verluste wieder rückgängig zu machen ist. Der richtigen Beteiligungsauswahl kommt damit eine hohe Bedeutung zu. Aufgrund der hohen Informationsasymmetrien im Markt für Krisenunternehmen und dem damit verbundenen Problem der adversen Selektion ist die richtige Unternehmensauswahl jedoch gleichzeitig ein besonders schwieriger Schritt im Investitionsprozesses.

¹⁵ Vgl. HOWALDT, Sanierungsakquisitionen, 1994, S.75 mit eigenen Anpassungen und Ergänzungen.

In den Gesprächen mit amerikanischen und europäischen Turnaround-Investoren konnte ein dreistufiger Auswahlprozess identifiziert werden, der in Abbildung 6 veranschaulicht wird.¹⁶

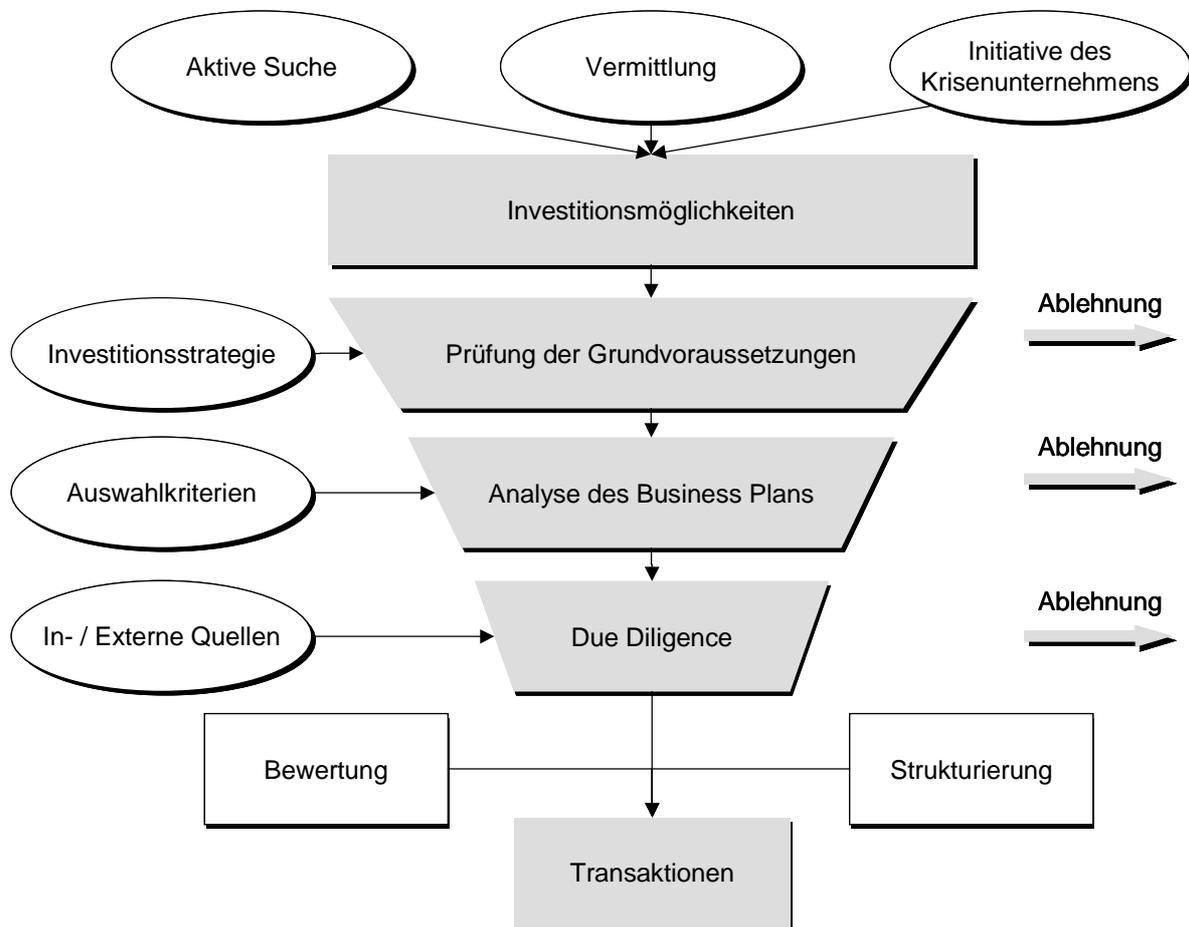


Abbildung 6: Prozess der Beteiligungsauswahl von Turnaround-Investoren¹⁷

Die erste Phase bildet ein kurzes Screening der Investitionsvorschläge, in dem es darum geht festzustellen, ob das in Frage kommende Unternehmen hinsichtlich seiner Unternehmensgröße, Branchenzugehörigkeit, geographischen Lage und des Krisenstadiums / -typs mit der Investitionsstrategie des Turnaround-Investors kompatibel ist. Diese *Prüfung der Grundvoraussetzungen* nimmt bei routinierten Private Equity-Spezialisten nur wenige Minuten in Anspruch.¹⁸ Bei den vom Verfasser befragten Turnaround-Investoren wurden mehr als drei Viertel der untersuchten Krisenunternehmen bereits auf dieser Ebene zurückgewiesen. Wie Tabelle 2 zeigt, verblieben

¹⁶ Einen dreistufigen Prozess beschreiben auch FENN / LIANG / PROWSE, *Private Equity*, 1997, S.48f.; BADER, *Anlagekategorie*, 1996, S.121; BOHNENKAMP, *Beteiligungsgesellschaften*, 1999, S.116.

¹⁷ Quelle: eigene Darstellung.

¹⁸ Vgl. BADER, *Anlagekategorie*, 1996, S.121.

nach dem Screening lediglich 23,7% der Investitionsvorschläge für die weitere Analyse.

By Size of Fund (capital under management)	Large (>\$500m)		Medium (\$100-500m)		Small (<\$100m)		Total Sample (Mean)	
No. of investment proposals p.a. (distressed firms only)	113.6	100%	56.6	100%	46.2	100%	71.3	100%
No. of proposals which are reviewed in greater detail	40.4	35.6%	12.9	22.8%	10.0	21.6%	16.9	23.7%
No. of proposals for which due diligence is performed	14.4	12.6%	4.9	8.7%	3.6	7.8%	5.8	8.2%
No. of turnaround investments executed p.a.	3.1	2.7%	1.8	3.3%	1.3	2.8%	1.8	2.5%
By Return of Fund	First Quartile		Second and Third Quartile		Fourth Quartile		Total Sample (Mean)	
No. of investment proposals p.a. (distressed firms only)	94.1	100%	93.4	100%	26.9	100%	71.3	100%
No. of proposals which are reviewed in greater detail	14.3	15.2%	17.6	18.9%	12.8	47.4%	16.9	23.7%
No. of proposals for which due diligence is performed	4.8	5.1%	3.9	4.2%	7.4	27.4%	5.8	8.2%
No. of turnaround investments executed p.a.	2.1	2.2%	1.5	1.6%	3.0	11.2%	1.8	2.5%

Tabelle 2: Auswahlprozess und Ablehnungsraten von Turnaround-Investoren¹⁹

Im zweiten Schritt des Auswahlprozesses findet eine *Analyse der Geschäftsmodelle* der nach dem ersten Screening verbliebenen Investitionskandidaten statt. Diese Prüfung nimmt bei den meisten Beteiligungsgesellschaften etwa einen Tag in Anspruch und die Auswahl erfolgt anhand einer Reihe von Entscheidungs- bzw. Auswahlkriterien, die die verschiedenen Dimensionen des Business Plans (Management, Produkt, Markt, Finanzen, etc.) reflektieren. Die Ergebnisse verschiedener Untersuchungen geben dabei ein recht konsistentes Bild der relevanten Entscheidungskriterien von Private Equity-Gesellschaften. Fast immer werden Erfahrung und Kompetenz des Managementteams an erster Stelle genannt, gefolgt von der Attraktivität des Zielmarktes. MACMILLAN et al. formulieren dies in ihrer Studie sehr prägnant:

“There is no question that irrespective of the horse (product), horse race (market), or odds (financial criteria) it is the jockey (entrepreneur) who fundamentally determines whether the venture capitalist will place a bet at all.”²⁰

¹⁹ Quelle: Eigene Erhebung. Alle Zahlen sind Durchschnittswerte der einzelnen Kategorien. Die Prozentzahlen beziehen sich jeweils auf die Anzahl *Investment Proposals* der betreffenden Kategorie.

Die Auswahlkriterien von Turnaround-Investoren unterscheiden sich deutlich von anderen Private Equity-Finanzierungsstufen. An erster Stelle stehen turnaroundspezifische Auswahlkriterien gefolgt von finanziellen und produktbezogenen Überlegungen. Marktbezogene Kriterien und das bestehende Managementteam sind weniger wichtig. Konkret müssen bei Turnaround-Investitionen für einen positiven Investitionsentscheid drei Fragen eindeutig beantwortet werden können:

- *Ist das Unternehmen grundsätzlich lebensfähig?*
- *Ist die Ursache für die Unternehmenskrise eindeutig zu identifizieren?*
- *Steht ein neues kompetentes Managementteam zur Verfügung?*

Die Lebensfähigkeit des Kerngeschäfts wurde von den befragten Turnaround-Investoren eindeutig als wichtigstes Auswahlkriterium eingestuft. Im einfachsten Fall hat das Krisenunternehmen einen eigenständigen Geschäftsbereich, der ein positives Ergebnis beisteuert. Jedoch ergaben die Gespräche mit Turnaround-Investoren, dass die Frage der Profitabilität eher von untergeordneter Bedeutung ist. Entscheidend ist vielmehr das Vorhandensein eines aufbaufähigen Kerns in Form eines erschliessbaren Nutzenpotentials.²¹ Dies kann beispielweise ein bekannter Markenname, eine solide Kundenbasis, eine besondere technologische Kompetenz oder besonders qualifiziertes Personal sein.

Auch auf der zweiten Auswahlstufe werden nochmals zwei Drittel der verbliebenen Unternehmen zurückgewiesen, so dass letztendlich nur 8,2% der Unternehmen in die dritte Phase des Auswahlprozesses gelangen, in der eine umfassende Due Diligence vorgenommen wird. 2,5% der Investitionsvorschläge münden schliesslich in einer Transaktion. Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass der Zugang zu einer grossen Zahl von Investitionsmöglichkeiten und ein damit verbundenes, diszipliniertes Selektionsverfahren kritische Erfolgsfaktoren für Turnaround-Investitionen darstellen.

3.4 Due Diligence

Ist auf Basis der im vorangegangenen Kapitel beschriebenen Selektionskriterien ein interessantes Krisenunternehmen ausgewählt worden, muss es einer sorgfältigen Prüfung unterzogen werden, bevor es zu einer endgültigen Investitionsentscheidung kommen kann. Hierfür ist in der amerikanischen Transaktionspraxis der Begriff der

²⁰ MACMILLAN / SIEGEL / SUBBANARASIMHA, Criteria, 1985, S.128.

²¹ PÜMPIN definiert ein Nutzenpotential als „eine in der Umwelt, im Markt oder im Unternehmen latent oder effektiv vorhandene Konstellation ... , die durch Aktivitäten des Unternehmens zum Vorteil aller Bezugsgruppen und des Unternehmens selbst erschlossen werden kann.“ Vgl. PÜMPIN, Dynamik Prinzip, 1992, S.49f.

Due Diligence geprägt worden. Gemeinhin dient die Durchführung der *Due Diligence* im Zusammenhang mit einem Unternehmenskauf vier Funktionen:²²

- Offenlegung von Unternehmensinformationen
- Analyse und Prüfung des Unternehmens
- Entscheidungsgrundlage und Preisfindung
- Exkulpation der Entscheidungsträger

Auch bei Turnaround-Investitionen erfüllt die *Due Diligence* grundsätzlich die gleichen Funktionen. Dabei geht der Turnaround-Investor jedoch von einem gänzlich anderen Blickwinkel aus:

*“The focus of due diligence is somewhat different in turnaround situations. Rather than seeking to confirm the hypothesis that the organization will continue to perform at a high level, turnaround due diligence seeks to confirm a hypothesis that an organization can be fundamentally changed to perform at a higher level than in the past.”*²³

Die *Due Diligence* geht in Turnaround-Situationen somit über die Sammlung von Informationen hinaus, und legt den Schwerpunkt auf die *Krisenursachenanalyse* und *Massnahmenplanung*. Neben der Schaffung einer Entscheidungsgrundlage, der Zusammenstellung der notwendigen Informationen zur Unternehmensbewertung und der Gewinnung von Argumenten für die Kaufpreisverhandlungen, beinhaltet die *Due Diligence* aus der Sicht eines Turnaround-Investors somit folgende sechs Ziele:²⁴

1. Erfassung der Ursachen und des Ausmasses der Unternehmenskrise
2. Bewertung der Überlebensfähigkeit des Unternehmens
3. Bestimmung der notwendigen Turnaround-Massnahmen
4. Abschätzung des notwendigen Zeitaufwandes
5. Abschätzung der Kosten des Turnarounds und des zusätzlichen Kapitalbedarfs
6. Beurteilung des mit einem Turnaround verbundenen Wertsteigerungspotentials

Die Prüfungsgebiete der *Due Diligence* umfassen sowohl unternehmensinterne Faktoren wie z.B. das Finanz- und Rechnungswesen, Organisationsstruktur und Geschäftsprozesse, Management und Personal sowie das Leistungsprogramm als auch

²² Vgl. BERENS / SCHMITTING / STRAUCH, *Due Diligence*, 1998, S.69ff.

²³ MUELLER, *Turnaround Investing*, 1999, S.40.

²⁴ Vgl. QUINTERO, *Turnaround Candidate*, 1989, S.395.

externe Faktoren wie z.B. die Branchenstruktur und die Beziehungen zu den verschiedenen Anspruchsgruppen. Dazu stehen im wesentlichen drei Informationsquellen zur Verfügung: Daten des internen Informations- und Rechnungswesens, Gespräche mit Management und Mitarbeitern sowie Informationen von externen Anspruchsgruppen. Die Due Diligence eines grösseren Unternehmens kann so schnell einen beachtlichen Umfang erreichen. So erklärt ERIC WALTERS von Alchemy Partners, dass allein das Inhaltsverzeichnis der Due Diligence im Zusammenhang mit dem gescheiterten Übernahmeversuch der Rover Gruppe 200 Seiten umfasst.²⁵ Darüber hinaus wird die Unternehmensprüfung im Zusammenhang mit dem Kauf von Krisenunternehmen durch mehrere Faktoren erschwert. Im Vordergrund stehen Probleme bei der Informationsbeschaffung, die hohen Kosten und der hohe Zeitdruck, da das Fortschreiten der Krise eine laufende Verschlechterung der Unternehmenssituation bewirkt. Dennoch erklären mehr als die Hälfte der im Rahmen der Studie des Verfassers befragten Turnaround-Investoren, im Durchschnitt lediglich 1-2 Monate für die Due Diligence zu benötigen.

3.5 Bewertung

Nach Durchführung der Due Diligence geht es im nächsten Schritt des Investitionsprozesses darum, das Zielunternehmen auf Basis der gewonnenen Daten zu bewerten. Die monetäre Unternehmensbewertung dient einem Turnaround-Investor vor allem als Grundlage für die Preisfindung in den anschliessenden Kaufpreisverhandlungen sowie zur Einschätzung des Renditepotentials einer möglichen Investition. Darüber hinaus leistet sie einen wichtigen Beitrag zum Verständnis der Branchen und Geschäftslogik des bewerteten Unternehmens.

Grundsätzlich weist die Bewertung ertragsschwacher gegenüber der Bewertung nicht-ertragsschwacher Unternehmungen keine konzeptionellen Besonderheiten auf.²⁶ Es kommen also für Turnaround-Investitionen prinzipiell die gleichen Bewertungsverfahren in Frage, die auch für gesunde Unternehmen angewandt werden. Allerdings müssen bei der Anwendung der verschiedenen Bewertungsverfahren einige Besonderheiten bedacht werden:

- Turnaround-Situationen sind wie Unternehmensgründungen in der Regel durch eine erste Phase niedriger oder negativer Cash-flows, gefolgt von einer späteren Phase positiver Cash-flows gekennzeichnet.

²⁵ Vgl. o.V. Alchemy-Gruppe, 2000, S.17.

²⁶ Vgl. MÜNSTERMANN, Wert, 1970, S.122f.

- Das Risiko ist in den unterschiedlichen Turnaround-Phasen nicht gleichbleibend.
- Aufgrund von steuerlichen Verlustvorträgen unterliegt der effektive Steuersatz häufig starken Veränderungen.
- Die Kapitalstruktur ist im Verlauf des Turnarounds Änderungen unterworfen.

Theoretisch sind ertragsorientierte Bewertungsverfahren, insbesondere die Adjusted Present Value-Methode als Variante der Discounted Cash Flow-Methode, am besten zur Bewertung von Krisenunternehmen geeignet.²⁷ Von den befragten amerikanischen und kanadischen Turnaround-Investoren wird jedoch der Market Multiple-Methode der höchste Stellenwert beigemessen. Dies hängt insbesondere mit der mangelnden Prognostizierbarkeit der zukünftigen Cash-flows zusammen. Der Liquidationswert erfüllt für Turnaround-Investoren in den Übernahmeverhandlungen eine mit fortschreitendem Krisenstadium wichtigere Argumentationsfunktion, um den Kaufpreis zu senken. Optionspreismodelle werden in der Praxis kaum verwandt, obwohl sie theoretisch durchaus zur Bewertung von Krisenunternehmen geeignet sind.

Unabhängig davon welche Bewertungsmethoden angewandt werden, bildet der rechnerische Unternehmenswert lediglich den Ausgangspunkt für die Kaufpreisverhandlungen. In diesen Verhandlungen hat die Konstellation zwischen Fremdkapitalgebern, Turnaround-Investor und Altgesellschaftern zentrale Bedeutung. Bürgschaften und Garantien der Altgesellschafter, das Einflusspotential der Fremdkapitalgeber und psychologische Faktoren bieten für Turnaround-Investoren mögliche Ansatzpunkte, um Kaufpreisminderungen auszuhandeln.

3.6 Deal-Strukturierung

Einigen sich die Private Equity-Gesellschaft und die Altgesellschafter im Rahmen der Übernahmeverhandlungen auf einen Kaufpreis, so geht es im nächsten Schritt um die finanzielle und rechtliche Strukturierung der Transaktion. Ziel der Deal-Strukturierung ist es, die unterschiedlichen Interessen und Bedenken der involvierten Parteien angemessen zu berücksichtigen, so dass die resultierende Finanzierungslösung von allen Seiten als befriedigend betrachtet wird.²⁸ Aus Sicht der Private Equity-Gesellschaft stehen bei der Deal-Strukturierung vier Ziele im Vordergrund:²⁹

- Maximierung der Rendite

²⁷ Für eine Dargestellung der Adjusted Present Value-Methode zur Bewertung von Krisenunternehmen vgl. LERNER / WILLINGE, Valuation, 1996, S.1ff.

²⁸ Vgl. BADER, Anlagekategorie, 1996, S.123.

²⁹ Vgl. COLE / SOKOL, Structuring, 1998, S.36ff.

- Begrenzung des Verlustrisikos
- Einfluss auf das Management / Kontrolle des Unternehmens
- Sicherung der Liquidität / Exit-Möglichkeit

Allerdings stehen diese grundlegenden Ziele teilweise im Widerspruch zueinander. Dies führt dazu, dass es weder für Private Equity-Transaktionen im allgemeinen noch für Turnaround-Investitionen im besonderen eine standardisierte Formel zur Deal-Strukturierung gibt. Es geht vielmehr darum, die einzelnen Elemente der Deal-Struktur optimal auf die situationsspezifischen Erfordernisse abzustimmen. Im einzelnen geht es bei der Deal-Strukturierung um die rechtliche Ausgestaltung der Übernahmetransaktion, die finanzielle Ausgestaltung des Beteiligungsverhältnisses sowie um die vertragliche Vereinbarung von Informations-, Kontroll- und Mitbestimmungsrechten.

Rechtlich gesehen kann der Kauf eines Krisenunternehmens als Beteiligungskauf oder Vermögenskauf durchgeführt werden. Aufgrund der unkomplizierten Erwerbsformalitäten und aus steuerlichen Gründen erfolgen in der Praxis die meisten Turnaround-Investitionen auf dem Wege des Beteiligungskaufs. Asset Deals kommen bei Unternehmen in Frage, die sich in einem sehr späten Krisenstadium oder bereits im Insolvenzverfahren befinden und bei denen unbekannte Eventualverbindlichkeiten eine besondere Rolle spielen.

Aus finanzieller Sicht geht es bei der Deal-Strukturierung insbesondere um die Festlegung der Beteiligungshöhe. Dabei lassen sich unter den Turnaround-Investoren zwei unterschiedliche Philosophien hinsichtlich des angestrebten Kontrollniveaus ausmachen. Während Mehrheitsinvestoren kontrollierende Anteile an wenigen Unternehmen übernehmen, beteiligen sich Minderheitsinvestoren mit kleineren Anteilen an einer grösseren Anzahl von Unternehmen. Den beiden Ansätzen unterliegen zwei unterschiedliche Strategien des Risikomanagements: Risikoreduktion durch Diversifikation und Risikoreduktion durch aktive Einflussnahme. Zwischen Diversifikationsbestrebungen und aktiver Einflussnahme bestehen jedoch ausgeprägte Zielkonflikte.³⁰ Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass unter den befragten Turnaround-Investoren Mehrheitsinvestoren statistisch signifikant höhere Renditen erreichen als Minderheitsinvestoren.

³⁰ Vgl. BADER, Anlagekategorie, 1996, S.39.

	Majority Investors^a	Balanced Investors^b	Minority Investors^c
No. of Investors	23	11	10
No. of Realized Turnaround Investments	166	95	123
No. of Companies in Portfolio (Mean)	4.7*	8.7*	55.0*
No. of Professionals / Portfolio Company	1.2*	0.6*	0.3*
Rate of Return (Mean)	79.4%*	53.8%	25.1%*

^a Acquired only majority stakes in their past turnaround investments

^b Acquired majority as well as minority stakes in their past turnaround investments

^c Acquired only minority stakes in their past turnaround investments

* Means are significantly different at the 5% level

Tabelle 3: Beteiligungsportfolios von Mehrheitsinvestoren und Minderheitsinvestoren³¹

WALLACE L. RUECKEL von der Questor Management Company gibt hierfür eine einfache Erklärung:

“The need to have control is obvious. Troubled or underperforming companies need immediate and dramatic action, which means the buyout fund must be able to implement its plans in a timely fashion. This can’t be done from a minority ownership position. For this reason we want to own at least 51 percent of the company and control the board of directors.”³²

Als Finanzierungsinstrumente sind Vorzugsaktien und mezzanine Instrumente wie Options- und Wandelanleihen besonders gut zur Akquisition von Krisenunternehmen geeignet, da sie die Vorteile von Eigen- und Fremdkapital miteinander verbinden. Es empfiehlt sich, im Zuge der Deal-Strukturierung auch bereits eine Optimierung der Kapitalstruktur des Krisenunternehmens vorzunehmen. Regelmässig geht es dabei um eine Senkung des Verschuldungsgrades. Dies kann durch den Tausch von Fremd- in Eigenkapitalanteile sowie die Aushandlung von Forderungsverzichten mit den verschiedenen Anspruchsgruppen des Unternehmens geschehen. Bei Verhandlungen mit Kreditinstituten wird dabei häufig der „Grundsatz der Opfersymmetrie“ angewandt.

Neben der Höhe des Kapitalanteils bestehen für Private Equity-Gesellschaften weitere Möglichkeiten, die Kontrolle über ihre Portfoliounternehmen zu sichern. Insbesondere bei Early Stage-Finanzierungen ist die stufenweise Kapitalbereitstellung ein wichtiger Kontrollmechanismus. Bei Turnaround-Investitionen wird dieses sogenannte Staging jedoch nur selten angewandt, unter anderem aufgrund der negativen Signalwirkung,

³¹ Quelle: eigene Erhebung.

³² RUECKEL, Turnaround Investing, 1999, o.S.

die eine zurückhaltende Kapitalbereitstellung auf die Geschäftspartner eines Krisenunternehmens hätte.

Da Private Equity-Investitionen definitionsgemäss zeitlich befristet sind, ist es auch für Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen sinnvoll, bereits im Rahmen der Deal-Strukturierung auf die Exit-Problematik einzugehen. Dabei ist es sinnvoll, sich verschiedene Exit-Varianten offen zu halten. Gerade für den Fall, dass sich ein Beteiligungsunternehmen nicht erwartungsgemäss entwickelt, sollte auf jeden Fall eine Buy-Back Klausel in den Übernahmevertrag aufgenommen werden, auch wenn diese in der Praxis oft nur als Druckmittel gegenüber dem Management des Unternehmens eingesetzt werden kann. Weitere vertragliche Vereinbarungen im Rahmen der Deal-Strukturierung, die verschiedene Informations-, Kontroll- und Mitbestimmungsrechte umfassen, sind vor allem für Minderheitsinvestoren von höchster Bedeutung, um ihre Einflussmöglichkeiten auf die unternehmerischen Entscheidungen zu gewährleisten.

Zwar kann ein schlechtes Investment nicht durch eine gute Deal-Strukturierung gerettet werden, jedoch ist die optimale rechtliche, finanzielle und vertragliche Ausgestaltung einer Transaktion auch bei Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen eine wichtige Voraussetzung für den Erfolg.

3.7 Betreuung und Wertsteigerung

Ist eine Transaktion erfolgreich strukturiert worden, beschränken sich Private Equity-Gesellschaften nicht nur auf die Kontrolle ihrer Portfoliounternehmen, sondern leisten bei Bedarf auch Managementunterstützung. Ziel der Betreuung ist es, einen Beitrag zur Wertsteigerung der Unternehmen zu leisten und gleichzeitig das Risiko durch eine Verringerung der asymmetrischen Informationsverteilung zu reduzieren. Die Bereitschaft und Fähigkeit zur aktiven Managementunterstützung unterscheidet Private Equity-Gesellschaften von anderen Finanzinvestoren wie Anlagefonds und Hedge Funds, die gewöhnlich eine passive Haltung gegenüber den Unternehmen in ihren Portfolios einnehmen.

Die Phase der Betreuung und Wertsteigerung ist bei Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen eine besondere Herausforderung für Private Equity-Gesellschaften. Im Durchschnitt halten die befragten Private Equity-Gesellschaften ihre Turnaround-Investitionen 4,4 Jahre. Damit ist der Zeithorizont bei Investitionen in Krisenunternehmen kürzer als bei Early Stage-Finanzierungen, jedoch etwas länger als bei gewöhnlichen Buyouts. In dieser Zeit üben die Turnaround-Investoren einen relativ starken Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen aus. Auf dem allgemein hohen Ein-

flussniveau wurden von den im Rahmen der Feldstudie befragten Turnaround-Investoren drei Massnahmen als besonders wichtig eingestuft:

1. Optimierung der Kapitalstruktur
2. Einrichtung bzw. Verbesserung von Kontroll- und Informationssystemen
3. Einführung von Anreizsystemen für das Managementteam

Damit stehen bei Turnaround-Investitionen, genauso wie in anderen Private Equity-Finanzierungsstufen, die Ausgestaltung der Corporate Governance und die finanzielle Strukturierung im Zentrum der aktiven Einflussnahme der Beteiligungsgesellschaften. Ohne diese Voraussetzungen wären alle weiteren Massnahmen zur Krisenbewältigung auf strategischer und operativer Ebene von vornherein zum Scheitern verurteilt.

Für die Bereitstellung der für die aktive Kontrolle und Betreuung benötigten Managementkapazität konnten fünf Grundmodelle identifiziert werden.

- Zusammenarbeit mit dem bestehenden Managementteam
- Einbringung externer Branchenexperten bzw. Turnaround-Manager
- Einsatz eigener Mitarbeiter
- Zusammenarbeit mit einer Unternehmens- / Turnaround-Beratung
- Einsatz von Interim Managern

Es konnten in bezug auf die Quellen der Managementkapazität jedoch keine signifikanten Unterschiede zwischen den besonders erfolgreichen und den weniger erfolgreichen Turnaround-Investoren ausgemacht werden. Dies deutet darauf hin, dass weniger die Frage *wie* die Managementkapazität zur Verfügung gestellt wird, sondern vielmehr die Tatsache, *dass* überhaupt ein schlüssiges Konzept zur Bereitstellung von Managementkapazität existiert, einen kritischen Erfolgsfaktor für Turnaround-Investoren darstellt.

3.8 Beendigung des Beteiligungsverhältnisses

Bereits aus der Begriffsdefinition wird deutlich, dass Private Equity-Investitionen von vornherein zeitlich begrenzt sind. Die Beendigung des Beteiligungsverhältnisses, auch *Exit* genannt, ist somit integraler Bestandteil des Turnaround-Investitionsprozesses. Die Wahl des richtigen Weges und Zeitpunktes für die Beendigung des Beteiligungsverhältnisses ist von hoher Bedeutung für die effektive Rendite einer Private Equity-Investition. Dabei ist zu beachten, dass die verschiedenen Exit-Möglichkeiten ganz spezifische Vor- und Nachteile aufweisen. Für eine optimale Entscheidung sind daher

detaillierte Kenntnisse der in Frage kommenden Alternativen notwendig, die bereits beim Erwerb eines Beteiligungsunternehmens, insbesondere jedoch bei der Deal-Strukturierung und Wahl der Finanzierungsinstrumente, zu berücksichtigen sind.

Grundsätzlich bestehen für Private Equity-Gesellschaften fünf verschiedene Möglichkeiten zur Beendigung des Beteiligungsverhältnisses:³³

- *Going Public*: Publikumsöffnung, Platzierung an der Börse
- *Trade Sale*: Verkauf an industriellen oder strategischen Investor
- *Secondary Sale*: Verkauf an anderen Finanzinvestor
- *Buy-back*: Rückkauf durch die Altgesellschafter oder das Management
- *Liquidation/Write-off*: Schliessung und Verkauf der Aktiva

Knapp die Hälfte aller realisierten Turnaround-Investitionen der befragten Private Equity-Gesellschaften wurden auf dem Weg des Trade Sales veräussert. Secondary Sales stehen mit 18% aller Exits an zweiter Stelle. Etwa jedes zehnte Krisenunternehmen musste geschlossen und liquidiert oder vollständig abgeschrieben werden. Entgegen der weit verbreiteten Einschätzung eines Börsengangs als „Traum-Exit“ für Private Equity-Gesellschaften, spielt diese Exit-Variante bei Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen mit einem Anteil von 11% aller Exits nur eine unbedeutende Rolle. Praktiker führen als Grund vor allem die Verkaufsrestriktionen in Form langer Lock-up Verpflichtungen an, die eine schnelle Veräusserung behindern. Dies führt bei Turnaround-Investitionen, deren Rendite vor allem vom Restrukturierungserfolg und weniger vom Gewinnpotential des wiedergenesenen Unternehmens abhängt, zu einer erheblichen Verwässerung der Rendite. Buy-backs stellen aufgrund der inhärenten Interessenkonflikte mit dem Management des Portfoliounternehmens einen eher unbeliebten Exit-Kanal dar, der insbesondere ins Auge gefasst wird, wenn sich ein Portfoliounternehmen nicht erwartungsgemäss entwickelt und andere Möglichkeiten zur Desinvestition ausscheiden.

³³ Vgl. GLADSTONE, Handbook, 1988, S.215ff.; EVCA (Hrsg.), Better Exits, 1997, S.8ff.; BADER, Anlagekategorie, 1996, S.137f.; Die gleiche Systematik mit einer etwas feineren Aufgliederung verwendet die EVCA, vgl. EVCA (Hrsg.), Yearbook, 2000, S.42ff.

By which exit routes did you realize your past turnaround investments?

Total Sample Size (N) = 376 Turnaround Investments

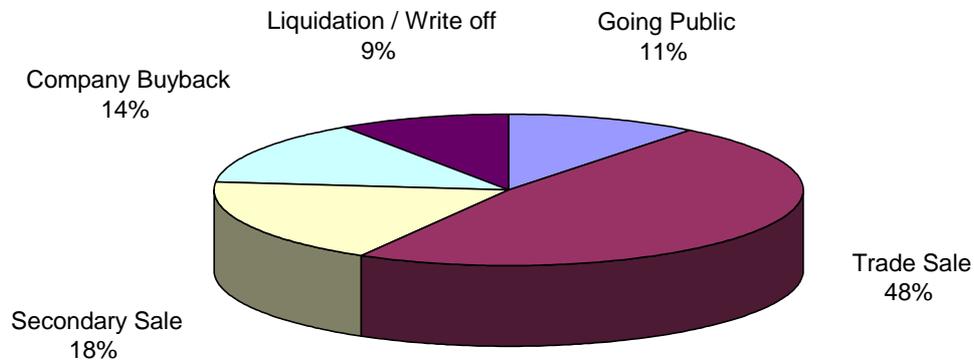


Abbildung 7: Exit-Kanäle von Turnaround-Investoren³⁴

Ähnlich wie die Beteiligungssuche bedarf auch die Beendigung des Beteiligungsverhältnisses einer aktiven Planung und Gestaltung. Diese beginnt bereits bei der Beteiligungsauswahl mit einer Analyse der potentiellen Exit-Varianten und der Identifikation möglicher Käufer. Bei der Deal-Strukturierung ist insbesondere auf eine exit-orientierte Ausgestaltung der Anreizsysteme zu achten. Darüber hinaus empfiehlt sich die Aufnahme von Buy-back Klauseln in den Kaufvertrag, um auch für den Fall einer ungünstigen Unternehmensentwicklung eine Exit-Möglichkeit zu sichern.

Wie bei der Beteiligungsauswahl handelt es sich bei der Beendigung der Beteiligung um eine Situation asymmetrischer Information, wobei der Informationsvorsprung diesmal auf der Seite der Beteiligungsgesellschaft liegt. Aus diesem Grund geht es in der Phase der Betreuung und Wertsteigerung zur Vorbereitung des Exits insbesondere um die Schaffung der notwendigen Transparenz. Durch eine übersichtliche Unternehmensstruktur und den Einsatz moderner Informationssysteme kann die Qualitätsunsicherheit eines Käufers in bezug auf das Portfoliunternehmen und damit der im Verkaufspreis implizit enthaltene Risikoabschlag reduziert werden. Die gleichen Überlegungen sind im Rahmen der Ausgestaltung des Verkaufsvertrags relevant. Durch Garantien und andere Kooperationsdesigns kann der Risikoabschlag des Käufers weiter reduziert und die Rendite des Turnaround-Investors erhöht werden.

³⁴ Quelle: eigene Erhebung.

4 Rendite und Risiko von Turnaround-Investitionen

Obwohl Turnaround-Investitionen – insbesondere im angelsächsischen Raum – einen signifikanten Teil aller Private Equity-Transaktionen ausmachen, werden sie im Rahmen der einschlägigen Private Equity-Performance-Statistiken nur in wenigen Ländern als eigenständige Kategorie ausgewiesen, sondern in der Regel mit Buyouts oder Later Stage Investments zusammengefasst. Um dennoch eine Vorstellung der effektiven Renditen zu bekommen, wurden die im Rahmen der empirischen Erhebung kontaktierten Private Equity-Gesellschaften nach der bei ihren vollständig realisierten Turnaround-Investitionen erzielten, durchschnittlichen *Bruttorendite* befragt.³⁵

Die Mehrheit der befragten Turnaround-Investoren erzielt Bruttorenditen von 40-60% p.a. Der Median der Stichprobe liegt bei 50% p.a., der Mittelwert beträgt aufgrund einiger besonders erfolgreicher Fonds 59,5% p.a. Keiner der untersuchten Fonds weist eine negative Bruttorendite aus. Dies deutet darauf hin, dass die Ergebnisse einem gewissen *survivorship bias* unterliegen.³⁶ Eine detailliertere Betrachtung zeigt, dass mittlere und kleine Fonds signifikant höhere Renditen haben als grosse Fonds. Turnaround-Investoren, die grundsätzlich kontrollierende Mehrheitsanteile an ihren Portfoliounternehmen erwerben, sind zudem deutlich erfolgreicher als Minderheitsinvestoren. Insgesamt erscheint die ermittelte Bruttorenditespanne von 40-60% p.a. auch aufgrund der vom Verfasser analysierten Fallstudien als plausibel. Sie entspricht darüber hinaus den Einschätzungen der europäischen Turnaround-Investoren, die im Rahmen der Feldstudie interviewt wurden, deren Angaben jedoch nicht in die empirische Studie eingeflossen sind.

Sowohl für die Private Equity-Gesellschaften als auch für institutionelle Investoren ist ein Renditevergleich mit anderen Private Equity-Finanzierungsstufen wichtig. Noch bis Mitte der 90er Jahre bestand in Theorie und Praxis eine hohe Unsicherheit über die

³⁵ Die Bruttorendite eines Private Equity-Fonds ist die Rendite vor Management- und Performance-Fee. Die Wahl der Bruttorendite erfolgte vor dem Hintergrund des Erkenntnisziels der Untersuchung. Im Vordergrund stand die Frage, wodurch sich die besonders erfolgreichen Turnaround-Investoren abheben, unabhängig davon wieviel die Kapitalgeber für deren Leistungen bezahlen müssen. Der Nachteil der Bruttobetrachtung liegt darin, dass für den Vergleich der Ergebnisse mit anderen Private Equity-Performance-Statistiken, in denen in der Regel Nettorenditen angegeben werden, eine Anpassung vorgenommen werden muss. Nach den Erkenntnissen des Verfassers verlangen auch Turnaround-Investoren die im Private Equity-Geschäft üblichen 2-3% Management- und 20-25% Performance-Fee von ihren Kapitalgebern.

³⁶ Als *survivorship bias* bezeichnet man Verzerrungen bei der langfristigen Performancemessung, die dadurch entstehen, dass nur die „guten“ Fonds eine lange Betrachtungsperiode überleben. Die auf diese Weise selektierten Fonds weisen eine im Vergleich zur Gesamtmenge überdurchschnittlich hohe Rendite aus. Simulationen zur Grösse dieses Effektes liefern u.a. BROWN et al., *Survivorship*, 1992, S.553-580.

effektiv erzielten Renditen im Private Equity-Geschäft, was sich in zahlreichen Renditestudien mit teilweise sehr unterschiedlichen Ergebnissen geäußert hat. In der Zwischenzeit hat sich mit dem Private Equity Performance Index (PEPI) von Venture Economics ein breit abgestützter Benchmark-Index durchgesetzt.³⁷ Tabelle 4 zeigt die Nettoerrenditen, die sich anhand des PEPI für die verschiedenen Private Equity-Finanzierungsstufen ergeben.

Fund Type	1 Year	3 Years	5 Years	10 Years	20 Years
Early Seed VC	247.9	75.6	63.2	31.5	22.7
Balanced VC	122.0	46.8	39.8	21.9	16.9
Later Stage VC	70.2	33.8	36.4	26.5	18.7
All Venture	146.2	53.8	46.4	25.2	18.8
All Buyouts	25.9	19.0	18.6	16.6	20.0
Mezzanine	8.0	8.9	10.0	11.0	11.4
All Private Equity	61.1	31.4	28.5	20.3	19.3

Tabelle 4: Nettoerrenditen von Private Equity-Fonds, Stand: 31.12.1999³⁸

Getrieben durch die haussierenden Aktienmärkte und die rege IPO Tätigkeit der Venture Capital-Gesellschaften sind die jüngsten Renditen der Venture-Fonds, insbesondere Early / Seed Venture Capital, massiv gegenüber ihren längerfristigen Durchschnittswerten angestiegen. Buyout- und Mezzanine-Fonds verharren demgegenüber auf relativ konstantem Niveau deutlich unter dem Durchschnitt für Venture-Fonds. Insgesamt ergibt sich für Private Equity als Anlagekategorie für das Jahr 1999 eine Durchschnittsrendite von 61.1%. Diese liegt weit über den mittel- und langfristigen Durchschnittswerten von um 30% für die letzten drei bis fünf Jahre und etwa 20% für die letzten zehn bis zwanzig Jahre. Legt man die mittel- und langfristigen Durchschnittswerte zugrunde, zeigt sich, dass die für Turnaround-Investoren ermittelten Renditen – auch unter der Berücksichtigung, dass es sich um Bruttoerrenditen handelt – höher liegen als diejenigen späterer Private Equity-Finanzierungsstufen (Buyout und Mezzanine), jedoch nicht das hohe Renditeniveau von Early Stage-Finanzierungen der letzten fünf Jahre erreichen.

³⁷ Der Private Equity Performance Index (PEPI) wird vierteljährlich von Venture Economics berechnet und basiert auf den Performance Angaben von über 1'200 amerikanischen und über 425 europäischen Private Equity-Gesellschaften (Stand: Januar 2000). Für die Renditekalkulation werden aufgrund der Zuverlässigkeit der Daten nur Fonds berücksichtigt, die älter als vier Jahre (Venture) bzw. zwei Jahre (Buyout) sind. Alle Renditeangaben sind Nettowerte, d.h. nach Management und Performance Fee.

³⁸ Quelle: Venture Economics, www.ventureeconomics.com, Stand: 1.6.2000.

Etwas schwieriger als die Renditemessung ist die quantitative Risikomessung von Private Equity-Anlagen. Aufgrund fehlender Marktpreise sind weder die Standardabweichung noch der Beta-Koeffizient als Risikomass für Private Equity-Fonds geeignet. Vor der unkritischen Verwendung dieser Methoden im Private Equity-Kontext muss gewarnt werden. In der Praxis werden häufig die *Renditeforderungen* sowie das Verhältnis von „Gewinnern“ und „Verlierern“ im Portfolio („*Win-Loss-Ratio*“) als Anhaltspunkte für eine Risikoevaluation verwendet.

Im Sinne der Investitionsrechnung handelt es sich bei den Renditeforderungen um eine Mindestverzinsung des zu investierenden Kapitals, in der das Verlustpotential bzw. das Risiko einer Investition berücksichtigt ist. Die Renditeforderung kann auch als „*Hurdle Rate*“ oder Diskontierungssatz verstanden werden. Tabelle 5 zeigt die Einschätzungen zweier Studien zu den Renditeforderungen von Private Equity-Gesellschaften. GLADSTONE und FENN / LIANG / PROWSE orientieren sich dabei an leicht unterschiedlichen Finanzierungsstufen.

Gladstone (1988)		Fenn/Liang/Prowse (1997)	
Seed- / Startup	>50%	Early Stage Venture	35-70%
Early-Stage	40-60%		
Expansion-Stage	30-40%	Later Stage Venture	25-50%
Later-Stage	20-30%		
Buyouts	30-50%	Middle Market Firms	15-25%
Turnarounds	>50%	Firms in Distress	30-35%

Tabelle 5: Renditeforderungen von Private Equity-Gesellschaften³⁹

Für Turnaround-Investitionen nennt GLADSTONE Renditeforderungen von über 50%, die denen für Seed- und Startup-Finanzierungen entsprechen. FENN / LIANG / PROWSE geben hingegen deutlich niedrigere Sätze von 30-35% an. Die Resultate der im Rahmen der Feldstudie des Verfassers durchgeführten empirischen Untersuchung bestätigen die Ergebnisse von FENN / LIANG / PROWSE. Über ein Viertel der befragten Private Equity-Gesellschaften fordern für Turnaround-Investitionen eine Mindestrendite von 40%. Der Mittelwert der Renditeforderungen liegt bei 36,1%, wobei eine Kategorisierung der Private Equity-Gesellschaften nach Grösse, Gründungsjahr etc. keine signifikanten Unterschiede zeigt.

³⁹ Vgl. GLADSTONE, Handbook, 1988, S.114; FENN / LIANG / PROWSE, Private Equity, 1997, S.28-33.

Anhand der Investment Multiples der realisierten Turnaround-Investitionen wurde im Rahmen der empirischen Untersuchung auch die Verteilung von „Gewinnern“ und „Verlierern“ in den Portfolios der Turnaround-Investoren untersucht. Abbildung 8 zeigt die Verteilung der realisierten Einzelrenditen von insgesamt 317 Turnaround-Investitionen. Interessanterweise ist das Verhältnis von „Totalverlusten“ (*total loss*) zu „mittelmässigen Investments“ (*partial loss, 1-5 times investment*) zu „Volltreffern“ (*>5 times investment*) deutlich besser als die im Venture Capital-Geschäft bekannte Faustregel von 2 – 6 – 2.⁴⁰

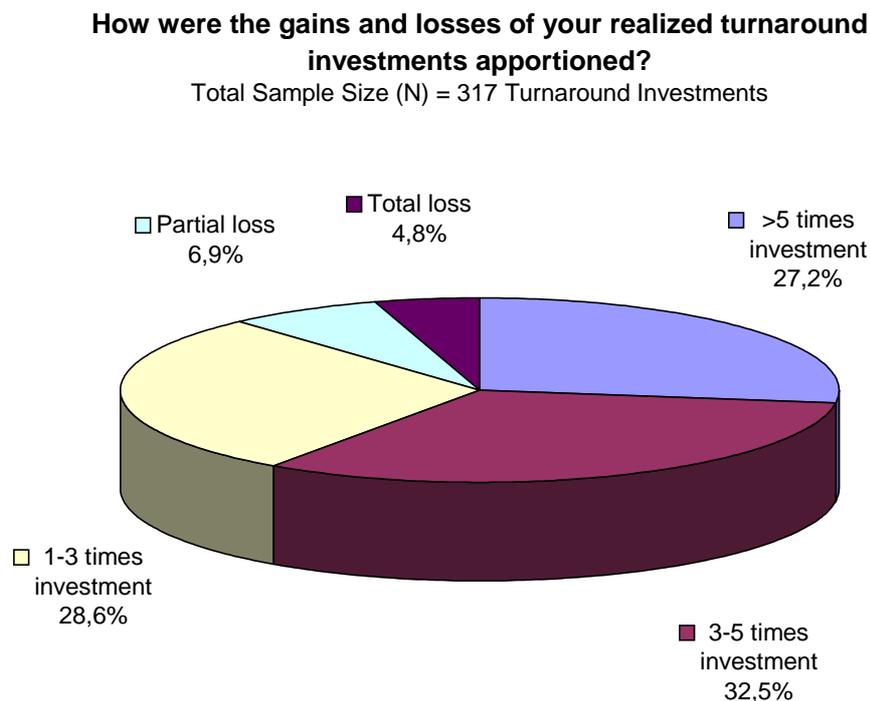


Abbildung 8: Verteilung der Einzelrenditen von Turnaround-Investoren⁴¹

Sowohl die Renditeforderungen der befragten Turnaround-Investoren als auch die Verteilung der in den einzelnen Transaktionen erzielten Investment Multiples deuten darauf hin, dass Turnaround-Investitionen weniger riskant sind als gemeinhin angenommen wird. Aus der Gesamtbetrachtung der empirischen Ergebnisse wird somit deutlich, dass Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen ein im Vergleich zu anderen Private Equity-Finanzierungsstufen sehr attraktives Risiko-Rendite-Profil aufweisen. Von zahlreichen Turnaround-Investoren wird darüber hinaus das gute Diversifikationspotential betont, da Risiko und Rendite von Engagements in

⁴⁰ Vgl. BYGRAVE / TIMMONS, Crossroads, 1992, S.168.

⁴¹ Quelle: eigene Erhebung.

Krisenunternehmen wesentlich stärker von unternehmensspezifischen Faktoren als von den Entwicklungen der Kapitalmärkte abhängen.⁴² Turnaround-Investitionen stellen somit besonders in turbulenten Zeiten auf den internationalen Finanzmärkten eine attraktive Anlagekategorie dar.

5 Zusammenfassung der Erfolgsfaktoren und Ausblick

Im Rahmen der Analyse des Turnaround-Investitionsprozesses konnten verschiedene Faktoren identifiziert werden, die für erfolgreiches Management von Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen von kritischer Bedeutung sind. Diese Erfolgsfaktoren dienen zum einen als *Handlungs- und Gestaltungsempfehlungen* für Private Equity-Gesellschaften. Zum anderen können institutionelle Investoren sie als *Selektionskriterien* bei der Auswahl der erfolgversprechendsten Turnaround-Fonds einsetzen. Die wichtigsten Faktoren sind:

- *Verfügbarkeit ausreichender personeller und finanzieller Ressourcen*
- *Existenz einer ressourcenadäquaten Investitionsstrategie*
- *Zugang zu einer grossen Zahl attraktiver Investitionsmöglichkeiten*
- *Effizientes Selektionsverfahren bei der Beteiligungsauswahl*
- *Vollständige Identifikation der Krisenursachen im Rahmen der Due Diligence*
- *Aushandlung eines attraktiven Akquisitionspreises*
- *Sicherung der Kontrolle im Rahmen der Deal-Strukturierung*
- *Aktive Managementunterstützung und intensive Betreuung*
- *Systematische Vorbereitung des Exits zur Optimierung des Verkaufspreises*

Bei der Analyse des Investitionsprozesses ist darüber hinaus deutlich geworden, dass vor allem bei der Identifikation und Auswahl geeigneter Krisenunternehmen, bei der Gewinnung der notwendigen Managementkapazität und bei der Identifikation potentieller strategischer Käufer das *Beziehungsnetzwerk* einer Private Equity-Gesellschaft von hoher Bedeutung ist. Über ein Viertel aller Turnaround-Investitionen werden durch das persönliche Beziehungsnetzwerk der Professionals einer Private Equity-Gesellschaft generiert und auch für den Zugang zu den übrigen Transaktionsquellen spielen persönliche Kontakte eine grosse Rolle. Bei der Gewinnung der notwendigen Managementkapazität ist das Beziehungsnetz von Bedeutung für die Zusammenstel-

⁴² Vgl. u.a. TAKAHASHI, Institutional Investor, 1991, S.73.

lung geeigneter Buyin Teams bzw. bei der Rekrutierung externer Turnaround-Spezialisten, die mit der operativen Geschäftsführung der Portfoliounternehmen betraut werden können. Bei der Beendigung der Beteiligungsverhältnisse wurde gezeigt, dass die überwiegende Zahl aller Turnaround-Investitionen im Rahmen von Trade Sales veräußert werden. Im Vergleich zu anderen Exit-Varianten, wie z.B. Börsengängen oder Buy-backs, sind bei der Identifikation geeigneter strategischer Käufer Branchenkenntnisse und -kontakte besonders wichtig.

Deal-flow-Netzwerk, Management-Netzwerk und Exit-Netzwerk einer Private Equity-Gesellschaft hängen in hohem Masse vom Erfahrungshintergrund der Professionals ab. Das Beziehungsnetz kann aber auch aktiv aufgebaut und erweitert werden. Geeignete Massnahmen sind beispielsweise die Institutionalisierung eines festen Beirats mit geeigneten Persönlichkeiten aus Wirtschaft und Politik. Darüber hinaus sind langfristige Partnerschaften mit anderen Marktteilnehmern im Private Equity-Geschäft zu nennen. Hierzu gehören insbesondere institutionelle Investoren, Investmentbanken und Unternehmensberatungen. Auch das Management der Portfoliogesellschaften kann eine Private Equity-Gesellschaft im Investitionsprozess mit seinem Wissen und Beziehungsnetz unterstützen. Abbildung 9 zeigt die Wirkungsweise des Turnaround-Investitionsprozesses unter Einbeziehung wesentlicher Erfolgsfaktoren nochmals in einer Übersicht.

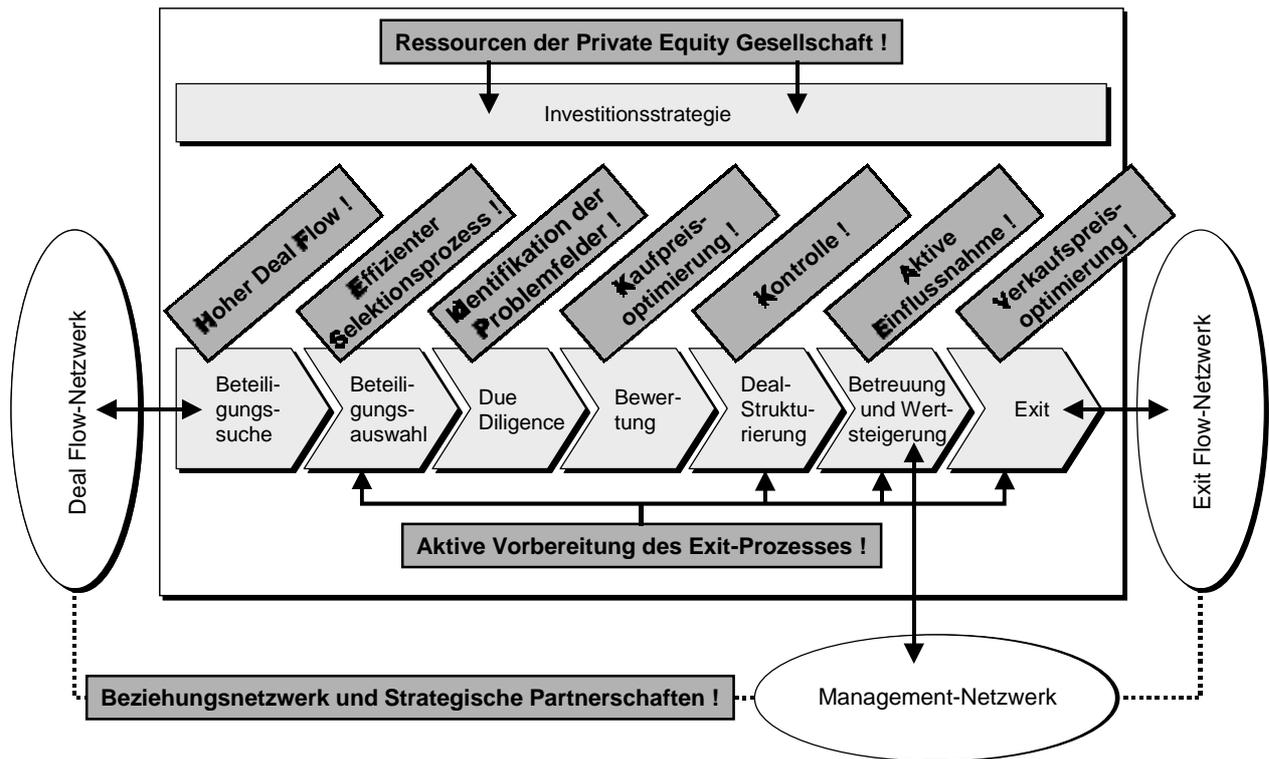


Abbildung 9: Erfolgreiches Management von Turnaround-Investitionen⁴³

Viele Faktoren sprechen dafür, dass Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen in Europa eine steigende Bedeutung erlangen werden. Erstens ist mit einem zunehmenden Druck auf die Renditen von Private Equity-Gesellschaften zu rechnen, da das Umfeld im Private Equity-Markt kompetitiver wird. Steigende Preise für Unternehmensbeteiligungen führen zu einer Verschiebung der Bedeutung der Wertsteigerungshebel im Private Equity-Geschäft und zwingen die europäischen Beteiligungsgesellschaften, nicht nur auf finanzieller Ebene kreativ zu sein, sondern durch aktive Managementunterstützung sämtliche Wertsteigerungspotentiale ihrer Portfoliounternehmen auszuschöpfen. Insbesondere Krisenunternehmen bieten grossen Spielraum, um durch die Ausgestaltung geeigneter Kontroll- und Anreizsysteme sowie die Bereitstellung von Know-how und Kontakten beachtliche Verbesserungen des operativen Ergebnisses zu erzielen.

Zweitens ist in Europa mit einer zunehmenden Zahl an Investitionsmöglichkeiten in Krisenunternehmen zu rechnen. WILBUR L. ROSS, Spezialist für Distressed Securities Investments vom WLR Recovery Fund (ehemals Rothschild Recovery Fund) führt dies insbesondere auf die steigende Bedeutung von Leveraged Buyout-Transaktionen und das Emissionsvolumen am europäischen High Yield Bond-Markt zurück:⁴⁴

⁴³ Quelle: eigene Darstellung.

⁴⁴ Vgl. ROSS, Outlook, 1999, S.3ff.

“You must remember, we do not manufacture our own product, but rely on other to create it in the form of corporate mistakes. Two of our most reliable factories are high yield bond issuance and LBO completions. Each will have a certain error rate that will lead to defaults.”⁴⁵

Weitere Investitionsmöglichkeiten werden in Europa aus der Nachfolgeproblematik vieler mittelständischer Unternehmen, aus der anhaltenden Konzentration grosser Unternehmen auf ihre Kernkompetenzen und aus der Privatisierung von Staatsbetrieben erwartet. Darüber hinaus intensiviert das engere Zusammenwachsen des europäischen Wirtschaftsraumes in vielen Branchen den Wettbewerb. Sowohl mittelständische als auch grosse Unternehmen, die diesen Strukturwandel verpassen, werden aufgrund der neuen Konkurrenz in Bedrängnis kommen. Noch interessanter stellt sich die Situation in den osteuropäischen Ländern dar, in denen viele Turnaround-Investoren ein besonders grosses Marktpotential sehen.⁴⁶

Drittens konnte gezeigt werden, dass Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen eine äusserst attraktive Risiko-Rendite-Struktur besitzen. Dies gilt allerdings nur für Private Equity-Gesellschaften, die die notwendige Managementkompetenz und Turnaround-Erfahrung mitbringen.

Wie aus dem Leitsatz der Questor Management Company – mit über \$1 Mrd. unter Management einer der grössten auf Turnarounds spezialisierten amerikanischen Private Equity-Gesellschaften – deutlich wird, ist der Erfolg von Turnaround-Investitionen jedoch nicht nur eine Frage der Kompetenz, sondern auch eine Frage der Bereitschaft, unternehmerische Risiken einzugehen.

“Capital alone does not ensure a successful turnaround or special situation investment. The vision to see the opportunities, and the willingness to take on and manage the special risks, make the critical difference. These are the fundamentals of any successful investment, but particularly a turnaround investment.”⁴⁷

Bisher gibt es jedoch erst wenige europäische Private Equity-Gesellschaften, die sich auf Turnaround-Investitionen konzentrieren. Dies mag darauf zurückzuführen sein, dass das Private Equity-Geschäft in Europa noch jung ist und vielen Marktteilnehmern die notwendige Erfahrung für schwierige Transaktionen fehlt. Zur Zeit sieht es so aus, als ob allein die angelsächsischen Private Equity-Gesellschaften den Strukturwandel in Europa als Chance begreifen und die notwendigen Erfolgsvoraussetzungen für Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen mitbringen. Die meisten grossen

⁴⁵ ROSS, Outlook, 1999, S.4f.

⁴⁶ Für eine Analyse von Private Equity-Finanzierungen in Osteuropa vgl. AYLWARD, Trends, 1998.

amerikanischen Turnaround-Investoren engagieren sich mittlerweile mit einem Teil ihres Portfolios aktiv in Europa, und viele haben bereits europäische Büros eröffnet.

Es bestehen in Europa jedoch auch beachtliche Hindernisse für Turnaround-Investitionen nach dem amerikanischen Modell. Dies wurde in jüngster Zeit beispielsweise im Zusammenhang mit der Krise von Philipp Holzmann in Deutschland sowie der Diskussion um die Übernahme der Rover Group durch Alchemy Partners in England deutlich. In beiden Fällen führte ein befürchteter Stellenabbau zu einem grossen Medieninteresse, zu massiven Protesten der Gewerkschaften und nicht zuletzt zu einer Einmischung der jeweiligen Regierung. JAY ALIX, Gründer der gleichnamigen amerikanischen Turnaround-Beratungsgesellschaft und der Questor Management Company bringt die Problematik klar zur Sprache:

„It's a very different restructuring model. It's much slower. People have to be very patient. The labor and employment issues become paramount. The corporation is seen as a caretaker of the community. Employees are reluctant to transfer to other cities. It creates less flexibility for downsizing or relocating workers to enhance shareholder value. Eventually, I think the European market will come to resemble the American model. But it will not come without social and political change.“⁴⁸

Es ist für Turnaround-Investoren eine grosse Herausforderung, die genannten Hindernisse zu überwinden. Es ist aber auch eine politische und gesellschaftliche Herausforderung für Europa, Unternehmenskrisen und Restrukturierungen als Chance zu begreifen. Schnelle und effiziente Anpassungsprozesse sind für eine Volkswirtschaft von hoher Bedeutung und tragen zur Sicherung der nachhaltigen Wettbewerbsfähigkeit eines Wirtschaftsraumes bei, auch wenn sie auf kurze Sicht mit unangenehmen Massnahmen wie Standortschliessungen oder Stellenabbau verbunden sein sollten. Sofern die kulturellen und politischen Barrieren überwunden werden, können Private Equity-Gesellschaften mit Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen eine wichtige Funktion als Katalysator für den Strukturwandel der europäischen Wirtschaft einnehmen und dabei hohe Wertsteigerungen erzielen.

⁴⁷ QUESTOR MANAGEMENT COMPANY, in: www.questorfund.com, Stand: 1. Juli 2000.

⁴⁸ JAY ALIX, zit. in PACELLE, Europe, 1998, S.A4.

Literaturverzeichnis

AYLWARD, A. [Trends, 1998]:

Trends in Venture Capital Finance in Developing Countries, Washington: International Finance Corporation, in: www.ifc.org, Stand: 1.7.2000 (IFC Discussion Paper No.36)

BADER, H. [Anlagekategorie, 1996]:

Private Equity als Anlagekategorie: Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren, Bern: Haupt, 1996 (zugl. Diss. Universität St.Gallen Nr.1187)

BERENS, W. / BRAUNER, H.U. (HRSG.) [Due Diligence, 1998]:

Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1998

BERENS, W. / SCHMITTING, W. / STRAUCH, J. [Due Diligence, 1998]:

Due Diligence im Rahmen des Unternehmenskaufs, in: Berens, W. / Brauner, H.U. (Hrsg.): *Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen*, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1998, S.67-107

BOHNENKAMP, G. [Beteiligungsgesellschaften, 1999]:

Zur Rolle der Beteiligungsgesellschaften bei der Entwicklung mittelständischer Unternehmen, Diss. Universität St.Gallen Nr.2190, 1999

BOKSER, D. (HRSG.) [Pratt's Guide, 1998]:

Pratt's Guide to Venture Capital Sources, 1998 Edition, New York: Securities Data Publishing, 1998

BOWMAN, T.A. (HRSG.) [Opportunities, 1991]:

Analyzing Investment Opportunities in Distressed and Bankrupt Companies, Chicago: AIMR, 1991 (The Institute of Chartered Financial Analysts Continuing Education Series)

BROWN, S. ET AL. [Survivorship, 1992]:

Survivorship Bias in Performance Studies, in: *Review of Financial Studies* 5 (1992), S.553-580

BVK (HRSG.) [Jahrbuch, 1999]:

Jahrbuch 1999, Berlin, o. Verlag

BYGRAVE, W. / TIMMONS, J.A. [Crossroads, 1992]:

Venture Capital at the Crossroads, Boston: Harvard Business School Press, 1992

CASTLE PRIVATE EQUITY AG (HRSG.) [Geschäftsbericht, 1999]:

Geschäftsbericht 1999, Vaduz: o.Verlag

COLE, J.E. / SOKOL, A.L. [Structuring, 1998]:

Structuring Venture Capital Investments, in: Bokser, D. (Hrsg.): *Pratt's Guide to Venture Capital Sources, 1998 Edition*, New York: Securities Data Publishing, 1998, S.31-39

DINAPOLI, D. (HRSG.) [Workouts II, 1999]:

Workouts & Turnarounds II: Global Restructuring Strategies for the Next Century, New York: Wiley, 1999

- DINAPOLI, D. / SIGOLOFF, S.C. / CUSHMAN, R.F. (HRSG.)** [Workouts, 1991]:
Workouts and Turnarounds: The Handbook of Restructuring and Investing in Distressed Companies, Homewood: Business One Irwin, 1991
- EVCA (HRSG.)** [Better Exits, 1997]:
Better Exits, Zaventem: o. Verlag, 1997
- EVCA (HRSG.)** [Yearbook, 2000]:
EVCA Yearbook 2000, Zaventem: o. Verlag, 2000
- FENN, G. / LIANG, N. / PROWSE, S.** [Private Equity, 1997]:
The Private Equity Market: An Overview, in: *Financial Markets, Institutions and Instruments* 6 (1997), Nr.4, S.1-105
- GLADSTONE, D.** [Handbook, 1988]:
Venture Capital Handbook, Prentice Hall: Englewood Cliff, 1988
- GOGEL, D.J.** [Allure, 1997]:
The Allure of Private Equity, Vortrag vor der New York Financial Writers Association, 3.12.1997, in: www.cdr-inc.com/speeches/pequity.html, Stand 13.12.1999
- GOMPERS, P. / LERNER, J.** [Cycle, 1999]:
The Venture Capital Cycle, Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 1999
- HOWALDT, S.D.** [Sanierungsakquisitionen, 1994]:
Sanierungsakquisitionen bei Klein- und Mittelunternehmen (KMU), Diss. Universität St.Gallen Nr.1517, 1994
- KESTER, W.C. / LUEHRMAN, T.A.** [Leveraged Buyout, 1995]:
Rehabilitating the Leveraged Buyout, in: *Harvard Business Review* 73 (1995), May-June, S.119-130
- KRAFT** [Private Equity, in Vorbereitung]:
Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen, Diss. Universität St.Gallen, in Vorbereitung
- LERNER, J. / WILLINGE, J.** [Valuation, 1996]:
A Note on Valuation in Private Equity Settings, Harvard Business School Working Paper No. 9-297-050, 1996
- LEVINE, S. (HRSG.)** [Manual, 1989]:
The Acquisitions Manual, New York: New York Institute of Finance, 1989
- MACMILLAN, I.C. / SIEGEL, R. / SUBBANARASHIMA, P.N.** [Criteria, 1985]:
Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals, in: *Journal of Business Venturing* 1 (1985), S.119-128
- MUELLER, J.M.** [Turnaround Investing, 1999]:
Turnaround Investing in One Easy Lesson, in: *The Secured Lender* 55 (1999), Nr.2, S.38-46

MÜNSTERMANN, H. [Wert, 1970]:

Wert und Bewertung der Unternehmung, 3.Aufl., Wiesbaden: Gabler, 1970

O.V. [Alchemy-Gruppe, 2000]:

Die Alchemy-Gruppe greift BMW an, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr.118 vom 22.5.2000, S.17

PACELLE, M. [Europe, 1998]:

U.S. Buyout Firms Search for Deals in Europe, in: The Wall Street Journal – Eastern Edition, vom 30.12.1998, S.A4

PÜMPIN, C. [Dynamik Prinzip, 1992]:

Das Dynamik Prinzip: Zukunftsorientierungen für Unternehmer und Manager, Düsseldorf: Econ, 1992

PÜMPIN, C. / PRANGE, J. [Unternehmensentwicklung, 1991]:

Management der Unternehmensentwicklung, Frankfurt a.M., New York: Campus, 1991

QUINTERO, R.G. [Turnaround Candidate, 1989]:

Acquiring the Turnaround Candidate, in: Levine, S. (Hrsg.): *The Acquisitions Manual*, New York: New York Institute of Finance, 1989, S.379-441

ROSS, W.L. [Outlook, 1999]:

The Outlook for Distressed Security Investment in Europe, Vortrag an der European Private Equity Investor Conference, 23. Juni 1999

RUECKEL, W.L. [Turnaround Investing, 1999]:

Turnaround Investing: Buyout Funds Increasingly Attracted to Distressed Companies, in: *Journal of Corporate Renewal*, February 1999, o.S., in: www.turnaround.org/_private/thejournalofcorporaterenewal/journal/feb99/feb99-2.htm, Stand: 1.7.2000

SPIELBERGER, K. [Krisenunternehmen, 1996]:

Der Kauf von Krisenunternehmen unter bewertungs- und übernahmetechnischen Gesichtspunkten mit Bezug auf deutsches und österreichisches Recht, Diss. Universität St.Gallen Nr.1833, 1996

TAKAHASHI, J. [Investor, 1991]:

The Institutional Investor Perspective, in: Bowman, T.A. (Hrsg.): *Analyzing Investment Opportunities in Distressed and Bankrupt Companies*, Chicago: AIMR, 1991, S.71-77 (The Institute of Chartered Financial Analysts Continuing Education Series)

TYEBJEE, T.T. / BRUNO, A.V. [Investment Activity, 1984]:

A Model of Venture Capital Investment Activity, in: *Management Science* 30 (1984), S.1051-1066

WRIGHT, M. / ROBBIE, K. [Private Equity, 1998]:

Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis, in: *Journal of Business Finance and Accounting* 25 (1998), S.521-570

ZEMKE, I. [Erfolgsfaktoren, 1998]:

Strategische Erfolgsfaktoren von Venture Capital- beziehungsweise Private-Equity-Gesellschaften, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 51 (1998), S.212-215