

Herausgeberrat

Prof. Dr. Thomas Bieger, Universität St. Gallen

Prof. Dr. Rolf Caspers †, European Business School, Oestrich-Winkel

Prof. Dr. Guido Eilenberger, Universität Rostock

Prof. Dr. Dr. Werner Gocht †, RWTH Aachen

Prof. Dr. Karl-Werner Hansmann, Universität Hamburg

Prof. Dr. Alfred Kötzle, Europa-Universität Viadrina, Frankfurt/Oder

Prof. Dr. Kurt Reding, Universität Kassel

Prof. Dr. Dr. Karl-Ulrich Rudolph, Universität Witten-Herdecke

Prof. Dr. Klaus Spremann, Universität St. Gallen

Prof. Dr. Dodo zu Knyphausen-Aufseß,

Otto-Friedrich-Universität Bamberg

Prof. Dr. Burkhard Schwenker, Roland Berger Strategy Consultants

Weitere Publikationen des Academic Network

- T. Bieger · N. Bickhoff · R. Caspers
D. zu Knyphausen-Aufseß · K. Reding
(Hrsg.)
Zukünftige Geschäftsmodelle
XII, 279 Seiten. 2002.
ISBN 978-3-540-42744-5
- N. Bickhoff · C. Böhmer · G. Eilenberger
K.-W. Hansmann · M. Niggemann
C. Ringle · K. Spremann · G. Tjaden
Mit Virtuellen Unternehmen zum Erfolg
VI, 125 Seiten. 2003.
ISBN 978-3-540-44246-2
- G. Corbae · J. B. Jensen · D. Schneider
Marketing 2.0
VI, 151 pages. 2003.
ISBN 978-3-540-00285-7
- R. Caspers · N. Bickhoff · T. Bieger (Hrsg.)
Interorganisatorische Wissensnetzwerke
XI, 353 Seiten. 2004.
ISBN 978-3-540-20182-3
- L. Schuster · A. W. Widmer (Hrsg.)
Wege aus der Banken- und Börsenkrise
X, 527 Seiten. 2004.
ISBN 978-3-540-21106-8
- N. Bickhoff · M. Blatz · G. Eilenberger
S. Haghani · K.-J. Kraus (Hrsg.)
Die Unternehmenskrise als Chance
X, 440 Seiten. 2004.
ISBN 978-3-540-21433-5
- K. Spremann (Hrsg.)
Versicherungen im Umbruch
IX, 543 Seiten. 2005.
ISBN 978-3-540-22063-3
- B. Schwenker · S. Bötzel
Auf Wachstumskurs
V, 147 Seiten. 2006.
ISBN 978-3-540-26755-3
- M. Blatz · K.-J. Kraus · S. Haghani (Hrsg.)
Gestärkt aus der Krise
XII, 177 Seiten. 2006.
ISBN 978-3-540-29416-0
- S. Dutta · A. De Meyer · A. Jain
G. Richter (Eds.)
**The Information Society
in an Enlarged Europe**
X, 290 pages. 2006.
ISBN 978-3-540-26221-3
- M. Blatz · K.-J. Kraus · S. Haghani (Eds.)
Corporate Restructuring
XII, 180 pages. 2006.
ISBN 978-3-540-33074-5
- G. Kasperk · M. Woywode · R. Kalmbach
Erfolgreich in China
VIII, 166 Seiten. 2006.
ISBN 978-3-540-29839-7
- B. Schwenker · S. Bötzel
Making Growth Work
VI, 138 pages. 2007.
ISBN 978-3-540-46486-0
- B. Stauss · K. Engelmann · A. Kremer
A. Luhn (Eds.)
Services Science
VI, 172 pages. 2008.
ISBN 978-3-540-74487-0
- B. Schwenker · K. Spremann
**Unternehmerisches Denken
zwischen Strategie und Finanzen**
XII, 343 Seiten. 2008.
ISBN 978-3-540-75950-8
- G. Eilenberger · S. Haghani · A. Kötzle
K. Reding · K. Spremann (Hrsg.)
Finanzstrategisch denken!
VIII, 129 Seiten. 2008.
ISBN 978-3-540-76433-5

Guido Eilenberger · Sascha Haghani
Herausgeber

Unternehmens- finanzierung zwischen Strategie und Rendite

 Springer

academic**network**

Prof. Dr. Guido Eilenberger
Universität Rostock
Institut für Betriebswirtschaftslehre
Ulmenstraße 69
18051 Rostock
guido-eilenberger@t-online.de

Dr. Sascha Haghani
Partner, Roland Berger Strategy Consultants
Karl-Arnold-Platz 1
40474 Düsseldorf
sascha_haghani@de.rolandberger.com

ISBN 978-3-540-70761-5

e-ISBN 978-3-540-70764-6

DOI 10.1007/978-3-540-70764-6

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

© 2008 Springer-Verlag Berlin Heidelberg

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funk- und Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes.

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

Herstellung: le-tex publishing services oHG, Leipzig

Einbandgestaltung: WMXDesign GmbH, Heidelberg

Gedruckt auf säurefreiem Papier

9 8 7 6 5 4 3 2 1

springer.com

Inhalt

1	Einführung.....	1
1.1	Integration der Finanzmärkte – Die Barrieren fallen	3
1.2	Neustrukturierung der Finanzmärkte – Private Märkte und neue Finanzprodukte entstehen	5
1.3	Finanzinvestoren neuen Typs bestimmen die Strategie – Wachstum und Krisenbewältigung	6
1.4	Aufbau des Buches.....	7
2	Eigenkapitalinvestoren – Wie stark sie die Unternehmensstrategie beeinflussen	9
2.1	Einleitung und Übersicht	9
2.2	Strategische Einflussnahme von Eigenkapitalgebern	13
2.2.1	Investmentfonds.....	14
2.2.2	Private-Equity-Gesellschaften	26
2.3	Going Private – Der Weg von der Börse	34
2.3.1	Einleitung und Übersicht	34
2.3.2	Der Begriff Going Private	34
2.3.3	Gründe für Going Private	35
2.3.4	Ziele	37
2.3.5	Techniken zur Umsetzung von Going Private	40
2.4	Implikationen für ein Unternehmen	43
2.5	Resümee	44
3	Fremdkapital – Wie sich der Konflikt zwischen Unternehmen und Gläubigern lösen lässt	47
3.1	Einleitung und Übersicht	47
3.2	Instrumente der Fremdkapitalfinanzierung – Ein Überblick	49
3.2.1	Individualfinanzierung.....	49
3.2.2	Emissionsfinanzierung.....	58

3.3	Financial Covenants – Typische Bestandteile von Kreditverträgen	64
3.3.1	Definition von Covenants	64
3.3.2	Zweck und Arten von Covenants	64
3.3.3	Ermittlung und Überwachung von Covenants	67
3.3.4	Verstoß gegen Covenants – Breach of Covenants	69
3.3.5	Risiken beim Einsatz von Covenants	71
3.3.6	Ergebnisse der Financial-Covenants-Studie von Roland Berger Strategy Consultants	72
3.4	Finanzstrategische Implikationen der Fremdfinanzierung	79
3.5	Resümee	81
4	Mezzanine – Wie hybrides Kapital die Eigenkapitalbasis stärken kann	83
4.1	Einleitung und Übersicht	83
4.2	Der Begriff Mezzanine-Kapital	85
4.3	Mezzanine Finanzierungsinstrumente – Ein Überblick	89
4.3.1	Stille Gesellschaften	90
4.3.2	Wandel- und Optionsanleihen	95
4.3.3	Nachrangdarlehen	98
4.3.4	Genussscheine	101
4.4	Strategische Implikationen für die Unternehmensfinanzierung	104
4.5	Resümee	107
5	Management Buyouts – Wie aus Managern Unternehmer werden	109
5.1	Einleitung und Übersicht	109
5.2	Grundlagen von Buyouts	110
5.3	Motive für Buyouts	113
5.4	Planung und Umsetzung von Buyouts	116
5.5	Finanzierung von Buyouts	119
5.6	Der Interessenkonflikt im Buyout	122
5.7	Implikationen für ein Unternehmen	123
5.8	Resümee	126
6	Sonderfall – Wie strategische Corporate Finance in der Restrukturierung wirkt	129
6.1	Einleitung und Übersicht	129
6.2	Anzeichen für eine Unternehmenskrise	130

6.3	Finanzierung in der Restrukturierung	132
6.3.1	Zuführung von Fremdkapital durch Gläubiger und Dritte	133
6.3.2	Zuführung von Eigenkapital durch Gläubiger und Dritte	140
6.3.3	Zuführung von Mezzanine-Kapital durch Gläubiger und Dritte	142
6.4	Implikationen für ein Unternehmen	144
6.5	Resümee	146
7	Fazit	149
	Autoren	153
	Literaturverzeichnis	155
	Amtliche Dokumente	155
	Literatur	156

Abbildungen

Abbildung 2-1: Struktur des Marktes für Eigenkapital	11
Abbildung 2-2: Entwicklung des Fondsvermögens deutscher Publikums- und Spezialfonds von 2002 bis 2006 [Mio. EUR]	15
Abbildung 2-3: Kategorisierung der Investmentfonds anhand des Anlageschwerpunktes.....	15
Abbildung 2-4: Arten von Aktienfonds.....	17
Abbildung 2-5: Hedge-Fonds-Strategien	23
Abbildung 2-6: Abgrenzung von Private Equity.....	28
Abbildung 2-7: Mögliche Arten von Private-Equity-Beteiligungen	30
Abbildung 2-8: Finanzierungsphasen eines Unternehmens	31
Abbildung 2-9: Umsetzung von Going Private.....	40
Abbildung 3-1: Möglichkeiten der Fremdkapitalfinanzierung.....	48
Abbildung 3-2: Formen der Individualfinanzierung	49
Abbildung 3-3: Formen der Kreditvergabe	51
Abbildung 3-4: Arten von Schuldverschreibungen.....	59
Abbildung 3-5: Wirkungsmechanismen von Wandel- und Optionsanleihen	62
Abbildung 3-6: Arten von Covenants	65
Abbildung 3-7: Verfahren zur Ermittlung von Financial Covenants	67
Abbildung 3-8: Festlegung der Leverage Ratio – Beispiel	68
Abbildung 3-9: Sanktionsmechanismen im Fall eines Covenant-Bruchs	69
Abbildung 3-10: Relevanz ausgewählter Financial Covenants.....	73
Abbildung 3-11: Anwendungshäufigkeit von Financial Covenants bei unterschiedlichen Fremdkapitaltransaktionen.....	74
Abbildung 3-12: Konsequenzen von Covenant-Verletzungen und anschließender Involvierungsgrad externer Berater	75
Abbildung 4-1: Mezzanine-Kapital als Zwischenform von Eigen- und Fremdkapital	85
Abbildung 4-2: Ertrags-Risiko-Profil von Mezzanine-Kapital	86

Abbildung 4-3: Vergleich charakteristischer Eigenschaften von Eigen-, Fremd- und Mezzanine-Kapital	88
Abbildung 4-4: Klassifizierung der wichtigsten Finanzierungsinstrumente von Mezzanine-Kapital	90
Abbildung 4-5: Charakteristische Merkmale stiller Gesellschaften.....	91
Abbildung 4-6: Typische Renditestruktur eines Nachrangdarlehens	100
Abbildung 5-1: Typologie von Buyout-Transaktionen	110
Abbildung 5-2: Darstellung des Leverage-Effektes	111
Abbildung 5-3: Motive für einen Management Buyout.....	115
Abbildung 5-4: Idealtypischer Ablauf eines Management Buyout.....	116
Abbildung 5-5: Idealtypische Finanzierungsstruktur eines Management Buyout	120
Abbildung 5-6: Finanzierungsstruktur [EUR] eines Management Buyout – Beispiel	122
Abbildung 6-1: Krisenarten und Krisenverlauf.....	131
Abbildung 6-2: Die größten NPL-Transaktionen Deutschlands der Jahre 2004 bis 2006.....	135
Abbildung 6-3: Akteure am Markt für Non-Performing Loans	136
Abbildung 6-4: Mögliche Investitionsstrategien der NPL-Investoren	136

Textboxen

Textbox 2-1: Gesetzliche Auflagen zur Diversifikation – Die „10-40-Regel“	18
Textbox 2-2: Das „ursprüngliche“ Konzept der Hedge-Fonds	20
Textbox 2-3: Deutsche Börse AG vs. TCI	25
Textbox 2-4: Die Börsenhistorie der Celanese AG.....	39
Textbox 3-1: SGL Carbon begibt variabel verzinsliche Unternehmensanleihe	61
Textbox 3-2: Boetzelen platziert 3. Hypothekenanleihe erfolgreich	63
Textbox 3-3: Financial Covenants in der Praxis	66
Textbox 3-4: Covenants in der unternehmerischen Praxis.....	71
Textbox 4-1: Schweigen ist Gold.....	93
Textbox 4-2: Nachspiel bei der Göttinger Gruppe.....	95
Textbox 4-3: Grafitfirma SGL platziert Wandelanleihe	96
Textbox 4-4: Activa Resources begibt Optionsanleihe.....	97
Textbox 4-5: PAION stärkt Liquidität durch Nachrangdarlehen über sieben Millionen Euro	101
Textbox 4-6: Genussscheine sollen Hertha Geldregen bescheren	103
Textbox 5-1: Der Leveraged Buyout	111
Textbox 5-2: Melvo GmbH – Ein Spinoff des Salamander-Konzerns.....	115
Textbox 5-3: Logistik GmbH.....	124
Textbox 6-1: Finanzielle Sanierung der Fendox-Gruppe (1/2)	139
Textbox 6-2: Die Rekapitalisierung des Konzerns HD Co.	141
Textbox 6-3: Finanzielle Sanierung der Fendox-Gruppe (2/2)	143

Abkürzungen

Abs.	Absatz
AEG	Allgemeine Elektrizitäts-Gesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BdB	Bundesverband deutscher Banken
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI	Bundesgesetzblatt
BörsG	Börsengesetz
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V.
ca.	circa
CAPEX	Capital Expenditure
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CMBOR	Centre for Management Buy-out Research
CTA	Commodity Trading Advisor
DAX	Deutscher Aktienindex
DBAG	Deutsche Beteiligungs AG
d.h.	das heißt
DIHK	Deutscher Industrie- und Handelskammertag e.V.
DSCR	Debt Service Cover Ratio
DSGV	Deutscher Sparkassen- und Giroverband
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
ebd.	ebenda
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
et al.	et alii (und andere)
e.V.	eingetragener Verein
ESTG	Einkommensteuergesetz
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FN	Fußnote

GmbHG	GmbH-Gesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
ICI	Investment Company Institute
IFS	International Financial Services
IHK	Industrie- und Handelskammer e.V.
InvG	Investmentgesetz
IPO	Initial Public Offer
IR	Investor Relations
JV	Joint Venture
i.V.m.	in Verbindung mit
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMUs	Kleinere und mittlere Unternehmen
LBO	Leveraged Buyout
MBO	Management Buyout
MIS	Management-Informationssystem
MTU	Motoren- und Turbinenunion
NPL	Non-Performing Loan
NYSE	New York Stock Exchange
OEM	Original Equipment Manufacturer
o.O.	ohne Ortsangabe
o.S.	ohne Seitenangabe
o.V.	ohne Verfasserangabe
PwC	PricewaterhouseCoopers
S.	Seite, Seiten oder – je nach Sinnzusammenhang – Satz
UmwG	Umwandlungsgesetz
vgl.	vergleiche
vs.	versus
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel

1 Einführung

*„Ändere deine Gedanken, dann veränderst du die Welt“
Norman Vincent Peale (1898–1993)*

Strategische Corporate Finance stellt eine Symbiose von strategischem und finanzwirtschaftlichem Denken und Handeln dar.¹ Die Grundlage bildet eine klare Strategie des Unternehmens, die darauf ausgerichtet ist, sich gegenüber den relevanten Wettbewerbern am Markt zu behaupten. Dazu nutzt sie insbesondere Veränderungen der Finanzmärkte, greift neue Perspektiven der Finanzierung auf und trägt damit entscheidend zur Realisierung der Unternehmensvision bei. Insofern überwindet strategische Corporate Finance die Einseitigkeit, die durch das Bevorzugen entweder des strategischen Masterplans oder der Wertsteigerung aus Überrenditen entsteht.

Strategische Corporate Finance kann in jedem Lebenszyklusabschnitt eines Unternehmens eingeführt und praktiziert werden. Zwar zeigt die Erfahrung, dass am Anfang des Lebenszyklus primär strategische Überlegungen stehen; in der Folge lassen sich jedoch bestimmte strategische Positionen nur in Kombination mit einer zielgerichteten Corporate Finance erreichen. Somit profitieren Unternehmen von einer frühzeitigen Entscheidung für die strategische Corporate Finance, jedoch ist es nie zu spät, sich ihren Anforderungen zu stellen. Selbst im Fall der Unternehmenskrise, die oft auch eine strategische Krise ist, können die Grundsätze strategischer Corporate Finance auf dem Weg zum Turnaround im Zuge einer Restrukturierung hilfreich sein.

Die übergeordneten Ziele der strategischen Corporate Finance bestehen zum einen in der nachhaltigen Verankerung eines strategischen, einheitlichen Finanzmanagements im Unternehmen. Dabei liegen die Schwerpunkte auf einer innovativen und gleichwohl stabilen Kapitalbeschaffung, einem intelligenten, auf Wachstum ausgerichteten Kapitaleinsatz sowie einer gesicherten, termingerechten Kapitalrückzahlung. Zum anderen soll auf dieser Basis der Unternehmenswert langfristig gesteigert werden. Anstöße zur Strategieänderung können auch von Finanzinvestoren (z.B. Hedge-

¹ Vgl. Schwenker u. Spremann 2007; vgl. Spremann 2007: 21 ff.

Fonds) ausgehen, die mit dem Unternehmensergebnis unzufrieden sind und eine Neuausrichtung fordern.

Der Erfolg der strategischen Corporate Finance zeigt sich primär am Zielerreichungsgrad der anvisierten strategischen Position mithilfe gezielter strategischer Investitionen (Wahl des Produkt-/Geschäftsfeld-/Marktbereichs). Deren Effektivität bemisst sich maßgeblich an ihren finanzstrategischen Beiträgen. Letztere bestehen überwiegend darin, dass sich außerhalb der üblicherweise genutzten öffentlichen Finanzmärkte Investorengruppen erschließen lassen bzw. innovative Finanzprodukte eingesetzt werden (Wahl der Investoren/Finanzportfolios/-strukturen/-instrumente).

Die traditionelle Corporate Finance („Unternehmensfinanzierung“) kann mit einem derartigen Ergebnis nicht aufwarten. Zu fixiert ist sie auf die Führung mittels finanzwirtschaftlicher Kennzahlen, insbesondere in Gestalt der Unternehmensrendite, und auf die Aktionärsanforderungen in Form eines bestimmten „Shareholder Value“. Nicht selten prägen sie Zufälligkeiten und die Interessen einer Gruppe inhomogener, oft sogar wechselnder Kapitalgeber, die eine instabile Finanzierung geradezu programmieren. Daraus resultieren Probleme der Eigenkapitalausstattung und -quote sowie Fehlstrukturierungen der Finanzierung hinsichtlich Kosten, Laufzeiten, Tilgungsmodalitäten und Flexibilität der Finanzierungsinstrumente. Da in diesem Zusammenhang häufig auch einseitig auf eine wertorientierte Unternehmensführung abgestellt wird, bleiben alternative Finanzierungen unberücksichtigt, welche die Ertragskraft nachhaltig stärken und die Attraktivität des Unternehmens für den Kapitalmarkt im weiteren Sinne erhöhen könnten.

An dieser Stelle setzt die strategische Corporate Finance an, die ein Umdenken erfordert und den Weg zu einer intelligenten Strukturierung der Passivseite sowie zu einer Entlastung der Aktivseite weist: In Einklang mit der zugrundeliegenden Strategie berücksichtigt sie neue Typen von Finanzinvestoren außerhalb des öffentlichen Kapitalmarkts ebenso wie sie den Einsatz neuer Finanzprodukte fordert und fördert, indem sie die klassische Toolbox etwa um hybrides Kapital erweitert. Die Erfolge der strategischen Corporate Finance haben im Wesentlichen drei denkbare Ursachen: erstens die Fortschritte des „Financial Engineering“ seitens der Anbieter von Finanzierungen sowie zweitens eine national wie international bislang nicht gekannte Auflösung der Grenzen zwischen den einzelnen Finanzmarktsegmenten. Dazu kommen drittens spezielle neue Finanzierungsprogramme für Unternehmensakquisition wie Buyouts, bei denen sich nicht zuletzt Manager als Unternehmer entpuppen können. An diesen ist es dann, passgerechte Finanzierungen für Unternehmen zu finden, sie aus Krisensituationen zu führen und ihre Restrukturierung zu ermöglichen. Dabei ist hinzunehmen, dass in Anbetracht der primär

strategischen Orientierung weder unmittelbar noch kurzfristig operative Erfolge sichtbar werden.

1.1 Integration der Finanzmärkte – Die Barrieren fallen

Den Schlüssel zu der skizzierten Entwicklung liefern vor allem die Finanzmärkte. Während die Grenzen zwischen den Geld-, Kredit- und Kapitalmärkten noch in den 1990er-Jahren praktisch unüberwindlich waren, lockerten sie sich mit Beginn des neuen Jahrtausends, sodass man heute von einer erheblichen Interdependenz, in Zukunft womöglich von einer Integration der drei klassischen Finanzmarktsegmente sprechen kann. Bedingt ist diese Entwicklung einerseits durch höhere Renditeforderungen von global ausgerichteten Anlegern und Banken, andererseits durch die Vorstellungen international tätiger Unternehmen von immer niedrigeren Finanzierungskosten. Zu konstatieren ist daher eine Koppelung von Kredit-, Kapital- und teilweise auch Geldmärkten zur „Hebelung“ der Renditen für anspruchsvolle Investoren sowie eine Verbreiterung und qualitative Verbesserung der Finanzierungsbasis für wachstumsorientierte Unternehmen.

Im Mittelpunkt dieser neuen Entwicklung stehen Aktivitäten und Transaktionen, bei denen Banken und Unternehmen Forderungen aus Krediten sowie aus Lieferungen und Leistungen zu Wertpapieren bündeln. Diese aktivagestützten Wertpapiere („Asset Backed Securities“; ABSs) oder durch diversifizierte Schuldenportfolios besicherten Anleihen („Collateralized Debt Obligations“; CDOs) emittieren sie dann in fristgerechten Tranchen über bank- bzw. unternehmenseigene Zweckgesellschaften am Kapitalmarkt. Auf diese Weise werden einerseits Risiken aus den Bilanzen auf Investoren des Kapitalmarkts übertragen. Andererseits erfolgt ein Zufluss frischer Liquidität an die abgebenden Banken und Unternehmen, die ansonsten sowohl Eigenkapital – zur Unterlegung dieser Risiken – als auch Fremdkapital zur weiteren Finanzierung der verkauften Aktiva benötigen würden. Zusätzlich schlägt bei derartigen Transaktionen die Verbesserung des „Return on Equity“ (RoE), also der Eigenkapitalrentabilität, zu Buche, die einen finanziellen Hebeleffekt („Financial Leverage“) hat. Sofern derartige Sonderzweckgesellschaften („Special Purpose Vehicles“; SPVs) für ABSs und CDOs nach Art eines Fonds („Mutual Fund“) aufgesetzt sind, riskieren Urheber kaum Ansprüche oder Regresse, wenn sie die Kredite und Forderungen erst einmal dem Kapitalmarkt verkauft haben. Die Risiken verbleiben also bei den Investoren des Kapitalmarkts und eröffnen den Banken und Unternehmen neue finanzielle Spielräume durch „Fresh Money“.

Anders verhält es sich bei stark renditeorientierten Konstruktionen von bankeigenen Zweckgesellschaften, die Unternehmen des Nichtbankensektors auf den ersten Blick kaum zu betreffen scheinen. Bei näherer Betrachtung zeigt sich allerdings, dass ihr Wohl und Wehe den Spielraum für die strategische Corporate Finance tangiert: Bei einem Misserfolg der Zweckgesellschaft wird der Spielraum der Banken und damit die Fremdfinanzierungsmöglichkeit der Unternehmen mit Bankkrediten eingeschränkt. Um den finanziellen Hebeleffekt zusätzlich zu steigern, kaufen nämlich Zweckgesellschaften der Banken von Dritten (insbesondere Hypothekendarlehenbanken oder Leasing-Gesellschaften) mittel- und langfristige Kredite, Forderungen sowie sonstige Finanztitel an, die allesamt über den Geldmarkt finanziert werden. Diese spezifischen Zweckgesellschaften (auch als „Conduits“ oder „Structured Investment Vehicles“ – SIVs – bezeichnet) investieren außerhalb der Bankbilanz längerfristig in höher verzinsliche Anleihen und finanzieren diese Investments durch den revolving Einsatz von kurzfristigen Geldmarktpapieren, z.B. „Commercial Papers“. In ihrer Wirkung ähneln sie daher Hedge-Fonds.

Um die Bonität der Conduits zu sichern, machen die jeweiligen Banken als Urheber Liquiditätszusagen. Im Fall mangelnder Nachfrage durch andere Anleger am Geldmarkt hat dies zur Konsequenz, dass die betreffenden Banken die von den Conduits auszugebenden Commercial Papers selbst erwerben und damit in ihre Bilanz nehmen müssen. Also sehen sich die Urheber der Conduits trotz primärer Auslagerung der Risiken aus ihren Bilanzen letztlich gezwungen, die Verpflichtungen aus der Finanzierung der höher verzinslichen Finanztitel selbst zu tragen. Gerade wenn die Urheber damit überfordert sind, stellen die Conduits eine unmittelbare Gefahr für sie dar.

Die Tragweite dieses Problems belegt eindrucksvoll die sogenannte Kreditkrise (im Gefolge der „Subprime-Krise“) der Banken. Seit Mitte des Jahres 2007 hat die Subprime-Krise und die mit ihr verbundene Neubewertung von Risiken wiederholt markante Kursrückgänge an den internationalen Börsen sowie erheblichen Wertberichtigungsbedarf bei vielen Finanzinstituten rund um die Welt ausgelöst. Die Vertrauenskrise an den Märkten ging einher mit einer geringen Aufnahmebereitschaft für Aktienemissionen und damit für Eigenkapitalfinanzierungen über den öffentlichen Kapitalmarkt. Gleichzeitig führte die strengere Risikobeurteilung der Banken zu erhöhten Anforderungen bei der Kreditvergabe (z.B. in Form von „Financial Covenants“) sowie zu einer Verteuerung der Kredite. Für Unternehmen bedeutet dies eine Erhöhung der Finanzierungskosten sowie eine Begrenzung des Finanzierungspotenzials. Neben Unternehmen sind auch Private-Equity-Gesellschaften von diesen Entwicklungen betroffen, da sie auf der einen Seite beim Unternehmenserwerb Bankkredite einsetzen, auf der

anderen Seite beim Verkauf ihrer Beteiligungsunternehmen unter anderem die Börse als Exit-Kanal nutzen.

1.2 Neustrukturierung der Finanzmärkte – Private Märkte und neue Finanzprodukte entstehen

Neben den Verschränkungen der Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte ist ein weiteres Phänomen in der Struktur der jeweiligen Finanzmärkte zu beobachten: Die offiziellen Kreditmärkte (als Domäne der Banken) und die organisierten öffentlichen Kapitalmärkte (traditionell repräsentiert durch die Börsen) haben Erweiterungen durch sozusagen „private“, durchaus ansehnliche Kredit- und Kapitalmarktsegmente erfahren. „Public Debt“ und „Public Equity“ stehen nun „Private Debt“ und „Private Equity“ gegenüber. Letztere sind durch neue Organisationsformen von Investorengruppen geprägt (Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds bzw. -Gesellschaften, Staatsfonds).

Die Grenzen von Private und Public Debt verschwimmen jedoch, wenn Schuldverschreibungen – als „Private Issues“ („Private Placements“) gestaltet – direkt in den Portfolios privater Investorengruppen landen. Dasselbe gilt für Bankkredite, die Unternehmen gewährt und von Banken an Finanzinvestoren verkauft werden, oder für Unternehmensforderungen, die als ABSs über „Public Offerings“ am öffentlichen Kapitalmarkt emittiert werden.

In diesem Zusammenhang können Financial Covenants im Kreditbereich eine stabilisierende Wirkung erzielen: Dazu muss für finanzielle Notlagen des Kreditnehmers vertraglich eine Art Krisenfrühwarnsystem installiert sein. Dieses hilft, die Kreditbeziehung aufrechtzuerhalten, und macht so einen Kreditverkauf oder die Verwertung der Sicherheiten notleidender Kredite unnötig. Aber auch für die Börsen ergeben sich Veränderungen, wenn sich gelistete Unternehmen aufgrund der Kosten- bzw. Konditionensituation an Börsen des In- und Auslands durch Delisting zurückziehen („Going Private“).

Strukturänderungen der Finanzmärkte zeigen sich darüber hinaus in der Entwicklung innovativer Finanzprodukte: Diese ermöglichen der strategischen Corporate Finance neue Wege des Risikomanagements mittels hybrider Finanzierungen. Letztere stellen rechtlich gesehen zwar Fremdkapital dar, in ihrer Wirkung sind sie jedoch zwischen dem traditionellen Eigenkapital von Unternehmen und deren Fremdkapital anzusiedeln. Derartige Finanzierungsmöglichkeiten nehmen vornehmlich die Gestalt von Wandel- und Optionsanleihen, Genussscheinen und nachrangigen Schuldverschrei-

bungen sowie von nachrangigen Darlehen (z.B. von spezialisierten Investmentfonds) mit sogenannten „Equity-Kickern“ an. Aufgrund der Anleihe- bzw. Vertragsgestaltung bilden sie eine Art Zwischenkapital, das bezüglich der Risiken für die Financiers Charakteristika des Eigenkapitals aufweist. Üblicherweise wird dieses Zwischenkapital als „Mezzanine Capital“ oder auch als „Mezzanine Debt“ bezeichnet.

Erweiterungen des Finanzmarktgeschehens in Richtung auf (private) Märkte für Kreditderivate ergeben sich in Fällen, in denen Banken zur Renditesteigerung Zinszahlungsverpflichtungen in Form von „Swaps“ mit Partnern aus dem Bereich der Finanzinvestoren tauschen. Von den entstehenden Kreditderivaten kann die strategische Corporate Finance insofern profitieren, als durch deren Existenz die Bereitschaft von Banken steigt, Unternehmenskredite (insbesondere Akquisitionskredite für „Buyouts“) zu vergeben. Das Financial Engineering wirkt somit als Treiber einer weiteren Differenzierung der Kredit- und Kapitalmärkte.

1.3 Finanzinvestoren neuen Typs bestimmen die Strategie – Wachstum und Krisenbewältigung

Bei der Beschaffung von (Hoch-)Risikokapital bestimmen Financiers des Private-Equity-Sektors immer stärker das Geschehen. Als Interessenten von Unternehmenskäufen und mehrheitlichen Unternehmensübernahmen setzen sie ihre Eigenmittel vorbei am öffentlichen Kapitalmarkt ein. Ihre Ziele sind primär Unternehmen, die entweder überdurchschnittliches Wachstum erwarten lassen oder bei Zerschlagung im Rahmen von „Leveraged Buyouts“ erhebliche Liquidierungserlöse versprechen. Private-Equity-Investoren bringen dieses Risikokapital allerdings in nur geringem Maße selbst in die Zielunternehmen ein. Den überwiegenden Teil der Investition finanzieren sie über Akquisitionskredite von Banken („Leveraged Loans“), deren Zins- und Tilgungsbelastung das Zielunternehmen selbst zu tragen hat. Dadurch ergeben sich vorzügliche „Hebelungen“ der Eigenkapitalrentabilität des Finanzinvestors. Unternehmen sollten deshalb die Engagements von Private-Equity-Financiers mit besonderer Sorgfalt hinsichtlich der Chancen-Risiken-Relation prüfen. Deren Wirken kann sich für die Unternehmen unter bestimmten Bedingungen zwar sehr positiv entwickeln, aber auch im Desaster enden. Dazu braucht der Investor nur die „besten“ Unternehmensteile herauszuberechnen, zu Kapital zu machen und den verbleibenden Teil anschließend in die Insolvenz zu entlassen. Das Einbeziehen kompetenter externer Berater kann derartige unerwünschte Folgen in der Regel verhindern.