

Michael Baur / Jan Kantowsky
Axel Schulte (Hrsg.)

Stakeholder-Management in der Restrukturierung

Perspektiven und Handlungsfelder
in der Praxis



Springer Gabler

AlixPartners

Stakeholder Management in der Restrukturierung

Michael Baur • Jan Kantowsky • Axel Schulte
(Hrsg.)

Stakeholder Management in der Restrukturierung

Perspektiven und Handlungsfelder
in der Praxis

Herausgeber
Michael Baur
Gräfelfing, Deutschland

Axel Schulte
Essen, Deutschland

Jan Kantowsky
Grünwald, Deutschland

ISBN 978-3-8349-4156-5
DOI 10.1007/978-3-8349-4157-2

ISBN 978-3-8349-4157-2 (eBook)

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

Springer Gabler

© Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden 2012

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

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 dürfen.

Einbandentwurf: KünkelLopka GmbH, Heidelberg

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Gabler ist eine Marke von Springer DE. Springer DE ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.
www.springer-gabler.de

Vorwort

Das Management der Interessen- und Anspruchsgruppen – neudeutsch: das „Stakeholder Management“ – ist ein wesentlicher Faktor für den wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens. Gerade in der Unternehmenskrise kommt der Kommunikation mit diesen Gruppen eine besondere Bedeutung zu, da jede Gruppe ihrerseits eigene Ansprüche und Interessen durchsetzen möchte, gleichzeitig aber auch ihren Beitrag zur Restrukturierung leisten soll.

Genau hier setzt das vorliegende Buch „Stakeholder Management in der Restrukturierung“ an: Die Interessen, Handlungsmöglichkeiten, aber auch Risiken der wesentlichen Interessen- und Anspruchsgruppen eines Unternehmens werden jeweils aus deren eigener Perspektive von praxiserfahrenen Restrukturierungsexperten beleuchtet. Diese systematische Zusammenschau der unterschiedlichen Perspektiven ist in dieser Form neu und eröffnet den Blick auf ein ganz wesentliches Feld jeder erfolgreichen Restrukturierung – nämlich den fairen Interessenausgleich zwischen den verschiedenen Anspruchsgruppen.

Aus unserer Sicht ist die Ergänzung des Management-Teams um einen Chief Restructuring Officer (CRO), der das Vertrauen aller wesentlichen Stakeholder hat, oft essenziell für den Erfolg einer Restrukturierung, da der CRO als „ehrlicher Makler“ die Partikularinteressen aller Beteiligten möglichst fair und ausgewogen berücksichtigt. In einer großen Zahl von Fällen haben Professionals von AlixPartners bei herausfordernden Unternehmenssanierungen interimistisch diese Funktionen übernommen und damit auch einen wesentlichen Beitrag zur Definition und praktischen Ausgestaltung dieser Rolle geleistet. Vor dem Hintergrund immer komplexerer Restrukturierungsfälle mit einer Vielzahl von Anspruchsgruppen ist auch in Deutschland der Einsatz des spezialisierten „Managers auf Zeit“ zur Bewältigung von Sondersituationen auf dem Vormarsch.

Die Herausgeber waren selber in verschiedenen Krisensituationen als CRO tätig und haben erfolgreiche Restrukturierungslösungen konzipiert und umgesetzt. Auf der Grundlage dieser Erfahrungen entstand die Idee, die verschiedenen Stakeholder in einer Gesamtschau zu beleuchten.

Ein besonderer Dank gilt daher den Autoren, durch deren fundierte Beiträge aus der jeweils spezifischen Stakeholder-Perspektive dieses Buch in dieser Form einzigartig geworden ist, das sich praxisorientiert mit dem wesentlichen Erfolgsfaktor jeder Restrukturierung beschäftigt: dem ausgewogenen Interessensausgleich unter den Anspruchsgruppen – eben dem Stakeholder Management.

Weiterhin geht ein besonderer Dank an die bei der Entstehung dieses Buches involvierten AlixPartners-Kollegen, ohne deren herausragende Unterstützung es nicht hätte umgesetzt werden können.

Düsseldorf/München, im April 2012

MICHAEL BAUR
DR. JAN KANTOWSKY
DR. AXEL SCHULTE

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
1 Einführung	1
2 Unternehmensrestrukturierung aus Sicht der Eigenkapitalgeber	3
2.1 Einführung und Grundlagen (<i>Johannes Steinel und Robert Wendeborn</i>)	4
2.2 Interessendefinition (<i>Jörg Zirener</i>)	5
2.2.1 Kurzbeschreibung der Eigenkapital-Stakeholder	5
2.2.2 Private-Equity-Unternehmen	5
2.2.3 Eigentümer-Unternehmer	17
2.2.4 Konzern	21
2.3 Handlungsmöglichkeiten der Eigenkapitalgeber in der Restrukturierung (<i>Andreas Hautkappe</i>)	25
2.3.1 Finanzielle Handlungsmöglichkeiten der Eigenkapitalgeber	25
2.3.2 Strukturelle Handlungsmöglichkeiten aus Sicht der Eigenkapitalgeber	42
2.4 Risiken für die Eigenkapitalgeber in der Restrukturierung (<i>Andreas Hautkappe</i>)	48
2.4.1 Barkapitalerhöhung	48
2.4.2 Sachkapitalerhöhung	49
2.4.3 Hybride Kapitalmaßnahmen	50
2.4.4 Gesellschafterdarlehen	51
2.4.5 Debt Equity Swap	52
2.4.6 Sonstige Risiken für die Eigenkapitalgeber	53
2.5 Praxisbeispiel (<i>Jörg Zirener</i>)	55
2.5.1 Erfolgreicher Turnaround aus Sicht der Eigenkapital-Geber	55
2.5.2 Gescheiterter Turnaround aus Sicht der Eigenkapital-Geber	56
Literaturverzeichnis	58

3	Unternehmensrestrukturierung aus Sicht der Fremdkapitalgeber	61
3.1	Einführung und Grundlagen (<i>Michael Tyroller und Daniela Nienstedt</i>)	61
3.2	Banken (<i>Eva Ringelspacher</i>)	64
3.2.1	Einleitung	64
3.2.2	Ausgangspunkt und erste Maßnahmen	65
3.2.3	Begleitung der Restrukturierung/Darstellung der Restrukturierungsinstrumente	69
3.2.4	Weitere Restrukturierungsinstrumente	73
3.2.5	Sanierung in der Insolvenz	78
3.2.6	Exitstrategien	80
3.2.7	Praxisbeispiel	80
3.3	Exkurs: Abwicklungsanstalten (<i>Sven Guckelberger</i>)	81
3.3.1	Begriffliche Einordnung	81
3.3.2	Entstehung der Abwicklungsanstalten	82
3.3.3	Die beiden Modelle zur Abwicklung von Forderungspositionen in Deutschland	86
3.3.4	Auftrag und Arbeitsweise der Ersten Abwicklungsanstalt	90
3.3.5	Das Verhalten von Abwicklungsanstalten als Kreditgeber im Rahmen einer Restrukturierung	95
	Literaturverzeichnis	97
3.4	Hedgefonds und Distressed-Debt-Investoren (<i>Fredrik Metze und Lars Westpfahl</i>)	97
3.4.1	Interessendefinitionen	97
3.4.2	Handlungsmöglichkeiten	105
3.4.3	Risiken	123
3.4.4	Case Study	130
	Literaturverzeichnis	132
3.5	Lieferanten (<i>Rainer Riggert</i>)	133
3.5.1	Interessenlage der Lieferanten	133
3.5.2	Handlungsmöglichkeiten der Lieferanten in der Krise	136
3.5.3	Risiken für die Lieferantenseite	139
3.5.4	Praxisbeispiel	143
3.5.5	Fazit	144
	Literaturverzeichnis	144
3.6	Der Lieferant in der Krise (<i>Rolf Weidmann</i>)	145
3.6.1	Einleitung	145
3.6.2	Interessen des Abnehmers	147
3.6.3	Handlungsmöglichkeiten des Kunden in der Krise des Lieferanten und deren Risiken	150
3.6.4	Fazit	157
	Literaturverzeichnis	158

3.7	Kreditversicherer (<i>Dorothee Milewski und Kai Olbrich</i>)	159
3.7.1	Definition der Kreditversicherung	160
3.7.2	Interessendefinition in der Restrukturierung	162
3.7.3	Handlungsmöglichkeiten	167
3.7.4	Risiken	169
3.7.5	Fazit	171
4	Sonstige Stakeholder	173
4.1	Einführung und Grundlagen (<i>Patrik Sven Jacob und Alban Baiker</i>)	173
4.2	Die Rolle der Betriebsräte in der Restrukturierung (<i>Jürgen Walter</i>)	176
4.2.1	Die Interessen der Unternehmensführung	177
4.2.2	Die Interessen der Betriebsräte	178
4.2.3	Externe Unterstützung durch Berater	179
4.2.4	Verhandlungen über einen Interessenausgleich und einen Sozialplan	181
4.2.5	Risiken	186
4.2.6	Fazit	187
4.3	Interessenvertretung in der Restrukturierung – Interview (<i>Klaus Franz</i>)	187
4.4	Die betriebliche Altersversorgung in der Restrukturierung (<i>Christian Freiherr von Buddenbrock und Jörn Manhart</i>)	193
4.4.1	Die Bedeutung der betrieblichen Altersversorgung	193
4.4.2	Gesellschaftliche und rechtliche Realität der betrieblichen Altersversorgung	194
4.4.3	Interessen- und Interessentendefinition	196
4.4.4	Rechtliche Möglichkeiten zur Aufhebung, Ablösung und Veränderung von betrieblichen Altersversorgungs- regelungen	200
4.4.5	Musterbeispiel der Restrukturierung einer betrieblichen Altersversorgung	208
4.4.6	Exkurs: Restrukturierung, betriebliche Altersversorgung und Gesamtrechtsnachfolge?	212
4.4.7	Exkurs: „Distressed M&A und betriebliche Altersversorgung“ ..	213
4.4.8	Fazit	213
	Literaturverzeichnis	213
4.5	Betriebliche Altersversorgung in der Insolvenz (<i>Hermann Peter Wohlleben</i>)	215
4.5.1	Abgrenzungsfragen und Begriffsklärung	215
4.5.2	Abwicklung im Regelinsolvenzverfahren	220
4.5.3	Handlungsoption Insolvenzplan	227
4.5.4	Zusammenfassung	233
	Literaturverzeichnis	233

4.6	Finanzkommunikation zu Wirtschaftsauskunfteien in der Restrukturierung (<i>Carsten Uthoff</i>)	234
4.6.1	Kein Warenkredit bei schlechter Wirtschaftsauskunft	234
4.6.2	Wirtschaftsauskunfteien als externe Informationsdrehscheibe zu den externen Stakeholdern eines Unternehmens	236
4.6.3	Aktives Einbinden von Auskunfteien in die Finanzkommunikation eines Krisenunternehmens in der Restrukturierung	243
4.6.4	Fazit	248
	Literaturverzeichnis	249
4.7	Instrumente staatlicher Förderung in der Krise (<i>Bernd Papenstein und Mona Lienenkämper</i>)	250
4.7.1	Bestehende Finanzierungen	252
4.7.2	Neue Finanzierungen	254
4.7.3	Bewertung	268
	Literaturverzeichnis	268
4.8	Die doppelstützige Treuhand in der Restrukturierungspraxis – Chancen und Risiken (<i>Sven-Holger Undritz</i>)	269
4.8.1	Einleitung	269
4.8.2	Typische Interessenlage für die doppelstützige Treuhand	270
4.8.3	Eckpunkte für die Gestaltung der „doppelstützigen Treuhand“ ...	274
4.8.4	Risiken einer Rechtsberatung	278
4.8.5	Insolvenzrisiken	279
4.8.6	Steuerrechtliche Risiken	282
4.8.7	Fazit	284
	Literaturverzeichnis	285
4.9	Kommunikation in der Krise (<i>Mirko Wollrab</i>)	286
4.9.1	Ausgangssituation	286
4.9.2	Interessendefinition	287
4.9.3	Komplexe Zielgruppen	288
4.9.4	Handlungsmöglichkeiten	290
4.9.5	Risiken	291
4.9.6	Über den wahren Erfolg entscheidet nur die Zukunft	292
5	Stakeholder Management als zentraler Erfolgsfaktor in der Restrukturierung – die Rolle des Chief Restructuring Officer (CRO) (<i>Jan Kantowsky und Axel Schulte</i>)	293
5.1	Einführung: Restrukturierung – eine Sondersituation für Unternehmen und Management	293
5.2	Informations-Asymmetrien und Informationspolitik	294
5.2.1	Defizite im Berichtswesen	295

5.2.2	Mangelnde Transparenz und fehlgeleitete Stakeholder-Kommunikation	296
5.2.3	„Aussitzen“ von externen Beratern	297
5.3	Die Rolle der Unternehmensleitung	298
5.3.1	Objektive Analyse der Krisenursachen	298
5.3.2	Vorerfahrung mit Sondersituationen	299
5.3.3	Situationsadäquate Führungspraktiken	300
5.3.4	Zeitliche Beanspruchung durch Sonderaufgaben der Restrukturierung	301
5.4	Stakeholder Management als zentrale Aufgabe des CRO	301
5.4.1	Der CRO – neuer Wein in alten Schläuchen?	301
5.4.2	Vor der Beauftragung – was genau benötigt das Unternehmen?	303
5.4.3	Die Ausgestaltung des Mandats – der CRO als „honest broker“	304
5.4.4	Die Beendigung des Mandats – Exit-Planung für den CRO	306
5.5	Fazit: CRO – Sonderrolle für Sondersituationen	309
5.6	Fallstudie zum Einsatz eines Chief Restructuring Officer (Michael Dorn, Jens Haas und Peter Neubacher)	310
5.6.1	Unternehmen und Ausgangssituation	310
5.6.2	Situation und Interessen der Stakeholder	312
5.6.3	Der CRO-Auftrag	313
5.6.4	Der CRO und das Team	314
5.6.5	Das Agieren des CRO	315
5.6.6	Neues Reporting als Grundlage für Transparenz und das Restrukturierungsprogramm zur Erzielung der Einsparungen	316
5.6.7	Der neue Businessplan	318
5.6.8	Wesentliche Ergebnisse des CRO-Einsatzes	318
5.6.9	Abschluss und Zusammenfassung	320
	Literaturverzeichnis	320
6	Schlussfolgerungen	321
Autoren		325

Bereits in unternehmerisch weniger turbulenten Zeiten hat das Zusammenspiel der einzelnen Akteure, die auf unterschiedliche Art und Weise mit dem Unternehmen verbunden sind – sei es z. B. als Kapitalgeber oder Lieferant – eine große Bedeutung.

In der Krise verschiebt sich häufig die Balance zwischen den einzelnen Stakeholdern. Der Einfluss der Eigenkapitalgeber nimmt typischerweise ab, während der Einfluss anderer Akteure, wie z. B. Banken oder spezialisierter Investoren, sogenannter „Distressed Debt Funds“, steigt. Da sich in einer Unternehmenskrise Interessenlagen und Risikoeinschätzungen der betroffenen Parteien häufig schlagartig ändern, nimmt die Notwendigkeit, Stakeholder-Interessen abzuwägen und im Sinne eines Restrukturierungserfolges zu kanalisieren, überproportional zu.

Zu berücksichtigen sind in diesem Zusammenhang nicht nur die Interessen der primären Stakeholder als Vertreter des Eigen- und des Fremdkapitals. Regelmäßig sind hier auch die sonstigen Interessengruppen einzubeziehen wie beispielsweise die Belegschaft, die Arbeitnehmervertreter (Gewerkschaften, Betriebsräte) sowie die betrieblichen Altersversorgungswerke und die öffentliche Hand, die z. B. durch die Stellung von Landes- oder Bundesbürgschaften eine Restrukturierung aktiv begleiten kann.

Ein vom Management ohne Berücksichtigung dieser verschiedenen Gruppen erstelltes operatives und finanzwirtschaftliches Restrukturierungskonzept birgt ein hohes Risiko des Scheiterns bereits in einem sehr frühen Stadium. Primärer Fokus der auf Unternehmensseite involvierten Manager und Restrukturierungsberater muss daher sein, die einzelnen Stakeholder und deren Interessen – sowohl in Richtung des Unternehmens als auch untereinander – frühzeitig zu identifizieren, zu verstehen und mögliche Handlungsalternativen zu definieren sowie verschiedene Szenarien abzuwägen.

Die Bedeutung dieses Vorgehens im Rahmen einer Restrukturierung ist in den vergangenen Jahren immer weiter gestiegen. Das liegt zum einen daran, dass sich die Anzahl der im Rahmen von Unternehmensrestrukturierungen aktiv zu berücksichtigenden Stakeholder-Gruppen in der jüngeren Vergangenheit deutlich erhöht hat. Im Bereich der Fremdkapitalgeber ist mit den Hedge- bzw. Distressed-Debt-Fonds eine sehr aktive und restrukturierungserfahrene Stakeholder-Gruppe hinzugekommen. Zum anderen ist zu

berücksichtigen, dass auch klassische Anspruchsgruppen, wie beispielsweise die Arbeitnehmervertretungen bzw. die Gewerkschaften, sich in den vergangenen Jahren im Umgang mit Restrukturierungen immer weiter professionalisiert haben und in Restrukturierungsprozessen heute eine deutlich aktivere Rolle einnehmen.

Darüber hinaus haben sich in den vergangenen Jahren auch die im Rahmen einer Restrukturierung genutzten Instrumente verändert. Beispielsweise ist die „doppelnützige Treuhand“ ein relativ neues Instrument, bei der ein Treuhänder – häufig auf Betreiben der Fremdkapitalgeber – die Gesellschaftsanteile zum Zwecke der Restrukturierung der Treugutgesellschaft übernimmt. In solchen Konstellationen ist der Treuhänder als eigener Stakeholder innerhalb des Restrukturierungsprozesses zu berücksichtigen, da er aufgrund der notwendigen Erfüllung seiner doppelnützigen Pflichten, die im Treuhandvertrag definiert sind, in eine besondere Rolle gerät.

Die verschiedenen Interessen der einzelnen Stakeholder-Gruppen werden in diesem Buch ausführlich beschrieben. Dabei werden auch die zugrunde liegenden Motive von Eigenkapital- und Fremdkapitalgebern sowie den sonstigen Stakeholdern intensiv beleuchtet. Jede Stakeholder-Gruppe hat nicht nur betriebswirtschaftliche, sondern auch juristische und unterschiedlichste sonstige Aspekte bei ihrer Verhandlungsposition im Rahmen einer Restrukturierung zu berücksichtigen. Die Verhandlungspositionen der einzelnen Stakeholder-Gruppen müssen bei der Entwicklung eines Restrukturierungskonzeptes und dann bei den Verhandlungen mit den Stakeholdern über deren konkreten Restrukturierungsbeitrag Berücksichtigung finden. Häufig erfordert die erfolgreiche Gestaltung einer Restrukturierung auch Veränderungen bzw. Ergänzungen im Management, da in Krisensituationen das Vertrauen in die bestehende Unternehmensleitung oft erheblichen Belastungen ausgesetzt ist, und das erfolgreiche Management der einzelnen Interessengruppen auch einen hohen Grad an Erfahrung voraussetzt.

Die Ergänzung des Management-Teams um einen CRO, der das Vertrauen aller wesentlichen Stakeholder hat, ist daher häufig angezeigt. Ein erfahrener CRO hat im Rahmen von vielen unterschiedlichen Restrukturierungsfällen einen „Track record“ und eine Vertrauensbasis bei wesentlichen Stakeholder-Vertretern aufgebaut.

Eine seiner Kernaufgaben besteht darin, sicherzustellen, dass alle wesentlichen Stakeholder in den Restrukturierungsprozess sinnvoll eingebunden werden, über einen vergleichbaren Informationsstand verfügen und dass über alle Akteure hinweg ein gemeinsames Verständnis zur Ausgangssituation des Unternehmens erzielt wird, auch wenn die Interpretationen einzelner Gruppen gegebenenfalls divergieren können. Darüber hinaus muss er die mögliche Auseinandersetzung der einzelnen Stakeholder über die für eine erfolgreiche Restrukturierung notwendigen operativen und finanziellen Maßnahmen „orchestrieren“ und dabei deren Interessen als „ehrlicher Makler“ möglichst fair und ausgewogen berücksichtigen.

Im Anschluss an die Darstellung der einzelnen Stakeholder-Gruppen werden die Funktion des CRO sowie die konkrete Ausgestaltung dieser Rolle beschrieben. Die Ausführungen zum CRO münden schließlich in einer Fallstudie, bei der in einem konkreten Restrukturierungsfall ein CRO zur Leitung einer umfangreichen Unternehmensrestrukturierung eingesetzt wurde.

Abstract

Die Bewältigung von Unternehmenskrisen sowie die Auswahl der richtigen Handlungsalternativen hängen einerseits maßgeblich von den involvierten Eigenkapitalgebern sowie deren Erfahrungen und Interessen sowie andererseits unter anderem davon ab, ob eine Eigenkapitalsanierung unter anderem vor dem Hintergrund tatsächlicher und zeitlicher Gegebenheiten überhaupt möglich und sinnvoll ist. In diesem Zusammenhang ist auch die Kenntnis gesetzlicher Neuerungen durch das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) auch aus Sicht des Eigenkapitalgebers unabdingbar. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Private-Equity-Investoren auch in Krisensituationen die Maximierung der Rendite auf das eingesetzte Kapital als oberstes Ziel verfolgen und dabei die Bereitstellung von neuem Kapital als Lösungsansatz im Rahmen von Sanierungen in Betracht ziehen. Eigentümer-/Familienunternehmen haben hingegen die Fortführung des eigenen Unternehmens und den damit verbundenen Erhalt des Lebenswerks im Fokus. Weiteres Kapital werden sie nur in seltenen Fällen für Sanierungszwecke bereitstellen können, da sämtliche Mittel in der Regel bereits im Krisenunternehmen gebunden sind. Konzernunternehmen hingegen stellen den Erhalt des Konzernverbundes sowie einen optimalen Marktauftritt des Unternehmensverbundes in den Vordergrund und werden unter diesen Gesichtspunkten auch bereit sein, die Bereitstellung von frischem Kapital oder zusätzlichen Sicherheiten zum Erhalt des Konzerns in Erwägung zu ziehen. In jedem dieser Fälle unterliegen die unterschiedlichen Möglichkeiten der Eigenkapitalsanierung ganz unterschiedlichen Voraussetzungen, deren Kenntnis für eine erfolgreiche Eigenkapitalsanierung unabdingbar ist, damit die Sanierung letztlich nicht z. B. auf Grund zu spät gestarteter Umsetzungsmaßnahmen oder solcher mit falscher Schwerpunktbildung zu scheitern droht. Im vorliegenden Beitrag werden daher die Interessen, Einflussmöglichkeiten und wirtschaftlichen und rechtlichen Handlungsalternativen sowie damit verbundene Risiken aus rechtlicher Sicht sowie konkret aus

Sicht eines Private-Equity-Investors, eines Eigentümer-Familienunternehmens und eines Konzern-Tochterunternehmens diskutiert und anhand zweier Praxisbeispiele deutlich gemacht.

2.1 Einführung und Grundlagen

Johannes Steinel und Robert Wendeborn

Eigenkapitalgeber sind bei Unternehmensrestrukturierungen oftmals mit einer besonderen Situation konfrontiert. Das Eigenkapital hat üblicherweise nur noch einen Bruchteil des Wertes, den es ursprünglich einmal hatte, nicht selten ist es wirtschaftlich völlig wertlos. Je nach Stadium und Ausprägung der Krise kann es auch vorkommen, dass selbst unbesicherte oder nachrangige, bis hin zu – in extremen Fällen – vorrangig besicherten Darlehen nicht mehr voll vom Unternehmenswert gedeckt werden, der Unternehmenswert also im Fremdkapital „bricht“.

Ökonomisch hat der Eigenkapitalgeber damit sein Eigentum am Unternehmen verloren. Gleichwohl wird er im Normalfall, beispielsweise aus Verantwortungsbewusstsein, Reputationsüberlegungen, praktischen Gesichtspunkten oder sonstigen Gründen, de facto seine Eigentümer-Rolle mit all ihren Rechten und Pflichten weiterhin ausüben, bis eine Lösung mit den anderen Stakeholdern erzielt wurde. Dabei sei ausdrücklich erwähnt, dass mit „Lösung“ alles von der Liquidation über die Übertragung des Unternehmens an die Fremdkapitalgeber bis hin zur Fortführung unter den bestehenden Eigentumsverhältnissen, inklusive sämtlicher Zwischenstufen, gemeint sein kann.

Abhängig vom Eigentümer-Typ – im Wesentlichen kann man zwischen Private-Equity-Investor, Eigentümer-Unternehmer, Konzern und Minderheitsgesellschafter unterscheiden – können verschiedene Ausgangssituationen und entsprechend unterschiedliche Interessen und Handlungsmöglichkeiten in einer Restrukturierung vorliegen. Für ein Private-Equity-Haus mag es beispielsweise eine Rolle spielen, welchen Anteil das Krisenunternehmen am gesamten Fondsvolumen ausmacht bzw. wie erfolgreich der Fonds mit anderen Investments ist. Eigentümer-Unternehmer werden oftmals eine sehr emotionale Bindung zum Unternehmen haben und in ihm ihr Lebenswerk sehen. Für Konzerne bestimmt möglicherweise die globale Strategie den Umgang mit Tochtergesellschaften in Krisensituationen und Minderheitsgesellschafter können als „Zünglein an der Waage“ versuchen, ihren „Lästigkeitswert“ zu optimieren, wenn einstimmige Entscheidungen notwendig sind (wie in Abschnitt 2.3.2.2 näher dargestellt, werden die Blockademöglichkeiten von Minderheitsgesellschaftern bzw. Alt-Anteilsinhabern durch das ESUG weitgehend eingeschränkt bzw. aufgehoben).

Unterstellt man nun unabhängig vom Eigentümer-Typ, dass die Eigenkapitalgeber weiterhin an das Unternehmen glauben und in der Zukunft die Chance sehen, eine Ren-

dite auf ihr eingesetztes Kapital zu erwirtschaften, schränken sich ihre Handlungsoptionen insofern ein, dass der „Schutz“ des Investments in den Fokus rückt. Im Wesentlichen läuft es dann darauf hinaus, Zugeständnisse der anderen Stakeholder (z. B. einen Kapitalschnitt seitens der Fremdkapitalgeber) so schonend wie möglich für Eigentum und Eigenkapital zu erzielen. Mit anderen Worten: Ziel der Eigenkapitalgeber in einer solchen Situation ist es, das bestehende Eigenkapital möglichst wenig durch die Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital bzw. die Zufuhr neuen Kapitals zu verwässern. Naturgemäß verfolgen vor allem die Fremdkapitalgeber oder aber auch Investoren, die in der Krisensituation die Chance sehen, ein Unternehmen verhältnismäßig günstig zu übernehmen, das genau entgegengesetzte Ziel. Die Restrukturierung bildet letztendlich die Plattform, die alle beteiligten Stakeholder am Verhandlungstisch versammelt, um eine tragbare Einigung zu erzielen.

2.2 Interessendefinition

Jörg Zirener

2.2.1 Kurzbeschreibung der Eigenkapital-Stakeholder

Eigenkapitalgeber können grundsätzlich in Finanz- und strategische Investoren unterteilt werden, wobei zum Zwecke dieser Untersuchung strategische Investoren weiter in Eigentümer-/Familienunternehmen und Konzerngesellschaften aufgeteilt werden. Unter Finanzinvestoren soll im Weiteren die Private-Equity-Gesellschaft, die im Fokus der Untersuchung steht, betrachtet werden. Es wird dabei davon ausgegangen, dass die Eigenkapitalgeber sich zum Zeitpunkt des Eintritts der Krise bereits in einem bestehenden Eigentumsverhältnis befinden und somit keine Neuinvestmentsituation untersucht wird. Im Folgenden werden die Interessen, Einflussmöglichkeiten sowie die sich daraus ergebenden Entscheidungs- und Handlungsalternativen sowohl für die Private-Equity-Gesellschaft, das Eigentümer-Familienunternehmen als auch die Konzerngesellschaft einzeln dargestellt. Da die unterschiedlichen Interessenlagen der Beteiligten Basis für Verhaltensänderungen und Handlungen der Individuen sind, wird mit der Interessendefinition begonnen.

2.2.2 Private-Equity-Unternehmen

2.2.2.1 Interessendefinition

Private-Equity-Gesellschaften erwerben Mehr- oder Minderheitsbeteiligungen an privaten und/oder börsennotierten Unternehmen mit dem Ziel, den Unternehmenswert zu steigern und die Unternehmen nach einer zeitlich befristeten Periode mit einer positiven

Rendite wieder zu verkaufen (vgl. Hommel/Knecht/Wohlenberg 2006, S. 779). Das führt dazu, dass zum Zeitpunkt des Einstiegs in das Unternehmen ein mittelfristiger Exit bzw. Verkauf der Beteiligung von vorneherein angestrebt wird.

In ihrer Stellung als Finanzintermediär zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern füllen Private-Equity-Gesellschaften dabei fünf Kernaufgaben aus (vgl. Bader 1996, S. 17):

1. Investitionsfunktion für die Kapitalgeber
2. Evaluations- und Bewertungsfunktion von Beteiligungen
3. Finanzierungsfunktion für die Unternehmen
4. Kontroll- und Betreuungsfunktion während des Engagements
5. Liquidationsfunktion zur Gewinnrealisierung

Im Rahmen der Untersuchung wird unterstellt, dass sich Private-Equity-Gesellschaften in Bezug auf die dargestellten Kernaufgaben strikt an der Grundidee des Shareholder Value (SHV), der die Maximierung des Unternehmenswerts aus Sicht der Eigentümer zum Gegenstand hat, orientieren und sich ihre Interessen daran ausrichten. Der SHV ergibt sich als Teil des gesamten Unternehmenswertes, der nach Abzug des zu Marktpreisen bewerteten Fremdkapitals und Hinzurechnung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens verbleibt (vgl. Günther 1997, S. 98; Rappaport 1998, S. 33). Neben dem primären Ziel der Wertmaximierung gibt es weitere Sekundärziele, die es aus Sicht eines Finanzinvestors ebenfalls zu berücksichtigen gilt. Dies sind unter anderem Möglichkeit zur Kontrolle/Einflussnahme, Begrenzung des Verlustrisikos, Erfüllung von Informationsbedürfnissen, Wahrung der Reputation, Schaffung bzw. Erhalt eines stabilen und attraktiven Arbeitsumfelds für Mitarbeiter sowie die Realisierung eines Exits innerhalb eines Zeitraums von drei bis sieben Jahren.

Zu den oben genannten Interessen treten im Rahmen einer Restrukturierung weitere situationsspezifische Ziele hinzu. Durch die Bedrohung der Fortführungsfähigkeit des notleidenden Unternehmens eskalieren Interessenkonflikte schneller als in erfolgreichen Zeiten mit der Konsequenz, dass einzelne Parteien versuchen, individuell ihre eigene Position frühzeitig zu optimieren (vgl. Batran 2010, S. 539). Gerade Eigenkapitalgeber sehen sich dabei aufgrund ihrer Position in der Kapitalstruktur und einer damit einhergehenden fehlenden Besicherung einem höheren Verlustrisiko ausgesetzt, sodass ihre Verhandlungsposition in einer Restrukturierung zunächst als schwach einzustufen ist. Hinzu kommt, dass sich das Geschäftsmodell klassischer Private-Equity-Investoren auf das Management gesunder Unternehmen fokussiert und erst im Zusammenhang mit der letzten Weltfinanzkrise sowohl substanzielles Restrukturierungs-Know-how als auch die entsprechenden Ressourcen hierfür aufgebaut wurden (vgl. Batran 2010, S. 542).

In einer Restrukturierungssituation tritt aus Sicht des Finanzinvestors zunächst die Begrenzung des Verlustrisikos in den Vordergrund, da der Wert der Eigenkapitalanteile in einer Unternehmenskrise regelmäßig auf ein Minimum sinkt. Im Extremfall der Insolvenz sinken dieser Wert sowie die Aussicht, Teile des eingesetzten Kapitals zurückzuerlangen, auf null. Gleichzeitig ist jedoch auch die Haftung der Eigenkapitalgeber auf

die Einlage begrenzt, was dazu führt, dass das weitere Verlustrisiko gering ist. Dies hat zur Folge, dass die Risikobereitschaft der Eigenkapitalgeber in der Krise als tendenziell hoch angesehen werden kann, da der Chance auf signifikante Wertsteigerung der Anteile bei erfolgreicher Restrukturierung ein begrenztes Verlustrisiko gegenübersteht (vgl. Buschmann 2006, S. 114). Besteht keine Aussicht auf (teilweise) Wertaufholung durch einen kurzfristigen Verkauf oder eine Kombination mit einem Wettbewerber, werden die Gesellschafter somit Strategien bevorzugen, die trotz des damit verbundenen Risikos möglichst hohe Wertsteigerungen bei begrenztem Kapitaleinsatz ermöglichen. Obwohl Private-Equity-Investoren grundsätzlich an einer Unternehmensfortführung interessiert sind, werden sie ihre Entscheidung über die Zuführung von weiterem Kapital und einer damit verbundenen Sanierung von der Bedeutung des Unternehmens in ihrem Portfolio, der Möglichkeit, weitere Mittel aus dem bestehenden Fonds investieren zu können, den stattgefundenen sowie zu erwartenden Vermögenstransfers zwischen Gesellschafter und Gläubiger sowie den zukünftigen Wachstumserwartungen und somit sowohl der Aussicht auf Wertmaximierung des neuen als auch der Chance auf Wertaufholung des eingesetzten Kapitals abhängig machen.

Nimmt das Krisenunternehmen eine bedeutende Stellung im Gesamtportfolio der Private-Equity-Gesellschaft ein und hat somit wesentliche Auswirkungen auf die Gesamtperformance des Fonds, wird die Bereitschaft, einen deutlichen Beitrag für den Sanierungserfolg auch durch Bereitstellung von weiterem Eigenkapital zu leisten, wesentlich höher sein, als wenn keine Auswirkungen auf den Fonds sowie dessen Performance zu erwarten sind. Dabei spielt auch der Zeitpunkt der Krise in Bezug auf etwaige Fundraising-Aktivitäten eine Rolle, da eine mögliche Insolvenz und ein damit verbundener Totalverlust des investierten Kapitals sich negativ auf das Fundraising auswirken könnten. In Abhängigkeit der Fondsstatuten ist ferner zu prüfen, ob das Private-Equity-Unternehmen überhaupt weiteres Kapital entweder aus dem Ursprungsfonds oder aber einem Alternativfonds investieren kann. Hier kann es je nach Ausprägung zu Beschränkungen kommen.

Mit den Restrukturierungsmaßnahmen entlang der Kapitalstruktur können ferner Vermögenstransfers zwischen Gesellschaftern und Gläubigern verbunden sein, die negative Auswirkungen auf die Anteilswerte der Eigentümer haben, da frisches Kapital aufgrund der geringen Bonität des notleidenden Unternehmens in der Regel nur mit angepassten, risikoadäquaten Konditionen und höherer Besicherung von den Gläubigern zur Verfügung gestellt wird. Daneben kann auch eine Umwandlung von Fremdkapitalpositionen in Eigenkapital durch Gläubiger zu Vermögenstransfers führen. Je niedriger die erforderlichen Vermögenstransfers und die damit verbundenen negativen Auswirkungen auf Anteilshöhe und -wert sowie Kontrollrechte der Finanzinvestoren sind, desto größer wird die Bereitschaft zur Bereitstellung frischer Mittel sein.

In der Regel bewerten Finanzinvestoren ihre Beteiligungen zu Marktwerten, sodass davon ausgegangen werden kann, dass das gesamte oder aber ein großer Teil des investierten Eigenkapitals aufgrund der Notlage des Portfoliounternehmens bereits auf ein Minimum abgeschrieben wurde und der Verlust somit buchhalterisch bereits realisiert

ist. Aus diesem Grund sollte die Entscheidung über die mögliche Zuführung weiteren Eigenkapitals aus Sicht des Private-Equity-Hauses als Neuinvestmentsituation behandelt und bewertet werden. Wesentlicher Vorteil im Vergleich zu einer Neuinvestmentsituation ist dabei, dass der Finanzinvestor aufgrund der bestehenden Gesellschafterstellung das Unternehmen bereits kennt sowie mit der Industrie und dem Wettbewerbsumfeld vertraut ist und die Investmententscheidung dadurch schneller zu treffen ist. Die Wertaufholung des bereits investierten Kapitals sollte dabei nur eine begleitende Rolle spielen und die Investitionsentscheidung somit nur flankierend beeinflussen. Die dazu notwendige Neutralität wird durch das Investment-Komitee einer Private-Equity-Gesellschaft sichergestellt, welches in der Regel nicht in einzelne Deals involviert ist und somit die erforderliche Distanz halten kann. Ein Private-Equity-Investor wird sich dann für ein Neuinvestment entscheiden, wenn die Sanierungsfähigkeit des Krisenunternehmens gegeben ist, die zukünftigen Wachstumserwartungen attraktiv sind und die ursprünglichen Investmentthesen weiterhin erreichbar sind bzw. durch neue kompensiert oder ersetzt werden können, sodass die Verzinsung des neuinvestierten Kapitals die Mindestrenditeanforderungen des Investors erfüllt. Die Wertaufholung der bestehenden Anteile ist dabei ein positiver Nebeneffekt, der jedoch nicht ausschlaggebend für die Bereitstellung von neuem Kapital sein darf. Vielmehr werden die Investmentkriterien und Renditeerwartungen für das neue Kapital sowohl aufgrund der Krisensituation und des damit verbundenen höheren Risikos als auch aufgrund der Tatsache, dass man möglicherweise gutes Geld schlechtem hinterherwirft und sich der jeweilige Portfolio-Manager folglich dem Risiko aussetzt, den gleichen Fehler zweimal zu machen, deutlich über der Ursprungsinvestition sein. Insgesamt bleibt festzuhalten, dass je niedriger der Vermögens- und Kontrolltransfer zwischen Gesellschafter und Gläubiger ausfällt und je höher die zukünftigen Wachstumschancen und somit die Chance auf Wertaufholung sind, desto eher werden Private-Equity-Investoren bereit sein, weiteres Eigenkapital zu investieren, um somit eine optimale Wertentwicklung für das neue und das bestehende Eigenkapital zu erzielen.

Aufgrund der Tatsache, dass Private-Equity-Unternehmen im Rahmen ihrer Investments einen Portfolio-Ansatz verfolgen, haben sie die Möglichkeit, unter unterschiedlichen Investmentmöglichkeiten die attraktivsten Investments auszuwählen. Dabei müssen die jeweiligen Beteiligungsmanager die knappen Ressourcen Zeit und Kapital so effizient einsetzen, dass sowohl die Betreuung laufender als auch die Auswahl neuer Investments wertmaximal darstellbar sind. Eine Krisensituation erfordert dabei neben dem normalen Betreuungsaufwand noch weitergehenden Einsatz zur Umsetzung von operativen Strategien zum Erhalt von Werten und zur nachhaltigen Restrukturierung. Aus diesem Grund wird ein Private-Equity-Unternehmen genau abwägen, ob und wie stark und mit welchen Mitteln es sich weiterhin beim Krisenunternehmen engagiert. So ist beispielsweise eine Situation denkbar, in der das Private-Equity-Haus entscheidet, sich aus dem Investment zurückzuziehen, da aufgrund erfolgter oder zu erwartender Vermögenstransfers im Rahmen der Restrukturierung keine bzw. nur geringe Aussicht auf Wertaufholung der Eigenkapitalanteile besteht, selbst wenn mit den anderen Stake-

holdern eine Unternehmensfortführung verhandelt werden kann. Ein Rückzug wird demnach dann in Erwägung gezogen werden, wenn keine Aussicht mehr auf Wertaufholung der Anteile besteht und ein weiteres aktives Engagement sowohl durch intensive Betreuung als auch durch neues Kapital nur noch Wertsteigerungen für andere Stakeholder-Gruppen schafft, sodass der überproportional hohe Zeitaufwand in einer Restrukturierung in keinem adäquaten Verhältnis zum investierten Kapital sowie möglichen Returnerwartungen steht.

In diesem Zusammenhang muss auch auf die Teilkomponenten des Private-Equity-Geschäftsmodells verwiesen werden, welches aus Financial Engineering durch Ausnutzung des Leverage-Effekts, operativer Wertsteigerung durch Wachstum und Steigerung der Profitabilität und auch attraktiven Exit-Konditionen besteht (vgl. Ecker 2006, S. 484). Vor allem der Leverage-Effekt, der durch die Finanzierung eines erheblichen Anteils des Kaufpreises mit Fremdkapital entsteht, nimmt in der Krise eine bedeutende Rolle ein, da davon auszugehen ist, dass Portfoliounternehmen eines Private-Equity-Investors in der Krise eine signifikante Verschuldung aufweisen. Um in solch einer Situation die Unterstützungsbereitschaft der Eigenkapitalgeber zu gewährleisten und Aussicht auf Wertaufholung der meist wertlosen Anteile zu geben, muss entweder ein erheblicher Vermögenstransfer vom Gläubiger in Richtung Gesellschafter erfolgen, beispielsweise durch einen Debt Buy-Back oder aber belastbare Aussicht auf zukünftige Wertsteigerung durch Wachstum und Profitabilität bestehen. Die Renditeforderungen von Eigenkapitalinvestoren in Turnaround-Situationen liegen dabei laut den Untersuchungen von Fenn/Liang/Prowse und Kraft bei ca. 30 bis 35 % und somit gut 5 bis 10 % über normalen Renditeerwartungen (vgl. Fenn/Liang/Prowse 1997, S. 28 ff.; Kraft 2001, S. 312). Eine Erreichung dieser Ziele wird oftmals nur dann möglich sein, wenn das Unternehmen aufgrund eines externen Schocks und nicht aufgrund operativer Probleme in die Krise geraten ist und sich die Sanierung auf die Restrukturierung der Kapitalstruktur beschränkt. Ist dies aber nicht der Fall und besteht somit keine Aussicht auf Erzielung entsprechender Renditen, ist denkbar, dass das Private-Equity-Unternehmen die Führung des Krisenunternehmens an die wirtschaftlichen Eigentümer, welche zu diesem Zeitpunkt die Gläubiger sein werden, abgeben und sich auf andere Investments fokussieren wird, um die eigenen Ressourcen effizient einsetzen und etwaige Opportunitätskosten so gering wie möglich halten zu können. Aufgrund des oben beschriebenen Portfolioansatzes und der damit inhärent einhergehenden Risikodiversifizierung ist davon auszugehen, dass dies einem Private-Equity-Investor besser als einem strategischen Investor oder aber einem Familienunternehmen möglich ist.

Im Rahmen der Entscheidungsfindung sind dabei jedoch sowohl mögliche negative Effekte auf die Reputation des Finanzinvestors als auch eine etwaige negative Öffentlichkeitswirkung zu berücksichtigen, da beides negativen Einfluss auf zukünftige Investments und auch den Fonds haben kann. Sowohl in Bezug auf das Fundraising als auch für die Entscheidung eines Managers oder Unternehmers, mit einem Private-Equity-Investor zusammenzuarbeiten, ist der bisherige Track Record und auch das Management von Krisensituationen von Bedeutung. Aus diesem Grund muss genau abgewogen

werden, welchen Einfluss eine mögliche Insolvenz bzw. die Übergabe der „Unternehmensschlüssel“ hat. Des Weiteren können mit einer Insolvenz bzw. dem Rückzug aus einem Investment und der damit verbundenen Aufgabe der Eigentümerrolle negative Öffentlichkeitswirkungen einhergehen, die ebenfalls negativen Einfluss auf zukünftige Investments nehmen können.

Insgesamt bleibt aber festzuhalten, dass Finanzinvestoren aufgrund ihrer Erfahrungen, ihres Netzwerks und auch ihres Zugangs zu Kapital gut geeignet sind, ihre Portfoliounternehmen erfolgreich durch Krisensituationen zu steuern, sodass im Folgenden davon ausgegangen werden soll, dass Private-Equity-Gesellschaften ihrer Eigentümerrolle gerecht werden und Interesse an einer Fortführung und Wertaufholung besitzen. Aus diesem Grund werden die zur Verfügung stehenden Einflussmöglichkeiten dargestellt.

2.2.2.2 Einflussmöglichkeiten

Eigenkapitalgeber zählen zu den strategischen Anspruchsgruppen und verfügen über eine effektiv wirkende Machtposition, die sie auch willens sind einzusetzen. Daraus ergeben sich zahlreiche Einflussmöglichkeiten, die sowohl positive als auch negative Wirkungen auf den Turnaround-Prozess und auf den Turnaround-Erfolg haben können. Besteht Interesse an einem weiteren Engagement und Begleitung des Krisenunternehmens, muss zunächst Transparenz über die aus Gesellschaftersicht zur Verfügung stehenden Einflussmöglichkeiten hergestellt werden.

Dabei ist als Erstes die Eigentumsposition von Bedeutung, die in Form einer Minderheits-, Mehrheits- oder Alleineigentümerposition vorkommen kann. Es kann angenommen werden, dass die Möglichkeit zur Einflussnahme positiv mit der Höhe der Eigentumsposition korreliert, sodass der größte Einfluss als Alleineigentümer (100 %) und der geringste als Minderheitseigentümer (<50 %) besteht. Als Alleineigentümer hat man die uneingeschränkte Entscheidungsmacht, wohingegen man sich in einer Minderheitsrolle entweder einem Mehrheitsgesellschafter oder aber einer Vielzahl kleinerer Gesellschafter gegenüber sieht, die ihrerseits Einfluss auf die Restrukturierung nehmen wollen. Dabei müssen die Interessen der unterschiedlichen Eigentümergruppen nicht zwangsläufig deckungsgleich sein, sodass es zu einer Vielzahl von Interessenkonflikten und unterschiedlichen Strategien kommen kann. Dies hat nicht nur Einfluss auf die Lösungsfindung, die zwangsläufig in einer Minderheitsposition bereits auf Eigentümerseite einem Kompromiss gleichkommen kann, sondern auch auf die Umsetzungsgeschwindigkeit, die aufgrund nicht notwendiger Abstimmungsrunden in einer Alleineigentümerposition deutlich schneller sein sollte. Im Rahmen von empirischen Untersuchungen konnte zudem nachgewiesen werden, dass die Turnaround-Wahrscheinlichkeit in eigenkapitaldominierten Unternehmen überdurchschnittlich zunimmt und diese Unternehmen in 50 % der Fälle nachhaltig überdurchschnittliche Ergebnisse und in 70 % der Fälle nachhaltig positive Ergebnisse erzielen konnten. Dies liegt unter anderem darin begründet, dass ein Großaktionär ein Krisenunternehmen eher unterstützen würde als eine Vielzahl von Kleinaktionären, da bei ihm relativ mehr „auf dem Spiel“ steht (vgl. Buschmann

2006, S. 175 ff.). Es bleibt also festzuhalten, dass die dem Private-Equity-Unternehmen zur Verfügung stehenden Einflussmöglichkeiten positiv mit der Anteilshöhe korrelieren und für den Fall des Alleingeschafters am höchsten sind.

Zweiter wesentlicher zu berücksichtigender Faktor ist die mit einem Leveraged Buy-Out (LBO) in der Regel verbundene Kapitalstruktur. LBO-Finanzierungen sind normalerweise hoch komplexe Konsortialkredite, die an verschiedene Banken und institutionelle Investoren syndiziert wurden. Die Kredite sind in der Regel mit umfangreichen Sicherheiten – insbesondere Geschäftsanteilsverpfändungen – besichert. Das Krisenunternehmen sieht sich damit je nach Kreditgröße einer mehr oder weniger großen Zahl von Kreditgebern gegenüber, die sich untereinander wiederum in verschiedene Kreditgebergruppen aufteilen und ihrerseits vertragliche Abreden über die Rangfolge ihrer Forderungen aus den Krediten und über die Verteilung der Erlöse der Sicherheiten getroffen haben (vgl. Magnus 2010, S. 179 f.). Dies hat zur Folge, dass es auch unter den einzelnen Gläubigergruppen zu einer Vielzahl von Interessenkonflikten und unterschiedlichen Strategien kommen kann. Im Ergebnis kann dadurch eine finanzielle Restrukturierung erschwert werden und im schlimmsten Fall sogar scheitern (vgl. Magnus 2010, S. 180). Aus diesem Grund muss sich der Private-Equity-Investor über die Anzahl und Bedeutung der relevanten Gläubigergruppen, deren Interessen und Beeinflussbarkeit im Klaren werden, um die Erfolgsaussichten einer Restrukturierung einschätzen zu können. Obwohl in einer Unternehmenskrise für alle Stakeholder etwas „auf dem Spiel“ steht und ihr „stake“ im Krisenunternehmen gefährdet ist, wird davon ausgegangen, dass die Gläubiger aufgrund ihrer getätigten spezifischen Investitionen in Form von Krediten sowie ihrer Bedeutung im Rahmen der finanziellen Sanierung die wichtigste und einflussreichste Stakeholder-Gruppe sind. Um an den Verhandlungen dieser Stakeholder-Gruppe teilnehmen und auch Einfluss auf die Entscheidungsfindung nehmen zu können, kann es sich für den Private-Equity-Investor anbieten, Teile der eigenen Schulden im Rahmen eines sogenannten Debt Buy-Back zu kaufen und dadurch ebenfalls Anspruchsberechtigter zu werden. Der Debt Buy-Back kann entweder über den Markt bei öffentlich gehandelten Papieren oder zwischen einzelnen Vertragspartnern abgewickelt werden.

Darüber hinaus beeinflussen auch der zukünftige Finanzierungsrahmen und damit verbunden der Bedarf an neuem Kapital sowie die zeitliche Dringlichkeit die Einflussmöglichkeiten der Eigenkapitalgeber. Für den Fall, dass der zukünftige Finanzbedarf nicht signifikant von der aktuell bestehenden Inanspruchnahme abweicht und keine weiteren externen Mittel zur Sanierung erforderlich sind, kann der Eigentümer davon ausgehen, dass die Stakeholder auf keine Änderung der Gesellschaftsverhältnisse drängen werden und er somit weiterhin maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftsstrategie nehmen kann. Vor allem Banken haben aufgrund der mit der Gesellschafterrolle entstehenden Konsequenzen in der Regel kein Interesse und zudem auch keine adäquaten Ressourcen, in einer derartigen Situation die Eigentümerrolle wahrzunehmen und auszuüben, und werden deshalb immer einen aktiven Eigentümer bevorzugen. Ferner stehen im Falle von Beteiligungen durch Investoren dem Krisenunternehmen zusätzliche

kompetente Managementpartner und Kontakte zu potenziellen Kunden und Partnern zur Verfügung, die ebenfalls einen Beitrag zur Restrukturierung leisten können (vgl. Böckenförde 1996, S. 185). Von einer Zunahme der Bedeutung des Gesellschafters ist umso eher auszugehen, wenn der Eigentümer bereit sein sollte, einen etwaigen Finanzierungsbedarf beispielsweise zur Umsetzung operativer Restrukturierungsmaßnahmen oder zur Stärkung der Kapitalbasis durch Bereitstellung von neuem Kapital zu leisten. Gerade Private-Equity-Häuser haben hier aufgrund ihres Zugangs zu Kapital in der Regel einen Vorteil gegenüber anderen Eigentümern. Die Bereitschaft, frisches Kapital einzubringen, wird umso höher sein, je mehr es sich um eine LBO-induzierte finanzielle Krise aufgrund beispielsweise eines externen Schocks und nicht um eine strategische und/oder operative Krise handelt. Die LBO-finanzierten Unternehmen sind oftmals bzw. vormals sehr cashflow-starke Unternehmen, die grundsätzlich über hervorragende Marktpositionen, eine starke und nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit und ein exzellentes Management verfügen (vgl. Magnus 2010, S. 179). Die Möglichkeit zur Einflussnahme seitens des Gesellschafters wird dabei umso größer sein, je dringender der Kapitalbedarf erforderlich ist und je größer die Anzahl potenzieller Interessenkonflikte unter den Gläubigern ist, da in einer derartigen Situation davon auszugehen ist, dass weder die Gruppe der Gläubiger noch ein externer Investor kurzfristig Liquidität zur Verfügung stellen können. Nach einer Untersuchung von Kraft im Zusammenhang mit Turn-around-Investitionen von Private-Equity-Gesellschaften kommt es bei nur 8 % der untersuchten Unternehmen zu einer Due Diligence und nur bei ca. 2 % bis 3 % zu einer tatsächlichen Investition (vgl. Kraft 2001, S. 137). Dies liegt zum einen an den hohen Anforderungen an das Management und den hohen Renditeerwartungen an die Unternehmen sowie an den sich aus dem Zeitbedarf für Kapitalerhöhungen und Investorensuche ergebenden Beschränkungen.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass sich in Abhängigkeit der Eigentumsposition, der Fremdkapitalstruktur und eines möglichen Finanzierungsbedarfs unterschiedlich stark ausgeprägte Einflussmöglichkeiten für die Gesellschafter ergeben. Im folgenden Abschnitt wurden deshalb die einem Private-Equity-Investor zur Verfügung stehenden Handlungsalternativen näher untersucht.

2.2.2.3 Entscheidungs- und Handlungsalternativen

Die beschriebenen bestehenden und potenziellen Konsequenzen einer Unternehmenskrise führen zu einem Entscheidungsproblem bei den Eigentümern, da sie entweder konstruktiv mit den anderen Stakeholdern eine einvernehmliche Restrukturierung, in der sie zudem optional Unterstützungsbeiträge für eine Fortführung des Krisenunternehmens leisten, verfolgen können oder aber konfrontativ die Auseinandersetzung mit den anderen Stakeholdern suchen, sofern eine einvernehmliche Restrukturierung nicht absehbar erscheint. Als Untersegment beider Alternativen besteht noch die Option, sich neutral abwartend zu verhalten und sich seine Unterstützung bzw. notwendige Zustimmung zu einem späteren Zeitpunkt wertmaximal abkaufen zu lassen. Es ist davon auszugehen, dass die Sanierung nur für den einvernehmlichen Fall eigentümergeführt sein

wird. Für den Fall der nicht einvernehmlichen Restrukturierung werden in der Regel die Kreditgeber die Führung übernehmen. Die folgende Abbildung 2.1 fasst die zur Verfügung stehenden Handlungsalternativen zusammen.



1. Kreditgebergeführte Restrukturierung
2. Eigentümergeführte Restrukturierung

Quelle: in Anlehnung an Magnus/Pfister (2010), S. 178

Abb. 2.1 Handlungsoptionen

Bei einer einvernehmlichen Restrukturierung wird der Private-Equity-Investor im Zusammenspiel mit dem Unternehmen sowie den anderen wesentlichen Stakeholder-Gruppen konstruktiv an der Sanierung mitarbeiten und sowohl durch intensive Betreuung als auch durch Know-how unterstützen. Darüber hinaus wird er seine Zustimmung erfordernde Entscheidungen mittragen und dem Unternehmen bei Bedarf weiteres Kapital zur Umsetzung notwendiger Sanierungsmaßnahmen bereitstellen. Wie in den vorherigen Abschnitten herausgearbeitet ist dafür Voraussetzung, dass kein Vermögenstransfer zu seinen Ungunsten entlang der Kapitalstruktur stattgefunden hat, aufgrund des überproportionalen Zeitaufwands im Verhältnis zum investierten Kapital Aussicht auf vollständige Wertaufholung des alten sowie auf eine Mindestrendite von 30 bis 35 % p. a. des neuen Kapitals besteht und dass eine attraktive Exitmöglichkeit erhalten bleibt.

Die Eskalation der Krisensituation erfordert vom Private-Equity-Investor einen mit einem Neuinvestment vergleichbaren Entscheidungsfindungs-/Due-Diligence-Prozess, allerdings aus einem gänzlich anderen Blickwinkel. Während in einer normalen Due Diligence der Fokus im Wesentlichen auf der Offenlegung von Unternehmensinformationen, der Analyse und Prüfung des Unternehmens, der Entscheidungsgrundlage und

Preisfindung sowie der Exkulpation der Entscheidungsträger liegt, legt die Due Diligence in Turnaround-Situationen den Schwerpunkt auf die Ursachenanalyse und Maßnahmenplanung (vgl. Kraft 2001, S. 155 ff.). Dabei wird im Besonderen auf die folgenden sieben Ziele abgestellt:

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 Zeitaufwands
5. Abschätzung der Kosten des Turnarounds und des zusätzlichen Kapitalbedarfs
6. Überprüfung der ursprünglichen Investmentthesen zur Abschätzung des zukünftigen Wertsteigerungspotenzials
7. Überprüfung des strategischen Unternehmenswertes zur Abschätzung der zukünftigen Exitmöglichkeiten

Darüber hinaus muss die Verantwortung des bestehenden Managements für die Krise analysiert sowie deren Turnaround-Erfahrung bewertet werden, um etwaigen Änderungsbedarf schnellstmöglich umzusetzen. Dabei tut sich ein Private-Equity-Unternehmen oftmals leichter, die notwendigen Anpassungen sowohl auf Management als auch auf Mitarbeiterebene durchzuführen und – aufgrund seines bestehenden Netzwerks – offene Positionen schneller mit den notwendigen Experten zu besetzen. Dabei hilft auch die richtige Incentivierung des Managements, indem durch individuelle Beteiligungsprogramme eine Gleichschaltung mit den Interessen des Eigentümers hergestellt und dadurch die durch Trennung von Eigentum und Management entstehende Principal-Agent Problematik aufgelöst wird, was letztendlich eine höhere Erfolgswahrscheinlichkeit gewährleisten sollte.

Sofern der Private-Equity-Investor die oben dargestellten Ziele als erfüllbar ansieht und sich somit ein weiteres Engagement rechtfertigen lässt, müssen die erforderlichen Beiträge anderer Stakeholder-Gruppen, insbesondere die der Fremdkapitalgeber, definiert werden. Dabei geht es primär um die Restrukturierung der Passivseite und damit verbundene Sanierungsbeiträge der Kreditgeber. Da der zu erzielende Unternehmenswert beim Verkauf in der Krise aufgrund der Ergebnissituation tendenziell gering ist, wird auf Seiten der Kreditgeber dann Bereitschaft für eine einvernehmliche Restrukturierung bestehen, wenn der Eigentümer sowie das Management die nachhaltige Wettbewerbs- und Sanierungsfähigkeit sowie einen klaren Weg dorthin, der auch Zugeständnisse seitens des Eigentümers einschließt, vorlegen können. Der Eigentümer wird als Verhandlungsbasis für die Zugeständnisse der Kreditgeber leicht oberhalb des Zerschlagungswertes, der sich bei einem Notverkauf des Unternehmens bzw. seiner Einzelteile ergeben würde, die Verhandlung beginnen. Oftmals werden die Verbindlichkeiten des Krisenunternehmens bereits auch zwischen den Banken oder am Markt gehandelt, was einen weiteren Bezugspunkt für die Preisfindung liefert. Im Rahmen der Verhandlungen wird der Gesellschafter bestrebt sein, sein bestehendes Anteilsverhältnis nicht signifikant durch Vermögenstransfers zu verwässern.

Für ein Private-Equity-Unternehmen ist es dabei oftmals von großer Bedeutung, nach Abschluss der bilanziellen Sanierung weiterhin die Mehrheitsposition und somit die uneingeschränkte Kontrolle zu behalten bzw. durch die Bereitstellung von neuem Kapital zu erreichen. Dabei muss allerdings das Wertsteigerungspotenzial des neuen Kapitals immer in Relation zum bereits eingesetzten Kapital betrachtet werden. Sofern sich die Sanierung des Unternehmens als präferierte Lösung erweist, hat aus Sicht der Private-Equity-Investoren die Bereitstellung von neuem Kapital eine herausragende Bedeutung, um eine einvernehmliche Lösung mit den anderen Stakeholdern herbeizuführen und gleichzeitig Vertrauen in die Sanierungsfähigkeit zu symbolisieren. Dabei nimmt die Geschwindigkeit, mit der ein derartiger Bereitstellungsbeschluss herbeigeführt und umgesetzt werden kann, eine große Bedeutung ein, um mit Sofortmaßnahmen das Fortschreiten der Krise, welches eine laufende Verschlechterung der Unternehmenssituation und damit verbunden der Sicherheiten bewirkt, aufhalten zu können. Im weiteren Verlauf ist davon auszugehen, dass der Eigentümer nicht nur die schnellstmögliche Stabilisierung des Geschäfts gewährleisten will, sondern auch an einer eventuell erforderlichen strategischen Neuausrichtung durch aktives Portfoliomanagement, aber auch – falls notwendig – durch weiteres Kapital oder zusätzliche Sicherheiten positiv mitwirkt.

Der Altgesellschafter hat generell drei Möglichkeiten, der notleidenden Gesellschaft durch frisches Kapital zu helfen: So kann er dem Krisenunternehmen entweder neues Eigenkapital im Rahmen einer Kapitalerhöhung gegen Ausgabe neuer Anteile oder aber neues Fremdkapital durch eine Super-Senior-Struktur bereitstellen. Daneben besteht die Möglichkeit, über den Markt oder durch bilaterale Transaktionen mit einzelnen Gläubigern bestehende Verbindlichkeiten mit einem Abschlag zu erwerben. Dadurch führt man der Gesellschaft zwar nicht wie oben beschrieben neues Kapital zu, verbessert aber in einem ersten Schritt seine Verhandlungsposition durch Einbindung in die Entscheidungsprozesse der Gläubiger und kann in einem zweiten Schritt entscheiden, die Kapitalstruktur beispielsweise durch Rangrücktritte zu stärken. Ferner erwirbt man Schuldrechte in der Regel deutlich unter par und hat aufgrund der Kenntnis der Situation und des Unternehmens gute Aussichten auf Rückzahlung zum Nominalwert und Erzielung einer attraktiven Rendite.

Darüber hinaus ist auch denkbar, dass ein Private-Equity-Investor versucht, die Restrukturierung durch Kombination mit einem Wettbewerber zu erreichen, um darüber sowohl auf Kosten- als auch Marktsynergien zurückgreifen zu können. Den Stakeholdern stünde dadurch eine größere und besser aufgestellte Einheit zur Verfügung.

Liegt keine konsensuale Sanierung vor, ist von einer kreditgebergeführten Sanierung auszugehen, bei der die Altgesellschafter nur geringen Handlungs- und Entscheidungsspielraum besitzen. So können sie entweder konfrontativ den Sanierungsmaßnahmen gegenüberstehen oder aber versuchen, sich die Eigentümerrechte wertmaximal für einen Lästigkeitswert abkaufen zu lassen. Kommt es im Verlauf der Verhandlungen zu einem nicht einvernehmlichen Vorgehen mit den anderen Stakeholder-Gruppen, wird der Gesellschafter mit den ihm zur Verfügung stehenden Mitteln versuchen müssen, seine Verhandlungsposition durch entsprechende Maßnahmen zu verbessern, sodass eine

erfolgreiche Restrukturierung ohne sein Mitwirken nicht umsetzbar ist. In diesem Fall spricht man von einem konfrontativen Ansatz. Dabei kommen ihm die in einer Unternehmenskrise besonders stark ausgeprägten Agency-Probleme, die sich vor allem in hohen Informationsasymmetrien auszeichnen, entgegen. So könnte er bestrebt sein, für den Fortbestand des Unternehmens kritische Komponenten wie beispielsweise Intellectual Property, Patente oder aber bedeutende Verträge oder andere wichtige Vermögensgegenstände auszulagern und so vor dem Zugriff anderer Stakeholder zu sichern. Dabei sind natürlich die bestehenden rechtlichen Restriktionen zu berücksichtigen. Ein derartiges Handeln wird den Gesellschafter in die Lage versetzen, seine Rolle im Rahmen der Restrukturierung zu stärken und sich dadurch seine Bereitschaft zur Kooperation möglichst wertmaximal abkaufen zu lassen bzw. doch die Führungsrolle im Rahmen der Sanierung beizubehalten. Ein möglicher Debt Buy-Back und eine damit potenziell verbundene Blockademöglichkeit im Gläubigerausschuss würden die Eigentümerposition zusätzlich stärken.

Ist ein derartiges Vorgehen aufgrund rechtlicher Restriktionen, Maßnahmen anderer Stakeholder oder anderer Faktoren nicht umsetzbar, besteht im Rahmen einer nicht einvernehmlichen Restrukturierung für die Altgesellschafter auch die Möglichkeit, sich die Aufgabe ihrer wirtschaftlich wertlosen Rechtsposition gegen Zahlung eines möglichst hohen Goodwill zur Abgeltung ihrer formalen Rechtsposition („nuisance value“) abkaufen zu lassen. Dabei ist grundsätzlich davon auszugehen, dass die Kreditgeber der Überwindung einer möglichen Hold-out-Position der Alteigentümer unter Vermeidung der mit einer Insolvenz verbundenen Unsicherheiten und Risiken einen gewissen Mindestwert beimessen, denn vor allem in Restrukturierungssituationen gilt die spieltheoretische Einsicht, dass formale Hold-out-Positionen häufig nur durch eine Kombination von „carrot and stick“ überwunden werden können (vgl. Grell/Kowalewski 2011, S. 10). Die Höhe dieses sogenannten „nuisance value“ ist dabei primär von der vertraglichen Sicherheitsposition der Senior Lender sowie der Dringlichkeit etwaiger Zustimmungserfordernisse im Rahmen der Sanierung abhängig. Je eher die Senior Lender die Kontrolle über das Unternehmen erlangen, ohne dass es dabei zur Insolvenz derjenigen Unternehmensteile kommt, die fortgeführt werden sollen, desto niedriger wird ein möglicher Lästigkeitswert ausfallen.

In beiden dargestellten Fällen sollten allerdings die rechtlichen Implikationen sowie etwaige negative Reputations- und Öffentlichkeitswirkungen, die sich aus einem konfrontativen Verhalten ergeben, genau untersucht und bewertet werden. Insgesamt bleibt festzuhalten, dass eine konsensuale Lösung grundsätzlich für alle Stakeholder sowie das Krisenunternehmen der beste und das operative Geschäft am wenigsten belastende Weg ist und deshalb präferiert werden sollte.

Im Folgenden werden die spezifischen Unterschiede von Private-Equity-Investoren zu Eigentümer-Unternehmern sowie Konzerngesellschaften herausgestellt, wobei nicht mehr gesondert auf alle Einzelmaßnahmen, die für alle betrachteten Eigentümergruppen identisch sind, eingegangen wird.

2.2.3 Eigentümer-Unternehmer

2.2.3.1 Interessendefinition

Um die Interessen von Eigentümer- bzw. Familienunternehmen ableiten zu können, sind zunächst die konstituierenden Elemente eines Familienunternehmens darzustellen und zu untersuchen. Die in der Literatur diskutierten Kriterien lassen sich auf fünf wesentliche kondensieren: Eigentum, Kontrolle, Führung, Hybridität und Mehrgenerationenansatz (vgl. Weber 2010, S. 124). Der Familienunternehmensgrad lässt sich aus der jeweiligen Ausprägung und dem Zusammenspiel der genannten Faktoren ableiten. Je stärker die genannten Kriterien in einem Unternehmen ausgeprägt sind, desto mehr verschiebt sich das Gewicht zwischen Familienunternehmen und Nichtfamilienunternehmen in Richtung Familienunternehmen, welches in seiner stärksten Ausprägung als Eigentümer-Unternehmen bezeichnet werden kann.

Dabei gilt der Anteil einer oder mehrerer Familien am Eigenkapital des Unternehmens als Maßstab für die Differenzierung in Familienunternehmen oder Nichtfamilienunternehmen. Von einem Familienunternehmen wird in der Regel dann gesprochen, wenn mindestens 50 % des Eigenkapitals in der Hand einer Familie liegen.

Der Faktor Kontrolle berücksichtigt abweichend vom Kriterium Kapital, den Stimmrechtsanteil der Familienmitglieder, der nicht zwangsläufig deckungsgleich mit dem Anteilsbesitz sein muss. Dem Faktor Kontrolle liegt die Annahme zugrunde, dass der Grad der Einflussnahme des Eigentümers auf das Unternehmen vom Stimmrechtsanteil stärker abhängt als von der Höhe der Kapitalbeteiligung, da die Kontrollfunktion disparitätisch von den Anteilsverhältnissen festgelegt sein kann.

In Bezug auf den Faktor Führung ist nicht zwangsläufig davon auszugehen, dass Familienunternehmen mit inhabergeführten Unternehmen gleichzusetzen sind, da Familienunternehmen und Fremdmanagement einander nicht ausschließen. Im Folgenden soll allerdings unterstellt werden, dass der Eigentümer wesentlich in die Führung eingebunden ist.

Der Faktor Hybridität versucht, die im Begriffsbereich der Unternehmenskultur verankerten Aspekte zu greifen, welche im Aufeinandertreffen der beiden Systeme Familie und Unternehmen begründet sind. Dabei gelingt es dem Eigentümer-Unternehmer in der Regel, dem Unternehmen sowie seinen Mitarbeitern sein eigenes Werte- und Normensystem aufzuerlegen. Die dadurch entstehende hohe Identifikationsfähigkeit sowie Leistungsbereitschaft der Mitarbeiter mit dem Unternehmen wird durch entsprechendes überdurchschnittliches Verantwortungsgefühl gegenüber den Mitarbeitern erwidert.

Letzter Bestimmungsfaktor ist der Mehrgenerationenansatz eines Eigentümer-Unternehmers, der im Wesentlichen das Ziel verfolgt, die Unternehmensnachfolge familienintern zu vollziehen, um sein Lebenswerk fortzuführen.

Die oben genannten Kriterien lassen direkte Rückschlüsse auf die Interessen eines Eigentümer-Unternehmers in einer Krisensituation zu. Es ist davon auszugehen, dass im Gegensatz zum Private-Equity-Investor nicht die Wertmaximierung bzw. Begrenzung des Verlustrisikos im Vordergrund steht, sondern vielmehr die Fortführung des Unter-

nehmens im Familien-/Eigentümerbesitz, um dem Faktor Mehrgenerationenansatz und Erhalt des Lebenswerkes gerecht werden zu können (vgl. Wimmer 2011, S. 61). Dabei wird der Eigentümer darauf bedacht sein, auch nach erfolgter Sanierung weiterhin die Kontrolle auszuüben und nach Möglichkeit auch die Mehrheit der Kapitalanteile auf sich zu vereinen. Damit verbunden ist ein Interesse an der fortgesetzten Ausübung der Unternehmensführungsfunktion, wie es in über 70 % der Familienunternehmen praktiziert wird. Von wesentlichem Interesse sind des Weiteren die Wahrung seiner Reputation sowie die Vermeidung von negativen Öffentlichkeitswirkungen.

Anders als bei einem Private-Equity-Portfolio, welches eine Vielzahl unterschiedlicher Unternehmen aufweist, verfügt ein Eigentümer-Unternehmer meist nicht über diese Diversifizierung, da er in der Regel sein gesamtes Vermögen im Unternehmen gebunden hat (vgl. Wimmer 2011, S. 53). Es handelt sich dabei grundsätzlich um nicht fungibles Vermögen, sogenanntes „patient capital“ (vgl. Sirmon/Hitt 2003, S. 339), dessen generationsübergreifende Wertsteigerung im Vordergrund steht. Die Eigentumsdefinition aus Unternehmenssicht steht somit in deutlichem Gegensatz zum Managen eines Vermögensteils (wie z. B. einer Private-Equity-Portfoliogesellschaft) in seiner Werthaltigkeit mit dem Ziel, diesen Anteil zum gegebenen Zeitpunkt möglichst gewinnträchtig zu verkaufen. Gerade die Neigung von erfolgsverwöhnten Familienunternehmen, auf ihre finanzielle Substanz zu vertrauen und damit ein kontinuierliches Schwinden der Ertragskraft aus den Augen zu verlieren, führt in der Krise dazu, dass der Eigentümer oftmals keine weiteren freien Mittel zur Verfügung hat, um das Unternehmen zu unterstützen und finanziell zu einer Sanierung beizutragen, was – wie im vorherigen Kapitel dargestellt – meistens gegen eine eigentümergeführte Sanierung spricht. Somit wird der Eigentümer versuchen, sogenannte „Alles-oder-nichts“-Strategien, die sich durch ein hohes Ertrags-Risiko-Profil auszeichnen, umzusetzen, um dadurch die Chance auf Wertaufholung seiner Anteile zu erhalten und eine kreditgebergeführte Sanierung mit entsprechender Marginalisierung seiner Rolle zu vermeiden. Demgegenüber stehen das Interesse an der Wahrung seiner Reputation und der Wunsch, auch zukünftig in seinem gesellschaftlichen und sozialen Umfeld akzeptiert zu sein.

In der Krise treten weitere, familienunternehmensspezifische Faktoren auf, die ebenfalls Einfluss auf die Ziele und Interessen der Eigentümer haben. So ist in der Praxis häufig zu beobachten, dass in der angespannten Krisenlage die sonst nur unterschwellig vorhandenen Familienkonflikte voll ausbrechen und somit die Familien- mit der Unternehmenssphäre vermischt wird, was zu einer Verstärkung der Unternehmenskrise führen kann. Daneben verzichten Familienunternehmer häufig aus falsch verstandener Loyalität auf erforderliche personelle Korrekturen sowie notwendige Kapazitätsanpassungen, da sich die Entscheidungsträger dem impliziten Arbeitsplatzversprechen moralisch verpflichtet fühlen. Das führt dazu, dass Eigentümer-Unternehmen in der Krise oftmals die Fähigkeit zur Sanierung aus eigener Kraft verlieren, weil die Führung in der Durchsetzung schmerzhafter Entscheidungen jegliche Glaubwürdigkeit eingebüßt hat (vgl. Wimmer 2011, S. 59). Damit einher geht der Umstand, dass Familienunternehmen auch dann noch an bewährten Lösungsmustern festhalten, wenn geänderte Verhältnisse

ihre Weiterentwicklung dringend erforderlich machen. Gleiches gilt auch für die Umsetzung notwendiger Sanierungsmaßnahmen, da solche Maßnahmen, die den Unternehmer selbst oder seine Familienangehörigen betreffen, oftmals am schwierigsten durchzuführen sind. Dies gilt vor allem dann, wenn der Eigentümer und Teile seiner Angehörigen in Schlüsselpositionen tätig und für den Eintritt der Krise mit verantwortlich sind. Das Interesse des Unternehmers sowie seiner Angehörigen an der Wahrung ihrer Führungsrolle steht damit häufig im Widerspruch zu den Erfordernissen des Krisenunternehmens, welches einer Führung bedarf, die den spezifischen Anforderungen einer Krise zur Umsetzung notwendiger Sofortmaßnahmen und zur strategischen Neuausrichtung gewachsen ist.

Auf der Beschreibung der Interessen von Familienunternehmen aufbauend werden nun im Folgenden die Einflussmöglichkeiten näher betrachtet.

2.2.3.2 Einflussmöglichkeiten

Wie oben dargestellt kann bei Familienunternehmen stets eine Mehrheitsposition auf Eigentümerseite unterstellt werden, die nach Möglichkeit auch nach der Krise aufrechterhalten werden soll, damit die Eigentümerfamilie ihre unternehmerische Identität von Generation zu Generation aufrechterhalten kann. Familienunternehmen weisen eine besondere Kultur auf, die es bei der Analyse der bestehenden Einflussmöglichkeiten zu berücksichtigen gilt. So sind familiengeführte Unternehmen um Personen herum konstruiert, was dazu führt, dass die Aufgabenverteilung in der Unternehmung sich vielfach nicht an explizit festgelegten, formalen Strukturen orientiert, sondern an den gewachsenen Fähigkeiten und persönlichen Präferenzen der wichtigen Leistungsträger. Häufig gehören die Mitarbeiter zum erweiterten Familienkreis, was ein besonderes Verantwortungsgefühl bei allen Beteiligten füreinander, hohe Identifikation und eine außergewöhnliche Mobilisierungskraft gerade in Krisenzeiten hervorruft (vgl. Wimmer 2011, S. 59). Gerade in der Krise fällt somit der Figur des Gründers oder Familienoberhaupts eine besondere Bedeutung zu, die Belegschaft geschlossen durch die Sanierung zu führen und trotz etwaiger einschneidender Maßnahmen die Unternehmenskultur zu erhalten. Es lässt sich also feststellen, dass die stärkste Erfolgswirkung dem Seniorunternehmer und seiner Familie zuzuordnen ist (vgl. Weber 2010, S. 127).

Daneben ist davon auszugehen, dass die Familie aufgrund des oftmals geringen Formalisierungsgrades als zentrale Wissensträgerin im Unternehmen fungiert, die gesammelte Informationen und Erfahrungswerte in sich vereint. Dieser Umstand macht eine Einbindung der Familie im Rahmen der Restrukturierung erforderlich, was die Chancen für eine erfolgreiche Umsetzung erhöht.

Aufgrund der Tatsache, dass Familienunternehmen in der Regel einen großen Teil ihrer Gewinne thesaurieren und einen hohen Verschuldungsgrad sowie die Aufnahme fremden Eigenkapitals vermeiden, ist davon auszugehen, dass in einer Krise keine weiteren Mittel im Unternehmen sowie im Familienkreis zur Umsetzung notwendiger Sanierungsmaßnahmen zur Verfügung stehen. Besteht nicht die Möglichkeit, durch den Verkauf möglicher Randaktivitäten kurzfristig Kapital zu generieren, ist davon auszugehen,