

Thomas Reifert (Hrsg.)



# Finanzielle Restrukturierung

Sanierung von Unternehmenskrediten durch  
Debt Equity Swaps und Treuhandlösungen

**Deloitte.**

**SCHÄFFER  
POESCHEL**

---

Eberhard Crain\*

# Fehlentwicklungen in der Akquisitionsfinanzierung?

## Das Beteiligungsgeschäft im deutschsprachigen Raum

- 1 Einleitung
- 2 Unausgewogene Waren- und Finanzierungsmärkte
- 3 Einflüsse und Veränderungen durch schnelles Marktwachstum
- 4 Kein maßgeschneidertes Dienstleistungsprodukt
- 5 Ungleiche Entscheidungsprozesse
- 6 Ungleiche Sprache und Entscheidungsgrundlagen
- 7 Erschwerend für das Geschäft insbesondere in Krisenzeiten
- 8 Zusammenfassend: Anregungen für Verbesserungsansätze

---

\* Dr. Eberhard Crain, Geschäftsführender Gesellschafter, Beteiligungsgesellschaft CBR Management GmbH, München.

## 1 Einleitung

Die nachfolgenden Hypothesen entstammen persönlichen Erfahrungen des Autors als Familiengesellschafter, Bankpraktikant, Berater von Vorständen führender deutscher Banken, Letztentscheider mit und ohne eigenen Kapitaleinsatz in mehreren internationalen Groß- und deutschen Mittelstandsunternehmen sowie als Letztentscheider mit eigenem Kapitaleinsatz im mehrheitlichen Beteiligungsgeschäft mit gutgehenden, mittelständischen Unternehmen im deutschsprachigen Raum.

In der Folge werden Hypothesen des Autors zum Eigenkapitalmarkt im deutschsprachigen Raum dargestellt – zu unausgewogenen Waren- und Finanzierungsmärkten, den Einflüssen und Veränderungen im schnell wachsenden deutschen Beteiligungsmarkt, zu den wenig maßgeschneiderten Dienstleistungsprodukten der dort aktiven Banken für unterschiedliche Kundensegmente, den unterschiedlichen Entscheidungsprozessen sowie zu unterschiedlichen Sprachen und Entscheidungsgrundlagen von Banken und manchen ihrer Kunden; alles nicht nur in Normalzeiten sondern auch in Krisenzeiten. Zusammenfassend werden Anregungen für mögliche Verbesserungsansätze dargelegt.

## 2 Unausgewogene Waren- und Finanzierungsmärkte

Die Platzierung von Eigenkapital für Unternehmenskäufe im internationalen Markt institutioneller Anleger innerhalb einer Laufzeit von unter zehn Jahren erfordert jährliche Verzinsungs- und Wertsteigerungsversprechen, welche von gutgehenden, deutschen mittelständischen Unternehmen als Vermögensrendite (auf Verkehrswerte) meist nicht erzeugt werden können. Der Hauptgrund dafür ist, dass ein Großteil der in Deutschland erzeugten Produkte, Technologien und Arbeitsabläufe zu geringeren Kosten auch in anderen Ländern erzeugt werden kann. Auf den internationalen Warenmärkten (Mengen, Mixe und Preise) können mit deutschem Personal (Produktivitäten und Kosten) sowie Kapitaleinsatz (für Anlage- und Umlaufvermögen) keine Vermögensrenditen erzielt werden, die die durchschnittlichen gewichteten Eigen- und Fremdkapitalkosten in den weltweiten Kapitalmärkten decken. Eine marktgerechte Eigenkapitalverzinsung kann in diesem Fall nur durch die überproportionale Beimischung (»Hebelung«/»Leverage«) mit, im Vergleich zu Eigenkapital, (nach Steuern) günstigerem Fremdkapital erreicht werden – Fremdkapital, welches derzeit fast nur von Banken angeboten wird. Die Lückendeckung erfolgt zum Teil durch Spekulation, das heißt die jüngst oft zitierte Lösung der Finanzmärkte von der realen Wirtschaft.

Der überwältigende Anteil mittelständischer Unternehmen (überwiegend Familien-Gesellschaften) am deutschen Bruttoinlandsprodukt und deren vergleichbar geringe Eigenkapitalausstattung erklärt sich unter anderem dadurch, dass dieser »Eigenkapitalmarkt« an wesentlich längere Zeithorizonte (zum Teil über Generationen) und wesentlich geringere laufende Verzinsungen und Wertsteigerungen gewöhnt ist. Mangels jährlicher, marktgerechter Verzinsungs- und Ausschüttungsforderungen von Gesellschaftern, ergeben sich zum Beispiel bei Familiengesellschaften im Vergleich zu institutionellen Investoren unangemessen niedrige Jahreszinskosten für Risikokapital. Mangels Begehren oder vertraglicher Möglichkeiten von Familienmitgliedern zum Ausscheiden zu Verkehrswerten, verlangt dieser »Eigenkapitalmarkt« keine Unternehmenswertsteigerungen über zum Beispiel fünf bis zehn Jahre, wie sie der internationale, institutionelle Beteiligungsmarkt fordert.

### 3 Einflüsse und Veränderungen durch schnelles Marktwachstum

Seit 1990 wuchs die Nachfrage nach institutionellem Eigenkapital bei deutschen Unternehmenstransaktionen. Der Grund waren vermehrte Verkäufe von Familienunternehmen in Folge der Bildung zu wenig Eigenkapitals für Wachstum, von Generationsübergängen und Wertewandeln; ebenso Teilverkäufe bei größeren Unternehmensgruppen zur Konzentration auf das Kerngeschäft. Eine zunehmende Anzahl in- und insbesondere ausländischer M&A-Gesellschaften, anfangs meist Tochtergesellschaften von Banken, entdeckten auch in Deutschland die Vermittlung von Unternehmenskäufen und -verkäufen als attraktives Geschäft und trugen zum Wachstum des Marktes für Unternehmenstransaktionen bei. Die wachsende Nachfrage nach Eigenkapital und die mangelnde Bereitschaft großer deutscher Geldsammelstellen, in ihren Augen im Geschäft unerfahrene, deutsche Beteiligungsgesellschaften zu unterstützen, zog zunehmend größere, ausländische Beteiligungsfonds an. Der Versuch, in Deutschland beheimatete, große institutionelle Investoren für in Deutschland beheimatete Eigenkapitalfonds, mit dem Argument des besseren Verständnisses für inländische Unternehmenskultur und für das inländische politisch-rechtliche Umfeld, zu gewinnen, misslang. Entscheidender als der Umgang mit den deutschen Zielgesellschaften erschien den Investoren die Erfahrung der Managementgesellschaften dieser Eigenkapitalfonds mit der Platzierung und der rechtlichen wie steuerlichen Strukturierung von Eigenkapitalfonds sowie der Auswahl und Führung von Mitarbeitern. Deutsche Institutionen (zunächst vorwiegend anonyme Aktiengesellschaften mit angestellten Vorständen) investierten anfangs lieber durch Vermittlung ausländischer Fondsplatzierungsagenten in große anonyme, vorwiegend aus England oder den Vereinigten Staaten geführte Beteiligungsfonds. Später investierten sie in deren, von den ausländischen Müttern geführte oder zumindest im Geschäftsstil geprägte, deutsche Tochtergesellschaften. Manchen deutschen Beteiligungsgesellschaften gelang es über den Umweg durch das Ausland mit ins Geschäft zu kommen.

### 4 Kein maßgeschneidertes Dienstleistungsprodukt

Durch das Wachstum der Nachfrage nach Eigenkapital für Unternehmenstransaktionen und durch das Eintreffen ausländischer Beteiligungsfonds begannen deutsche Banken, neben den in Deutschland eintreffenden ausländischen Banken, die schnell in Anzahl und Größe wachsenden Beteiligungsgesellschaften mit (Akquisitions-)Finanzierungen zu unterstützen. Es eröffnete sich ein vergleichsweise schnell wachsendes, attraktives Geschäft in konstruktiver Zusammenarbeit als Finanzierungs»partner«, in dem Bewusstsein, dieses Geschäft nur »miteinander« entwickeln zu können. Mit Eintreffen der größeren, ausländischen Beteiligungsfonds wurden auch deren Geschäftsbedingungen importiert: Neben unterschiedlichen Zinsen je Tranche und über Zeit, sind dies zeitbezogene Zahlungen für Bank-Dienstleistungen (Retainer), Abbruch-Zahlungen (Break-up Fees) und Abschlussgebühren, welche oft nicht mehr nur auf das Kreditvolumen sondern auf das gesamte Transaktionsvolumen, also auch das zur Verfügung gestellte Eigenkapital, bezogen sind. Im Begleitzug mit den ausländischen Fonds kamen auch deren ausländische Anwaltsbüros, Wirtschaftsprüfer und Berater (später deren deutsche, von den ausländischen Müttern geprägte Töchter). Alle diese mussten sich nicht auf deutsche Gebräuchlichkeiten einstellen, auch nicht auf die deutsche Sprache. Seitdem verwenden deutsche Banken, wie ihre ausländischen Konkurrenten, umfangreiche englische Verträge mit un-

endlichen Anhängen (zur Belegung von »Kenntnis«), entsprechend angloamerikanischem Fallrecht (Case Law) und nicht mehr nach deutschem, kodifiziertem Recht. Die (nicht eigenes Kapital einsetzenden) Anwälte begannen, wie es in deren Heimatländern üblich ist, auch materiell zu verhandeln, auch wenn die andere Partei sich dies, als selbst betroffener Eigentümer, verbietet. Die wirklichen Entscheider, wie zum Beispiel bei Rechtsfragen der englische Gesellschaftsanwalt, sitzen oft nicht am Tisch. Es bürgerte sich ein, dass die Beurteilung der wirtschaftlichen Tragfähigkeit einer Transaktion durch die finanzierenden Banken unter anderem auf Basis von Gutachten internationaler Wirtschaftsprüfer, die der Eigenkapitalgeber zur Verfügung stellt, erfolgt. Demgemäß folgt die Sorgfaltsprüfung der Banken zeitlich erst nach der Prüfung der Wirtschaftsprüfer. Dies führt oft zu Entscheidungszeiten, mit welchen fremdfinanzierende Beteiligungsgesellschaften gegenüber strategischen oder privaten Käufern, welche keine projektbezogene Fremdfinanzierung benötigen, nicht mehr wettbewerbsfähig sind. Die Wirtschaftsprüfer zertifizieren vergangene beziehungsweise gegenwärtige Bilanzen und die Logik zukünftiger Finanzmodelle, prüfen die Extrapolation aus der Vergangenheit und Gegenwart in die Zukunft. Ihre Kernkompetenz ist allerdings nicht die Beurteilung unterschiedlichster Technologien und Märkte in der Zukunft. Sie beurteilten die Entscheidungs- und Kontrollinstrumente und deren Automatisierungsgrad, aber, mangels eigener Erfahrung, zu wenig die Qualifikation der Geschäftsentscheider und -prozesse. Zunehmend versuchen fremdfinanzierende Banken Einfluss auf die Auswahl der internationalen Anwälte zu nehmen, nicht nur mehr für die Kredit- sondern auch für die Kaufverträge. Selbiges gilt auch für die sonstigen Berater. Da diese somit öfter mit den sie bevorzugenden Banken arbeiten, entsteht zu diesen, obwohl oder weil nicht die Banken sondern die Eigenkapitalgeber zahlen, ein Naheverhältnis zu nicht zahlenden, und demgemäß im Umgang oft angenehmeren, »Auftraggebern«. Die zahlenden Eigenkapital-Geber und deren Management-Gesellschaft belasten ihrerseits die betroffenen Unternehmen mit Bank-, Dritt- und eigenen Dienstleistungskosten. Mangels Zuschnitts der Leistungen auf die Zahlungsfähigkeit eines deutschen mittelständischen Unternehmens, erreichen solche Beratungsdienstleistungen bis zur Hälfte eines Jahresergebnisses eines traditionellen, gutgehenden, deutschen Unternehmens mit 500 Mitarbeitern, mit einer ausgereiften Produktpalette und mit weltweit aufgebauten Kunden und Lieferanten, im Wettbewerb. In dem ständigen Bemühen der Führungskräfte solcher Unternehmen, wegen des von den Konsumenten (auch der Banker, Rechtsanwälte etc. und deren Familien) erzeugten Preisdrucks, ihre Mitarbeiter/Kosten »an der Front« zu rationalisieren und indirekte Leistungen/Kosten an das Geschäft anzupassen, zeigen diese Manager wenig Verständnis für die, zu wenig auf den Warenmarkt ausgerichteten, arbeitsteiligen, spezialisierten Leistungen/Kosten der nunmehr ausgelagerten Dienstleister.

## 5 Ungleiche Entscheidungsprozesse

Anfangs trafen erfahrene Banker/Kreditfachleute, insbesondere Niederlassungsleiter/-leitungen mit langer Berufserfahrung, weitgehend dezentral, die Kreditentscheidungen. Diese waren meist für alle Bankprodukte und die Gesamt-Kundenbeziehung verantwortlich. Sie waren, meist persönlich, sowohl mit der Kreditgenehmigung als auch mit der nachfolgenden Betreuung von Unternehmen gesamt und der Akquisitionsfinanzierung betraut. Durch ihre Gesamt-Geschäftsverantwortung waren sie auf langfristige Kundenbeziehungen ausgerichtet. Durch ihre lange Berufserfahrung, vergleichbar mit den Eigentümern von deutschen mittelständischen Unternehmen, nicht immer mit den Entscheidern der noch jungen Beteiligungsbranche, sprach man »auf gleicher Augenhöhe«. Das wachsende Beteiligungsgeschäft eröffnete neue

Perspektiven zum Aufbau eines gemeinsamen Geschäftes mit den Beteiligungsfonds. Man sah sich als gleichwertiger Partner. Gerade europäische Banker – die selbst zum Beispiel Währungskursschwankungen mit erheblichen Geschäftsauswirkungen kaum einen Tag vorzusagen wagten und die bankintern zum Teil weder über Kunden-, Produkt- und Vertriebskanalrechnungen noch (mangels differenzierter Zuordnung von Markt-, Risiko- und Fristentransformationskosten für Zinsen) über Ergebnis- oder Kapitalrenditerechnungen verfügten, welche in der Industrie längst üblich waren – berechneten in Bezug auf die Annahmen in fünfjährigen Geschäftsplänen (mit Durchschnittspreisen, -kosten und -vermögenseinsätzen über hunderte von Kunden, Produkten und Regionen) entsprechend weite Bandbreiten für Chancen und Risiken. Diese »teilten« sie mit den Eigenkapitalgebern und »wiesen diesen nicht die alleinige Verantwortung dafür zu«. Durch das nachfolgende Miterleben und Mittragen der Auswirkungen ihrer Kreditentscheidungen, hatten diese Entscheidungsträger der Banken ein realistisches Verständnis über die schwere Vorhersehbarkeit von zukünftigen Markt- und Unternehmensentwicklungen, welche gemeinsame Basis ihrer und der Entscheidung der Eigenkapitalgeber zum Zeitpunkt der Transaktion sind. Die Einräumung entsprechender Bandbreiten sollte kontinuierliche Engpässe und Neuverhandlungen vermeiden. Durch Vermeidung immer neuer Nachverhandlungen der Finanzierung des Geschäfts, sollte das Hauptaugenmerk auf die Entwicklung des Geschäfts, als Voraussetzung für die Finanzierung, gelenkt werden. Es sollte verhindert werden, dass von den wenigen Geschäftsführern und flachen Hierarchien mittelständischer Unternehmen mehr Zeit und Aufmerksamkeit für die Finanzierung als für das Geschäft selbst aufgewendet würden. In gleichem Maß sollte den fremdfinanzierenden Banken nicht ein Übermaß an Aufmerksamkeit im Vergleich zu den gleichgerichteten Interessen der nachrangigen Eigenkapitalgeber gewidmet werden.

Mit zunehmendem Geschäftsvolumen wurden, unabhängig von der Größe und der Struktur der Kunden und des Geschäfts, die mit eigener Entscheidungskompetenz und als Profitcenter ausgestatteten großen Niederlassungsleitungen durch zentrale Fachabteilungen für Akquisitionsfinanzierung abgelöst. Die »Proteste« der, zwar befragten Kunden, gegen diese Veränderungen blieben ungehört. Der Entscheidungsprozess und dessen Teilnehmer stehen damit auf Seiten der Banken in noch größerem Gegensatz zu den übrigen Teilnehmern am Entscheidungsprozess für mittelständische deutsche Transaktionen: Während die Letzt-Entscheider, nämlich der Verkäufer und der Käufer eines Unternehmens persönlich im Prozess involviert sind und eigenes Geld im Risiko haben, nehmen im Bankentscheidungsprozess unmittelbar nur die Entscheidungsvorbereiter teil. Weder die Prozessteilnehmer noch die Letztentscheider der fremdfinanzierenden Banken haben persönliches Geld im Risiko, wie dies bei selbst im Entscheidungsprozess beteiligten Privatbankern (Konsortien) der Fall wäre. Insbesondere durch die, im Vergleich zur mittelständischen Industrie völlig unterschiedliche, (vorgeschriebene) Trennung der Funktionen »Markt« und »Marktfolge«/»Kredit« (und Refinanzierung) bis hinauf zu den Einzelbankvorständen, findet bei den Banken keine unternehmerische Entscheidung eines Letztentscheiders statt. Ein für die Kreditentscheidung zuständiger Einzelvorstand, trifft somit keine unternehmerische Abwägung um mit dem Geschäft seine Familie zu ernähren, was bei dauernder Geschäftsablehnung und ohne Festgehalt nicht möglich wäre. Meist findet dessen funktionale Letzt-Entscheidung ohne dessen direkten Kontakt mit den übrigen Letzt-Entscheidern, den Verkäufern und Käufern in einer Transaktion, statt. Ein Kreditvorstand soll »bewusst« keinen Kundenkontakt haben, um seine »Neutralität« zu sichern. Dies ist insbesondere auch von Bedeutung, als erfahrene Entscheidungsträger wissen wie sehr, neben allen »Fakten«, gefühlsbelastet ihre Entscheidung über die Zukunft ist. Durch diese funktionale und hierarchische Bankorganisation ist es auch bei kleinen Transaktionen, bei welchen der Verkäufer/Käufer wünscht, den oder die Bank-Letzt-Entscheider persönlich zu sprechen, angebracht, den Einzelvorstand, ja manchmal den Vorstandsvorsitzenden zu treffen. Diese sind jedoch

naturgemäß »für so kleine Volumina« nicht verfügbar. Die berufliche Erfahrung und das Alter der Beteiligten ist höchst unterschiedlich, schon dadurch, dass die Eigentümer meist über viele Jahre und hauptsächlich mit Geschäftsentscheidungen befasst waren, bei welchen die Finanzierung nur einen, oft nachgelagerten, Teilaspekt darstellte. In der Sicht der Unternehmer ist das Geschäft, nämlich die Entwicklung eines Produktes und Marktes, manchmal sogar nur mit Einsatz von Kreativität und unbezahlter Zeit, vorrangig vor dessen Finanzierung und nicht umgekehrt.

Darauf, dass dieser allgemein übliche Entscheidungsprozess der Banken nicht mehr auf das spezielle Geschäft der mittelständischen Unternehmer und Eigenkapitalfonds angepasst ist, nehmen die Banken wenig Rücksicht. Ein Ausweichen der Eigenkapitalgeber zu anderen Fremdfinanzierungsquellen wird auf Grund der Quasi-Monopolstellung des weltweiten Bankennetzes nur schwer und langsam stattfinden.

Nachdem in den großen ausländischen Eigenkapitalfonds und M&A-Gesellschaften sowie Banken überwiegend Banker beschäftigt sind, ist eine Kommunikation dieser Differenzierung des Marktes, verbunden mit dem Wunsch einer auf dieses deutsche, mittelständische Segment ausgerichteten Betreuung, nahezu unmöglich. Nicht zuletzt durch die überwiegende Besetzung von Eigenkapital-Fonds mit Bankern entwickelt sich in solchen, gerade in größeren Fonds, auch eine immer größere Distanz zwischen Eigenkapitalfinanzierung (Technik) und Unternehmensführung (Geschäft). Bei mittelständischen, deutschen Eigenkapitalfonds, welche überwiegend, oft ausschließlich, mit erfahrenen Unternehmerpersönlichkeiten mit eigenem Kapitaleinsatz besetzt sind, findet diese Trennung weniger statt. Demgemäß nimmt hier die Entfremdung der Kunden-/Dienstleistungsbeziehung zwischen Bank und Unternehmer/Eigenkapitalgeber leider zu.

## 6 Ungleiche Sprache und Entscheidungsgrundlagen

Ein weiterer Grund, neben dem so unterschiedlichen Entscheidungsprozess, warum Banken und Eigentümer nicht mehr so eng zum gegenseitigen Vorteil zusammenarbeiten, ist meines Erachtens die zunehmend auseinander driftende Kommunikation. Erfolgreiche Unternehmen jeder Größenordnung arbeiten aktiv daran, bei der Steuerung nach Renditekomponenten von der *Umsatzverantwortung* erst zur *Ergebnisverantwortung* (Stückergebnis) und sodann zur *Verantwortung für Cashflow und Kapitalrendite* (Soll-Stück-Ergebnis zur Gesamtkapitalkostendeckung) zu gelangen. »Revolutionärer« aber ist die Abbildung des einzelnen Geschäftsvorganges (nach Cashflow und Kapitalrendite), wie er tatsächlich, täglich millionenfach stattfindet. Dies gilt unabhängig davon, ob es sich um ein multinationales Unternehmen, eine Würstchenbude ums Eck oder die Frau des Vorstandsvorsitzenden als Privatperson handelt. Mit einer nach in-/externem Geschäft, Zeit, Wahrscheinlichkeiten und Renditekomponenten formatierten, automatisch rechnenden, sortier- und aggregierbaren, leeren Excel-Tabelle (Suchregister), Quellenangaben und einer Demonstration/Schulung – alles über kostenfreies Skype – können heute 5.000 Mitarbeiter aller Funktionen und Ebenen, weltweit, in den nächsten fünf Minuten 5.000 Antworten darauf geben, wie weit ihr gerade gestelltes Kunden-/Artikelangebot die Soll-Umsatzrendite für die Deckung der Gesamtkapitalkosten absolut über- oder unterdeckt. Auch, ob die ihnen zur Verfügung gestellte Finanzierung bereits aufgebraucht ist. Auf Knopfdruck landen alle 5.000 Angebotskalkulationen nach den fünf parallelen Minuten bei den Sekretärinnen des Vorstandsvorsitzenden (erste Ebene) beziehungsweise den Cashflow/Rendite-Verantwortlichen der zweiten oder dritten Ebene (zehn Kalkulationen bei 500 Linienverantwortlichen). Dort wird in absteigender Reihenfolge der absoluten Über- oder Unterdeckung der

Kapitalkosten sortiert (keinesfalls aggregiert!), um die, nach Verantwortlichen sortierten, wichtigsten Einzelgeschäftsvorgänge mit den gerade beteiligten Mitarbeitern hinsichtlich Kapitalkostendeckung und Cashflow zu verbessern. Die Verbesserungserfordernisse sind schon deshalb um ein Vielfaches geringer, weil die 5.000 dezentralen Verantwortlichen schon bei der Dokumentation ihrer Entscheidungsgrundlage selbst die Zielverfehlung erkennen und sich Gedanken zur Verbesserung machen.

Obwohl die meisten Banken behaupten, ihre Kreditentscheidungen wären allein »Cashflow-Finanzierung« in sich geschlossener Geschäfte, wie dies bei den meisten Unternehmen heute außer Frage steht, scheint die »Sicherheiten-Finanzierung« bei vielen Banken nach wie vor im Vordergrund zu stehen. Als Beispiel sei folgende jüngste Erfahrung des Autors angeführt: 39 Kfz-Einzelprojekte eines Automobilzulieferers, verteilt auf verschiedene Automobil-Hersteller, hatten sehr unterschiedliche Geschäftsverläufe über Zeit (Mengen, Preise, Stückkosten, Anlage-/Umlaufvermögenseinsatz), demgemäß auch sehr unterschiedlichen Finanzierungsbedarf. Werkzeuge und Teile eines (gut oder schlecht laufenden) Automobil-Projektes sind nicht trennbar, da Teile nicht ohne Werkzeug herstellbar sind. Banken und Kreditnehmer einigten sich »im Sinne einer Sicherheiten-Finanzierung« undifferenziert über alle 39 Projekte und Hersteller, auf eine Werkzeug-Kreditlinie. Als ob ein Werkzeug eines nicht rentablen oder nicht liquiden Projektes »verwertbar« sei. Wegen schlechter Geschäftsentwicklung einiger Projekte, auch bei Herstellern mit guten Projekten und insgesamt positivem Geschäft, diskutierte man nicht über deren Aussonderung und Sanierung (wie »bad bank«) sondern es verlangten die Banken die Rückführung und sperrten die Wieder-Inanspruchnahme der gesamten Werkzeug-Linie undifferenziert über alle 39 Projekte. Der Effekt war ähnlich, wie wenn eine Bank die besicherte Stiege eines Mehrfamilienhauses entfernt, weil ein Mieter nicht bezahlt.

Die Berichtserfordernisse des Handels- oder Aktienrechtes sowie die oft davon, zwecks Kompatibilität, abgeleiteten Steuerungssysteme werden von Gesetzgebern und Finanz-/Steuerbeamten entworfen und entschieden, beraten von Professoren, welche alle vorab kein eigenes Kapital einsetzen. Die Einhaltung dieser Gesetze, Verordnungen, Richtlinien wird von Wirtschaftsprüfern, Steuerberatern und Rechtsanwälten geprüft, welche vorab kein wesentliches eigenes Kapital einsetzen. Kommuniziert wird in dieser Form überwiegend zwischen Finanzvorständen und Stabsmitarbeitern, welche vorab kein eigenes Kapital einsetzen. Alle Formate werden also insbesondere von Funktionen und Hierarchien angewandt, die oft weit von täglichen Geschäftsentscheidungen entfernt sind und welche deren Kapitalrendite oder Verluste nicht unmittelbar selbst tragen.

Die Sprache der Banker und der vielen Ex-Banker in der M&A- und Beteiligungsbranche ist geprägt davon, dass es nur mehr fünf (sehr kleine) Privat-Banken in Deutschland gibt und dass der Großteil der, in Deutschland und international ansässigen, Banken und Beteiligungsgesellschaften große, anonyme (größtenteils Aktien-)Gesellschaften mit angestellten Vorständen und Aufsichtsräten sind. Dort fällt es offensichtlich nicht auf, wenn ein Unternehmen eine »Vertriebsplanung« durchführt, so dass oft oben genannte 5.000 Mitarbeiter nur mit der Planung und Entscheidung über »Umsatz«, maximal Menge und Preis ( $2 \text{ Menge} \times 5 \text{ Preis} = 5 \text{ Menge} \times 2 \text{ Preis} = 10 \text{ Umsatz}$ ), beschäftigt sind. Es fällt nicht auf, dass diese nur (funktionalen) »Vertriebsverantwortlichen« dann die Planung der Kosten und des Vermögenseinsatzes, quer über alle Produkte/Kunden, nachfolgend und nicht parallel, der (funktionalen) Produktionsplanung überlassen. Ebenso, dass Vertrieb und Produktion die Planung der Finanzierung/Finanzierungskosten der (funktionalen) »Finanzen und Controlling«-Planung überlassen. Also fällt es nicht auf, dass alle an der Planung Beteiligten gar nicht interessiert sein können, ob mit der, je Kunde und Artikel (Einzelgeschäft) geplanten, Menge und dem Stück-Ergebnis sowie dem dazu erforderlichen Personal- und Vermögenseinsatz, Kosten und Tilgung der Eigen- und



Fremdmittel, die zur Finanzierung dieser Einzelgeschäfte aufgenommenen wurden, über- oder unterdeckt werden.

Hauptteil der Diskussion mit den Banken und deren Beratern ist, wie im Handels- und Aktienrecht, die (funktionale) Rendite-Komponenten-Betrachtung, aggregiert über alle, auch noch so unterschiedlichen Einzelgeschäfte und Organisationseinheiten, sowie der Wunsch nach größter Detaillierung dieser durchschnittlichen Rendite-Komponenten, in der (nicht mehr beeinflussbaren) Vergangenheit und über einen möglichst langen Zeitraum in die Zukunft. Die Bank selbst ist allerdings meist nicht bereit den, diese Geschäfte oft wesentlich beeinflussenden, Dollar/Euro-Kurs des nächsten Tages mit derselben Verbindlichkeit zu prognostizieren. Dieser Wunsch nach durchschnittlicher Rendite-Komponenten-Steuerung entsteht meines Erachtens durch das mangelnde Interesse an Kapitalrendite- und Cashflow-Zielen/Vorgaben für die so unterschiedlichen Einzelgeschäfte, mangels Entscheidungsverantwortung für das Einzelgeschäft, am »Montagmorgen« und mangels Betroffenheit des eigenen Geldeinsatzes. Bei der Abbildung der Wirklichkeit gibt es keine Durchschnittsprodukte für Durchschnittskunden mit Durchschnittspreisen, -kosten und -vermögenseinsatz. Jede Maßnahme zur Erreichung von Kapitalrendite und Cashflow ist demgemäß Geschäftssegment-spezifisch. Wo es bei einem Geschäft Sinn macht, Personal abzubauen und Preise zu erhöhen, kann bei einem anderen Geschäft gerade das Gegenteil Sinn machen, um das gleiche Ziel zu erreichen. Die (gesetzliche/funktionale) Rendite-Komponenten-Steuerung über alle Geschäfte deckt sich mit der oben genannten zunehmend funktionalen Organisation der Banken bis zum Einzelvorstand (Markt- und Kreditvorstand) und steht im Kontrast zur immer dezentraleren Organisation/Verantwortung nach Kapitalrendite und Cashflow für Einzelgeschäftssegmente in der Industrie. Die Entscheidungsgrundlagen nach Durchschnittskomponenten werden auch durch die regelmäßige Zusammenarbeit der Banken mit meist vergleichbar, funktional organisierten, meist nicht eigenes Kapital einsetzenden (Konsortial-)Bankern, Ex-Bankern in großen Industriekonzernen, Ex-Bankern bei M&A- und Finanzierungsberatern, Wirtschaftsprüfern, Steuer- und Unternehmensberatern sowie Rechtsanwälten gefördert. Alle bewegen sich insbesondere im Rahmen der gesetzlichen und Prüfvorschriften für das Gebaren »ordentlicher Kaufleute«.

## **7 Erschwerend für das Geschäft insbesondere in Krisenzeiten**

Wenn das gemeinsame Geschäft zwischen Zielgesellschaft, Eigen- und Fremdkapital-Gebern nicht mehr von ursprünglich gemeinsamen Annahmen über die Zukunft getragen wird, bei deren Änderung alle betroffenen Teilnehmer Lösungen zu suchen und herbeizuführen gezwungen sind, sind solche Lösungen schwer zu erreichen. Wenn die Entscheidungsvorbereiter und Letztentscheider auf Bankenseite über Zeit nicht mehr die Gleichen sind, oder sich mangels klarer Zuordnung der Verantwortung nicht betroffen fühlen und auch keinen materiellen Schaden erleiden (Geld oder Karriereeinschränkungen), besteht wenig Aussicht auf gemeinsam getragene Lösungen. Wie erwähnt, sind durch die Trennung der Entscheidungsvorbereitungs- und Letzt-Entscheidungsebene, durch Abgabe der Verantwortung nach der Kreditentscheidung an eine bankinterne Betreuungsorganisation, durch die spätere, autorisierte Weitergabe an Konsortial- und neue, oft zum Diskontpreis eintretende Banken, die Übergabe an einen »Work-out-Bereich«, der ursprüngliche Entscheidungsvorbereiter und der Letztentscheider nicht mehr deckungsgleich. Dies geschieht bei Banken wesentlich öfter als bei mittelständischen Unternehmern oder Partnern von Beteiligungsfonds, deren Beteiligungskonstruktion sich erst mittelfristig auf den Vorabkapitaleinsatz der Partner auswirkt. Neben den ursprünglichen Annahmen

und der veränderten Organisation führt auch gerade in der Krise die oben angegebene unterschiedliche Sprache zu erschwerter Kommunikation und Entscheidungen. Die Zuweisung der Verantwortung, dass der Markt falsch eingeschätzt wurde, erfolgt von den Banken an das Unternehmen und die Eigenkapitalgeber, indem sie sich selbst als Träger dieser Annahmen beziehungsweise als Mitwirkende im Markt (als Konsument und als Organisation) ausschließen. Die Entscheidung für das weitere Vorgehen der Bank wird unter anderem auf Basis eines Fortführungsgutachtens eines von der Bank empfohlenen Unternehmensberaters getroffen. Dieser arbeitet bevorzugterweise seit langem und in vielen Aufträgen mit der Bank zusammen und spricht deren Sprache (siehe oben). Er setzt naturgemäß kein Eigenkapital vorab ein. Basis für diese Renditekomponentensprache ist der IDW S6 der, nicht Geschäft betreibenden und kein Vorab-Eigenkapital einsetzenden, Wirtschaftsprüfer. Das Fortführungsgutachten wird aber vom betroffenen Eigenkapitalgeber beziehungsweise dessen Unternehmen bezahlt. Selbst als »lang gedienter« Unternehmensberater einer der weltbesten Beratungsunternehmen mit 20 Jahren Geschäftserfahrung, erheblichem eigenem Vorabkapitaleinsatz und erweitertem Wissen gilt man bei den Banken als wenig bedeutender »Prophet im eigenen Haus« im Vergleich zur »Neutralität« der nach Berufsalter jüngsten Unternehmensberater und deren »weltweit renommierten« Beratungsfirmen. Dies gilt auch, wenn deren senioren Beraterpartner/Direktoren ein Vielfaches weniger in die Studie involviert sind als der vorgenannte Miteigentümer/Letztentscheider. Wenn bankintern das Projekt abgeschrieben ist, lässt es sich leichter auf eine mögliche, vielleicht mit viel zukünftigem Aufwand verbundene, Chance verzichten. Wenn niemand oder wenige in der Bank die ursprüngliche Entscheidung mittragen (müssen), entledigt man sich leichter der Verantwortung für eine Lösung und überlässt dem Insolvenzgericht und dessen auserwählten Anwälten die Entscheidung und Abwicklung. Große Banken und Kunden sind ebenso bemüht den richtigen Richter und Insolvenzberater zu erlangen wie der betroffene Eigentümer und dessen Unternehmen (Großkunde oder Lieferant an Gericht/Insolvenzverwalter: »dann vergebe ich eben keine Aufträge an dieses Unternehmen mehr«; Bank: »dann unterstütze ich dieses Unternehmen eben nicht mehr«; Gewerkschaft: »dann leisten wir eben keinen Sanierungsbeitrag«). Die Bankverluste sind dabei oft gering im Vergleich zum verloren gehenden Eigenkapital, den Verlusten der anderen Gläubiger und der Arbeitnehmer, welche unter Umständen als Steuerzahler zum Erhalt aller Arbeitsplätze der Bank, trotz oder wegen großer Verluste der Bank, beigetragen haben. Die Front zwischen Nicht-Eignern und Eignern ist oft sehr klar und entspricht auch oft dem »politischen Willen«. Dass die »Kapitalisten« dabei viele Millionen Sparer/Konsumverzichter/Steuerzahler sind, wird dabei leicht vergessen. Dass dabei unter Umständen der Eigenkapitalgeber beziehungsweise das betroffene Unternehmen der Bank als bestehender oder zukünftiger Kunde verloren geht, fällt zum Teil, auf Grund der oben genannten funktionalen Bank-Organisation bis in die Vorstandsebene, nicht in die Verantwortung der mit der Lösung betrauten Verantwortlichen. Belohnt beziehungsweise gelobt wird zumeist, wer die »harte« Position der Bank vertritt, nicht, wer zu einer gemeinsamen und nachhaltigen Lösung, bevorzugt mit zukünftigem Geschäft, für alle Beteiligten beiträgt. Ein harter Verteilungskampf findet oft auch zwischen den beteiligten Banken und Bankern statt, in dem das Interesse der »zu melkenden Kuh« gegebenenfalls verloren geht. So kommt es oft zur besagten Kapitalvernichtung von Millionen Euro der Eigenkapitalgeber, welche zum Teil über die Bank selbst als Kapitalsammelstelle, staatliche Steueranlagebank oder Pensionsfonds, in die Eigenkapitalfonds investiert sind. Nur zu oft sind dies auch Angestellte von Banken. Das Fremdkapital bleibt angeblich den Bankanteileignern so besser erhalten. Der Zusammenhang, das gegenseitige, nachhaltige Geschäft aller Beteiligten, tritt in den Hintergrund. Warum sollte da ein Eigenkapital-Fonds nicht auch seine Gesamtgeschäftsbeziehung zu Banken und deren Bank- und anderen Wettbewerbern im Sinne des nachhaltigen Geschäftes überdenken.

## 8 Zusammenfassend: Anregungen für Verbesserungsansätze

Da nur Wettbewerb das Geschäft belebt, sind seit Langem Bestrebungen im Gange, Banken durch neue Fremdkapitalquellen abzulösen. Mit steigender, weltweiter Nachfrage nach Eigenkapitalfonds und wachsendem Angebot von Fremdkapital aus anderen Quellen als Banken, entsteht über Zeit ein neues Gleichgewicht im Markt für Finanzierung. Eine Entwicklung wie sie in anderen Branchen immer wieder stattfindet und für welche es kein Argument gibt, warum sie im Finanzsektor nicht stattfinden sollte. Langfristig werden vielleicht auch hier staatliche Eingriffe und das Argument des »Systemischen« zurücktreten. Auch in der Industrie gibt es weltweite große Konsortien von vielen mittelständischen Unternehmen, die nicht als »systemisch« bezeichnet werden. Durch die anhaltend hohen Kaufpreise für mittelständische Unternehmenskäufe in Deutschland einerseits und andererseits durch die nach der Finanzkrise geringere Möglichkeit der »Hebelung« der Kaufpreis-Finanzierung mit preiswerterem, steuerlich absetzbarem Fremdkapital, ist die Eigenkapitalverzinsung oft bis um die Hälfte gesunken. Sollten die Eigenkapitalgeber weiter bereit sein, ihr in Eigenkapitalfonds investiertes Kapital zu so niedriger Verzinsung zur Verfügung zu stellen, nähern sich die von den Unternehmen im Markt erzielbaren Vermögensrenditen den Kapitalkosten soweit an, dass es möglich wird, voll auf Fremdfinanzierung durch Banken zu verzichten. Damit sind Eigenkapitalfonds z. B. in der Lage, oft nur vorübergehende Liquiditätsengpässe im Umlaufvermögen, verursacht durch die Bankenkrise, bei welchen Banken heute, basierend auf ihren vor der Krise eingerichteten Kreditlinien, nicht mitziehen, zu vermeiden und damit langfristig auch ohne Fremdkapital zu überleben. Unternehmensbestand durch Liquidität vor Rentabilitätsmaximierung wäre dabei das Ziel der Eigentümer.

Neben mehr Eigenkapital von Beteiligungsfonds (zu Lasten der Eigenkapitalrendite) und Mezzanine-Fonds und neben standardisierten Mezzanine-Produkten der traditionellen Banken, welche bis auf Letztere derzeit Anlagen suchen, bieten sich bankunabhängige Fremdkapitalfonds an. Diese bilden sich langsam auch im mittelständischen Bereich und im deutschsprachigen Gebiet. Erste Überlegungen deutscher Banken, welche im selben Haus sogar in Eigenkapital-Fonds ohne Mitentscheidungsrechte (Blind Pool) investiert sind, nach demselben Muster der Eigenkapitalfonds auch Fremdkapitalfonds aufzulegen, fanden zwar Interesse aber noch keine Umsetzer. Demnach würden bei einem deutschen, mittelständischen Eigenkapitalfonds für je 40 Millionen Euro Eigenkapital, je 60 Millionen Euro Fremdkapital finanziert. Bei Eigenkapitalfonds mit zehn Transaktionen wären das 600 Millionen Euro Fremdkapital je Eigenkapitalfonds, bei zehn Eigenkapitalfonds ergäbe das ein Platzierungsvolumen von 6 Milliarden Euro. Dies ergäbe einen großen Marktanteil im deutschen Markt für mittelständische Akquisitionsfinanzierung. Nach dem Muster des »Blind«-Eigenkapital-Pools, in welchen nachrangig von der »Abteilung nebenan« derselben Bank »Eigenkapital-Fonds-Investitionen« getätigt werden, würde sich die Sorgfaltsprüfung des Fremdkapitalfonds im Wesentlichen auf die Qualität des Teams und der angewandten Standards sowie den damit erzielten Track Record sowie die damit erzielte Anlageverzinsung/-rendite konzentrieren. Sodann würden, ebenso wie in der Abteilung »Eigenkapital-Fonds-Investitionen«, Einzel»abrufe« erfolgen mit keiner individuellen Prüfung (Blind Pool). Die Auflage einer bestimmten Eigenkapital-/Fremdkapital-Quote (zum Beispiel 40:60), eines Verschuldungs-/EBIDTA-Vervielfachers (zum Beispiel 3,5x), einer hohen Risikoverzinsung (zum Beispiel 500 Basispunkte), die breite Risikostreuung auf 100 Einzelkredite über zehn Eigenkapitalfonds und die niedrigen Kosten, wegen des wenigen, aber hochqualifizierten Personals für die Erst-Entscheidung und später die reine Abwicklung (im Vergleich zu den Akquisitionsabteilungen und allen am Entscheidungs- und Überwa-

chungsprozess Beteiligten aller Hierarchien), würden das Geschäft attraktiv machen. Eine Lösung von naturgemäß im Zeitverlauf auftretenden Problemen, wäre, wie bei Eigenkapital auch, zu finden: zum Beispiel die Kündigung bei einer bestimmten aufgelaufenen Risikokreditsumme je Kreditnehmer bei hoher Stimmquote der Konsorten/Investoren, bei Abzeichnen/Vorliegen sehr dramatischer Gründe.

Eine Alternative zu der starken hierarchischen und rein funktionalen Entscheidungsorganisation von Banken, könnten auch industrielle Geldgeber sein. Sie wären weniger reguliert und hätten ein anderes Verständnis für Entscheidungsorganisationen und abgerundete Entscheiderprofile auf niedrigerer Ebene (Rendite und Cashflow-Verantwortung). Auch die Sprache des Geschäftes statt der durchschnittlichen Renditekomponenten über alle Geschäfte könnte dort besser vertreten sein. Es könnte sein, dass industrielle Kreditgeber traditionell mehr auf die Bedürfnisse ihrer Kunden ausgerichtet sind.

Nicht zuletzt, aber als am nächsten liegende Alternative, könnte es Banken geben, die ihr Geschäft stärker auf die vorgenannten Bedürfnisse individueller Produkt-/Marktsegmente ausrichten wollten/könnten und sich damit einen Wettbewerbsvorteil in der Nische schaffen könnten. Dies könnte mit veränderten, dezentraleren Kompetenzen, weniger funktionaler Organisation, anderem Geschäftsverständnis («Geschäft kommt vor Finanzierung») und einer anderen Sprache einhergehen. Vermutlich wären dazu auch andere Entscheiderprofile und Erfahrungen sowie ein anderes Belohnungssystem wünschenswert.