

Kapitalbeschaffung im Spannungsfeld zwischen Management und Kapitalgebern

James Bruton, Ruggell (Liechtenstein)

Manager zu sein ist heute in der Öffentlichkeit kein sonderlich angesehener Beruf. Das mag zu einem Großteil an Medienberichten über extrem hohe Managergehälter und -abfindungen liegen, die dieser Berufsgruppe allgemein einer Abzockermentalität bescheinigen. In der Schweiz haben Entwicklungen wie bei „Ackermann & Co.“ jüngst zu einer Revision des Rechnungslegungsrechts geführt, welche in Zukunft die Veröffentlichung von Managerbezügen auch bei nicht notierten Kapitalgesellschaften vorsieht¹. Das Ziel dieses Beitrags besteht darin, das Spannungsfeld zwischen dem Management und seinen Stakeholdern, allen voran den Kapitalgebern, zu beleuchten und alternative Formen der Außenfinanzierung darzustellen. Dabei wird deutlich, dass das Management die Unternehmenspotentiale entwickeln kann, wobei es viel Geschick braucht, um zwischen Scylla und Charybdis auf Kurs zu bleiben.

No risk – no fun: Die Kapitalstruktur der Unternehmung managen ...

Die Liquidität ist gleichsam das Lebensblut der Unternehmung. Eine der wichtigsten Managementaufgaben besteht daher in der Kapitalbeschaffung und der Sicherung der Zahlungsfähigkeit, ohne die ein Unternehmen auf Dauer nicht existieren kann. Das Unternehmenskapital besteht aus den von den Eigentümern investierten Eigenmitteln sowie aus Fremdmitteln, in der Regel Bankkrediten. Daneben gibt es Mischvarianten, so genannte hybride Finanzierungsformen, auf die später eingegangen wird.

Als Unternehmer sind die Eigentümer daran interessiert ihre Eigenkapitalrendite zu steigern. Durch Wahrnehmung von unternehmerischen Chancen (und Risiken) soll eine deutliche höhere Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals erreicht werden als bei risikoärmeren Investitionen. Durch die Finanzierung eines neuen Projektes mit Fremd- statt Eigenmittel lässt sich die Eigenkapitalrendite hebeln. Dieses als Leverage-Effekt bekannte Phänomen sei an folgendem stark vereinfachtem Beispiel verdeutlicht:

1 Vgl. http://www.ejpd.admin.ch/ejpd/de/home/themen/wirtschaft/ref_gesetzgebung/ref_aktienrechtsrevision.html [01.12.2009].

Nehmen wir an, das Management möchte ein neues Projekt durchführen. Dafür wird ein Gewinn von 10.000 Euro erwartet. Für die Finanzierung werden 100.000 Euro benötigt. Nehmen wir an, die Laufzeit der Investition beträgt ein Jahr. Wenn das Projekt zur Gänze aus Eigenmitteln finanziert wird, beträgt die voraussichtliche Rendite $10.000 / 100.000 = 10 \%$. Durch eine Finanzierung durch Eigen- und Fremdmittel zu jeweils 50 % steigt die Eigenkapitalrendite um 50 %. Nehmen wir des Weiteren an, dass die Fremdkapitalzinsen 5 % betragen. Der Gewinn von 10.000 Euro reduziert sich um die Zinsen ($50.000 \times 5 \% = 2.500$ Euro). Somit beträgt der voraussichtliche Gewinn 7.500 Euro und die Rendite somit $7.500 / 50.000 = 15 \%$.

Ganz allgemein kann gesagt werden, dass bei zunehmendem Verschuldungsgrad die erwartete Eigenkapitalrendite gesteigert wird. Jedoch steigt dabei auch das unternehmerische Risiko. Genauer: Falls die Gesamtkapitalrentabilität höher ist als der Fremdkapitalzins, erhöht sich die Eigenkapitalrentabilität bei zunehmendem Verschuldungsgrad. Ist die erwartete Gesamtkapitalrentabilität niedriger als der Fremdkapitalzins sinkt die Eigenkapitalrendite umso stärker, je höher der Fremdkapitalanteil ist. Es kommt dadurch zu einem negativen Hebeleffekt (Leverage-Risiko), es sei denn, es gelingt das Zinsrisiko mit Finanzmarktinstrumenten abzusichern. Im Leverage-Risiko-Fall steigt auch das Insolvenzrisiko durch Überschuldung.

... und moral hazard

Durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle entsteht eine Informationsasymmetrie zwischen dem Management und den Eigentümern. Dadurch besteht aber auch die Möglichkeit, dass die Ziele und Handlungen des Managements nach Vertragsabschluss von den Erwartungen der Eigentümer zu deren Lasten abweichen. Diesem als moral hazard bezeichneten Phänomen versuchen die Eigentümer dadurch zu begegnen, dass sie Anreize für das Management setzen, damit dieses in ihrem Sinne handelt, also den Unternehmenswert steigert. Dies geschieht etwa durch Koppelung einer Tantieme am EBIT (earnings before interest and taxes = Ergebnis vor Zinsen und Steuern), aber auch durch die Festlegung detaillierter Transparenzerfordernisse gegenüber einem Aufsichtsrat oder Beirat.

Damit wird das Management bemüht sein, den Shareholder Value im Sinne einer möglichst großen Eigenkapitalrendite und Beachtung der unternehmerischen Risiken zu maximieren. Wie dieser Spagat erreicht wird, ist eine Frage des Management-Geschicks. Der Schlüssel dazu liegt in der Steigerung der Potentiale des Unternehmens durch zusätzliche Investoren.

Die Steigerung der Potentiale eines Unternehmens ...

Fremdkapital verursacht Zinsen zum Marktzinssatz, und zwar unabhängig davon, ob das Unternehmen Gewinne erzielt oder nicht. Zudem müssen Kredite vereinbarungsgemäß und unabhängig von der wirtschaftlichen Situation getilgt werden. In wirtschaftlich schwierigen Zeiten kann das zu einer nachteiligen Bankenabhängigkeit führen. Alternative Finanzierungsformen, die besser auf die Ergebnisentwicklung des Unternehmens abgestimmt werden können, sind Private Equity und Mezzanine-Finanzierung.

... durch Private Equity ...

Private Equity steht für Beteiligungsfinanzierung, wobei die Beteiligungsgesellschaft ihrerseits Geld von Investoren bündelt und dieses Geld in lohnende Zielunternehmen investiert. Da Beteiligungsfinanzierung besonders riskant ist – im schlimmsten Fall kann die Investition verloren gehen –, erwarten die Investoren eine relativ kurzfristige, überdurchschnittliche Rendite. Dieses kurzfristige Denken ohne wirklichen Bezug zum unternehmerischen Gegenstand hat dazu geführt, dass Beteiligungsunternehmen polemisch als »Heuschrecken« bezeichnet werden.

„Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplätze sie vernichten – sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter. Gegen diese Form von Kapitalismus kämpfen wir.“²

In seinem Jahresgutachten 2005/2006 versuchte der Sachverständigenrat³ zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung die Heuschreckendebatte zu entschärfen. Im Gutachten heißt es in Tz. 694:

„In diesem Jahr sind die Aktivitäten von Private Equity-Gesellschaften und Hedge-Fonds besonders in den Blickpunkt der Öffentlichkeit gerückt und haben Diskussionen über die Notwendigkeit einer weitergehenden Regulierung ausgelöst. Die teilweise sehr undifferenziert geführten Diskussionen, im Rahmen derer Finanzinvestoren verkürzt zum Inbegriff von kurzfristig orientierten Spekulanten geworden sind und als »Heuschrecken« bezeichnet wurden, sind sicherlich mit auf ein mangelndes Verständnis der Strategien dieser Marktteilnehmer zurückzuführen, die in Deutschland erst in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen haben.“

- 2 Franz Müntefering, ehemaliger SPD-Vorsitzender und Vizekanzler im Interview mit der Bild am Sonntag, 17.04.2005.
- 3 Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2005/2006, 463 ff (http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/download/gutachten/ga05_ges.pdf [2.11.2009]).

In Tz. 699 wird weiterhin ausgeführt:

„Im Vordergrund der Debatte in Deutschland standen die Risiken für Unternehmen. Befürchtet wurde, dass kurzfristig orientierte Finanzinvestoren sich an einem Unternehmen beteiligten, die Unternehmung zerlegten und Reserven auflösten, um dann die Beteiligung wieder zu verkaufen und das Unternehmen geschwächt zurückzulassen. Diese einfache Argumentationslinie ist ökonomisch nicht nachzuvollziehen, da sie unterstellt, dass Investoren systematisch den Wert des Unternehmens zerstören und anschließend ihre Beteiligung mit Gewinn realisieren können.“

Zur Frage der sozialen Kälte der Finanzinvestoren heißt es in Tz. 703:

„Die stärksten Ängste ruft die vermeintliche »soziale Kälte« der Finanzinvestoren hervor. Konkret wird befürchtet, dass Finanzinvestoren zur Erhöhung des Gewinns systematisch Arbeitsplätze abbauen. Hier gilt es festzuhalten, dass ein Zielkonflikt zwischen hoher Rendite und hoher Beschäftigung allenfalls kurzfristig bestehen kann. Langfristig können nur dauerhaft ertragsstarke Unternehmen einen hohen Beschäftigungsstand halten oder diesen sogar ausbauen.“

Der Sachverständigenrat ergänzt dann in der gleichen Textziffer:

„Empirische Untersuchungen über die Auswirkungen von Private Equity, die für verschiedene Länder vorliegen, zeigen mehrheitlich, dass Private-Equity-finanzierte Unternehmen – verglichen mit ähnlichen, anderweitig finanzierten Unternehmen – überdurchschnittlich wachsen, mehr Arbeitsplätze schaffen, und einen höheren Anteil von F&E-Investitionen aufweisen.“

In der Tat sind Fälle, wie das Unternehmen Grohe (Herstellung von Badausstattung und -einrichtungen), bekannt geworden, bei denen diese Art der Finanzierung problematisiert wurde und für negative Schlagzeilen sorgte⁴. Demgegenüber gibt es zahlreiche Beispiele, etwa die ehemalige Siemens-Tochter Nixdorf, wo diese Finanzierungsform eine völlige neue Ausrichtung des Unternehmens ermöglicht hat und Unternehmenswert und neue Arbeitsplätze geschaffen hat. Wichtig dabei ist, dass die Ziele der Beteiligungsgesellschaft transparent sind und dass ein auf die Interessen des Unternehmens abgestelltes Vertragswerk einschließlich Ausstiegsszenario vereinbart werden kann.

... und durch Mezzanine-Finanzierung

Eine weitere Möglichkeit zur Gewinnung zusätzlicher Investoren ist diejenige durch Mezzanine-Finanzierung. Mezzanine-Finanzierung ist eine hybride Finanzierungsform, die Elemente von Eigen- und Fremdfinanzierung kombiniert. Bekannte Beispiele sind Wandelanleihe und Optionsanleihe, stille Beteiligung und partiarisches Darlehen sowie Genussrechte.

4 Vgl. <http://www.zeit.de/2005/24/Grohe> [2.11.2009].

Wandel- und Optionsanleihen sind verzinsliche Wertpapiere. Der Zinssatz ist geringer als der Kapitalmarktzins. Dafür verleihen diese Anleihen dem Inhaber ein Aktienbezugsrecht. Im Unterschied zur Wandelanleihe ist das Aktienbezugsrecht bei der Optionsanleihe eigenständig handelbar, so dass der Anleihebetrag nicht auf den Aktienausgabepreis angerechnet wird.

Die (typische) *stille Beteiligung* ist eine Innengesellschaft. Der Beteiligungsvertrag ist hinsichtlich Verzinsung und Beteiligung an Gewinn und Verlust vielseitig gestaltbar. Bei der atypisch stillen Beteiligung ist darüber hinaus die Beteiligung am Vermögen der Gesellschaft, einschließlich eventueller stiller Reserven vorgesehen. Die Mitsprache- und Kontrollrechte sind frei vereinbar, jedoch in der Regel stärker bei der atypisch stillen Gesellschaft. Das *partiarische Darlehen* ist der typisch stillen Gesellschaft ähnlich, jedoch ist eine Verlustbeteiligung in der Regel ausgeschlossen. Die Vorteile dieser Finanzierungsformen ist, dass die Zinsen in Abhängigkeit vom erwarteten Unternehmensergebnis vereinbart werden können, während sie bei Bankkrediten auch bei Verlusten anfallen.

Genussrechte sind einerseits schuldrechtlicher Natur (Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung), andererseits sind sie mit Vermögensrechten ausgestattet, die typischerweise nur Gesellschaftern gewährt werden (z.B. gewinnabhängige Vergütung, Beteiligung am Liquidationserlös oder Optionsrechte). Das Genussrecht hat daher eine Stellung zwischen Eigen- und Fremdkapital.

Die Vorteile der Mezzanine-Finanzierung sind die Schließung von Finanzierungslücken durch Stärkung des wirtschaftlichen Eigenkapitals, steuerlich absetzbare Zinsen, begrenzte Mitspracherechte des Mezzanine-Kapitalgebers, keine oder allenfalls nachrangige Sicherheiten, fest vereinbarte Laufzeit sowie die Flexibilität bei der Strukturierung des Finanzierungsvertrages.

Demgegenüber gibt es einige Nachteile, die vom Management abgewogen werden müssen: höhere Kosten gegenüber klassischer Kreditfinanzierung, zeitliche Befristung gegenüber reinem Eigenkapital, erhöhte Transparenzfordernisse sowie die Notwendigkeit eines stabilen Cashflows.

... ist auch eine Frage der so genannten „soft facts“

Wie vom Sachverständigenrat festgestellt ist ein Zielkonflikt zwischen hoher Rendite und hoher Beschäftigung allenfalls kurzfristig. Langfristig muss das Management dafür sorgen, dass das Unternehmen durch eine gute Reputation für alle Stakeholder – nicht nur für die Shareholder – attraktiv bleibt. Beispielsweise haben Untersuchungen gezeigt, dass Mitarbeiter sich mit einem für sie attrakti-

ven Unternehmen identifizieren und so gewonnen und gehalten werden können.⁵ In diesem Zusammenhang wird deutlich, dass eine versuchte Renditesteigerung zu Lasten wichtiger Stakeholdergruppen (wie Mitarbeiter oder Kunden) nicht nur sittlich falsch, sondern auf lange Sicht betriebswirtschaftlich ineffektiv ist.

- 5 Vgl. Backhaus, K.B./Stone, B.A./Heiner, K., Exploring the Relationship Between Corporate Social Performance and Employer Attractiveness, in: *Business & Society* 41 (2002) 292-318; Luce R.A./Barber, A.E./Hillman, A. J., Good Deeds and Misdeeds. A Mediated Model of the Effect of Corporate Social Performance on Organizational Attractiveness, in: *Business & Society* 40 (2001) 397-415; Albinger, H./Freeman, S.J., Corporate Social Performance and Attractiveness as an Employer to Different Job Seeking Populations, in: *Journal of Business Ethics* 28 (2000) 243-253; Greening, D.W./Turban, D.B., Corporate Social Performance as a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce, in: *Business & Society* 39 (2000) 254-280; Riordan, C.M./Gatewood, R.D./Bill, J.B., Corporate Image: Employee Reactions and Implications for Managing Corporate Social Performance, in: *Journal of Business Ethics*, 16 (1997) 401-412; Turban, D.B./Greening, D.W., Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees, in: *Academy of Management Journal*, 40 (1996) 658-672; Sims, R.L./Kroeck, K.G., The Influence of Ethical Fit on Employee Satisfaction, Commitment and Turnover. *Journal of Business Ethics*, 13 (1994) 939-947.