

Peter Roventa, Stefan König¹

Schaffung von Unternehmenswerten durch Kapitalfreisetzung oder: Basel II und seine Vorteile

- 0. Vorspann: Deutsche Bank poliert Bilanz – US-Konzern kauft Immobilien**
- 1. Einleitung: Schaffung von Unternehmenswerten**
- 2. Verschärfte Eigenkapitalvorschriften der Banken durch Basel II**
- 3. Wertsteigerungsstrategien**
- 4. Schlussbetrachtung**

¹ Dr. Peter Roventa, Vorstand CORFINA AG Corporate Finance Partners, Börsenplatz 1, 60313 Frankfurt, E-Mail: corfina@corfina.de
Stefan König, Senior-Manager CORFINA AG Corporate Finance Partners, Börsenplatz 1, 60313 Frankfurt, E-Mail: corfina@corfina.de

Schaffung von Unternehmenswerten durch Kapitalfreisetzung oder: Basel II und seine Vorteile

0. VORSPANN: DEUTSCHE BANK POLIERT BILANZ US-KONZERN KAUFT IMMOBILIEN – BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTBLACKSTONE ZAHLT 1 MRD. €

Der Trend, sich von Immobilien zu trennen, geht quer durch alle Branchen. Der Eigentümer verkauft seine Gebäude, nutzt sie aber weiter. Er wird Mieter. Das Verfahren bringt schnelle Liquidität. Meist kann das Unternehmen das Geld in seinem Kerngeschäft besser nutzen.

Handelsblatt vom 25.Nov.2003

1. EINLEITUNG: SCHAFFUNG VON UNTERNEHMENSWERTEN

Die Unternehmenswertdiskussion mit dem neudeutschen Stichwort Shareholder Value hat seit geraumer Zeit seinen festen Platz in der Unternehmenspraxis vor allem großer börsennotierter Gesellschaften. Shareholder Value hat sich als Maßstab für die Beurteilung von Unternehmenserfolg sogar in einer Weise verselbstständigt, die teilweise zu karikativen Überzeichnungen geführt hat, bis hin letztlich zum Stichwort des „Raubtierkapitalismus“ und dem damit einhergehenden Vertrauensverlust bei vielen Kapitalanlegern weltweit.

Einer der geistigen Urväter der Werttheorie ist sicher Benjamin Graham, der sich als einer der großen und erfolgreichen Investoren über längere Zeiträume sehr gute Renditen darüber gesichert hat, dass er über den „inneren“ Wert von Unternehmen systematisch nachgedacht und ihn bei seinen Investments berücksichtigt hat, indem er vom Kapitalmarkt „übersehene“ oder „unterbewertete“ Unternehmen ausgewählt hat. Von Warren Buffet, dem wahrscheinlich erfolgreichsten Investor der Gegenwart, ist der Ansatz seines „Lehrers“ Graham dahingegen verfeinert und weiterentwickelt worden, dass der Preis – als Merkmal der Unterbewertung – bei ihm erst in 2. Linie eine Rolle spielt. Zunächst geht es in seiner Investmentstrategie darum, wertschaffende Unternehmen vom Grundsatz her zu erkennen (z.B. „erstklassige“ Unternehmen mit „Verbrauchermonopol“ und mit hervorragendem Management). Erst in zweiter Linie wird dann die Frage gestellt, ob der Preis – z.B. der Aktienkurs – gerechtfertigt oder attraktiv erscheint.

Durch institutionelle Investoren wie Warren Buffet oder die großen Pensionsfonds ist immer mehr Druck auf börsennotierte Unternehmen entstanden, Unternehmenswerte – sprich: Shareholder Value – zu schaffen. Diese eingeforderte Wertsteigerung stellt die Unternehmen seit einiger Zeit vor erhebliche Probleme:

Zum einen befinden sich die Unternehmen in einem schwierigen Marktumfeld. Schlagworte wie weltweit rezessive Märkte und Konsolidierung, zunehmende Konzentration und Globalisierung, damit einhergehend verschärfter Wettbewerbsdruck sorgen für schwierige Rahmenbedingungen.

In Deutschland kommt auf der anderen Seite ein weitere Schwierigkeit hinzu: die Probleme in der Bankenlandschaft führen dazu, dass immer weniger Kredite vergeben werden, oder bereits bestehende Kredite erneut auf den Prüfstand kommen. Dies aber erschwert Wachstum und Innovation der Unternehmen erheblich. Viele Banken haben sich aus dem klassischen Kreditgeschäft mehr und mehr zurückgezogen und sich dem – manchmal auch nur scheinbar – ertragreicheren und mit weniger Risiken behafteten Provisionsgeschäft, wie z.B. dem Investmentbanking, zugewandt. Aus den Bilanzen der deutschen Großbanken wie Deutsche Bank, Dresdner Bank und HypoVereinsbank ist gut zu erkennen, in welchem Ausmaß die Kreditlinien in den letzten Jahren zusammengestrichen worden sind. Beispielsweise haben sich die Nettoforderungen der Deutschen Bank aus dem Kreditgeschäft um ein Drittel von 260 Mrd. Euro im Jahr 2001 auf 167 Mrd. Euro im Jahr 2002 reduziert. Wenn man die durchgeführten Wertberichtigungen herausrechnet, bleibt immer noch ein ganz erheblicher Rückgang der ausgereichten Kredite.

Damit wächst die Gefahr der Kapitalverknappung. Dies gilt zukünftig im besonderen Maße für mittelständische Unternehmen, die bislang weitgehend auch ohne kapitalmarktorientierte Kennzahlen auskamen. Derzeit kann man aber beobachten, dass über Regularien wie Basel II – im Zusammenspiel mit der traditionell niedrigen Eigenkapitalquote des deutschen Mittelstandes von z. T. weit unter 20 % - die Fähigkeit des Unternehmens, (Eigen- und Fremd-) Kapital risikoadäquat zu verzinsen, von zentraler Bedeutung für die Überlebensfähigkeit werden.

Eine hohe Insolvenzrate von ca. 40.000 Insolvenzen p.a. allein in Deutschland in den letzten Jahren ist ein Resultat dieser Politik. Nach einer Prognose des Statistischen Bundesamtes soll die Zahl der Unternehmensinsolvenzen im Jahr 2003 auf über 45.000 ansteigen. Zwischen Januar und März 2003 wurden bereits knapp 25.000 Pleiten von Firmen und Privatleuten registriert, dies sind bereits wieder 27% mehr als im Vorjahr. Es ist daher davon auszugehen, dass die Zahl der Firmeninsolvenzen auch in Zukunft ansteigen wird.

2. VERSCHÄRFTE EIGENKAPTIALVORSCHRIFTEN DER BANKEN DURCH BASEL II

AUSWIRKUNGEN VON BASEL II AUF DIE BANKEN

Bei Basel II geht es im Kern darum, die Kapitalanforderungen an Banken stärker als bisher vom ökonomischen Risiko abhängig zu machen und neuere Entwicklungen an den Finanzmärkten sowie im Risikomanagement zu berücksichtigen. Mit dem Regelwerk des Baseler Akkord² wurde die Mindest-

² Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen, Juli 1988

kapitalausstattung auf 8%, bezogen auf die standardisiert risikogewichteten Kreditpositionen einer Bank, festgelegt, wobei das so gemessene Kapital auch andere, nicht in dieser Rechnung einbezogene Risiken abdecken sollte. Ziel der Vorgaben des Baseler Ausschusses³ ist es, komplexere Risikoprofile auf Gesamtbankebene zu erfassen, um Risiko- und Eigenkapitalstrategie in Einklang zu bringen. Diese neue Regelung, welche bis 2007 umgesetzt werden soll, besteht aus drei tragenden Elementen (sog. „drei Säulen“): Als erste Säule werden die vorstehend beschriebenen Eigenkapitalanforderungen festgelegt, dann findet als zweite Säule ein Überprüfungsverfahren durch die Aufsichtsbehörden (Supervisory Review Process) statt und zuletzt als dritte Säule ein wirksamer Einsatz der Marktdisziplin, d.h. der Erweiterung der Offenlegungspflichten.

Die Diskussionen unter dem Schlagwort Basel II wurden bislang oft aus der Sicht der Kreditgeber geführt. Mit der Restrukturierung der Risikostreuung und –steuerung der Banken und unterschiedlichen Eigenkapitalvorschriften erhofft man sich mit Basel II deren Handlungsspielräume erweitern zu können. Aus Sicht der Banken geht es vor allem darum, die Eigenkapitalunterlegung zu mindern. Es sollen somit wirksame Systeme der Risikobemessung (sog. „Ratings“) entwickelt und von den Aufsichtsbehörden genehmigt werden, um das notwendige Eigenkapital für das gesamte Kreditportefeuille zu senken und so die Handlungsspielräume zu erweitern.

BASEL II VERÄNDERT DIE UNTERNEHMENSLANDSCHAFT

Kennzeichnend für die Basel II-Richtlinie ist, dass man bei der Richtlinie nicht explizit auf den Umstand eingegangen, welche Auswirkungen dies für die Unternehmen selbst als Kreditnehmer hat. Zunächst werden in Zukunft die Konditionen für eine Finanzierung, die ja schließlich für Wachstum und Innovation vieler Unternehmen unerlässlich ist, maßgeblich vom bankinternen Rating abhängig sein. Das Rating durch die Banken wird mehr und mehr für mittelständische Unternehmen wichtig werden. Der Unternehmer wird natürlich auch das Rating nicht zuletzt deshalb wissen wollen, um einen Konditionenvergleich mit anderen Banken durchführen zu können.

Diese Offenlegung wird die Banken in Zukunft potentiell in ein Dilemma bringen – ganz unabhängig davon, dass gleiche Unternehmen wahrscheinlich schon wegen des gesamten Risikoprofils der Bank von diesen ganz unterschiedlich „geratet“ werden. Bonitätsmäßig attraktive Kunden werden ihre gute Bonität offensiv in Bankengespräche einbringen, wodurch die Gewinnmargen der Banken vermutlich weiter unter Druck geraten. Gibt die Bank das Rating gegenüber dem Kunden bekannt, wird er bei anderen Instituten um günstigere Offerten bitten und erleichtert den Mitbewerbern zugleich die Urteilsbildung. So werden einerseits durch Basel II die Risiken für die Banken transparenter und damit die Risikomargen angemessener, andererseits werden die Gesamtkosten der Risikobeurteilung und –bewertung ansteigen. „Risikoarme“ Unternehmen werden vermutlich günstigere Finanzierungsbedingungen vorfinden als derzeit, während sie sich für „risikoreichere“ Unternehmen verschlechtern dürf-

³ Der 1975 gegründete Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht setzt sich aus Vertretern der Zentralbanken sowie der Bankenaufsichtsbehörden der Länder der Zehnergruppe (Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Schweden, Schweiz und USA) sowie Luxemburg zusammen und tritt in der Regel bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel zusammen, wo sich auch sein ständiges Sekretariat befindet. Er bezweckt die Entwicklung eines internationalen Aufsichtsregel- und Netzwerks, um die Qualität der Bankenaufsicht weltweit zu verbessern.

ten. Für Kredite an Unternehmen mit sehr guter Bonität reduziert sich die Eigenkapitalbelastung (besser als A+: 20-Prozent-Gewichtung⁴), für Unternehmen mit schlechter Bonität hingegen erhöht sie sich (niedriger als B-: 150 Prozent-Gewichtung). Folglich werden Unternehmen, die mit einem B-Rating klassifiziert werden und sich am Kapitalmarkt Geld beschaffen müssen, wohl gut und gerne zwei Prozentpunkte und mehr zahlen müssen als risikoarme Kreditnehmer.

3. WERTSTEIGERUNGSSTRATEGIEN

Vor diesem Hintergrund gewinnt natürlich die Schaffung von Unternehmenswerten und deren Umsetzung durch konkrete Strategien eine immer zentralere Rolle.

Investoren und Wertsteigerung

Bislang hat das Thema Wertsteigerung für eigentümergeführte mittelständische Unternehmen hauptsächlich im Rahmen von Unternehmensverkäufen oder Beteiligungsveräußerungen eine wichtige Rolle gespielt. Zukünftige Finanzierungsformen für mittelständische Unternehmen werden aufgrund der bisher durchschnittlich vergleichsweise geringen Eigenkapitalbasis von Unternehmen immer stärker Eigenkapitalcharakter haben müssen. Eine mögliche Strategie ist, einen Teil des Unternehmens – zumeist über Kapitalerhöhung oder Beteiligungen - an Finanzinvestoren zu verkaufen oder strategische Partner herein zu nehmen. Der Unternehmenswert ist dann natürlich keine abstrakte Größe oder ein theoretisches Konstrukt mehr, sondern er ist letztlich die Berechnungsgrundlage für den Preis, den ein zukünftiger Anteilseigner zu bezahlen bereit ist. Je höher der Unternehmenswert, desto mehr Geld bekommt das Unternehmen für die Beteiligung bzw. desto weniger Anteile muss der Inhaber von seinem Unternehmen abgeben. Eine Beispielrechnung mag dies illustrieren: Wenn der Unternehmenswert bei 100 Mio € liegt, dann erhielte ein Investor für eine Kapitalerhöhung um 25 Mio € eine Minderheitsbeteiligung von 20%. Bei einem Unternehmenswert vor Kapitalerhöhung von nur 75 Mio €, verlangt der gleiche Investor schon eine Beteiligung von 25 % für das gleiche Investment im Unternehmen.

Allen Eigenkapitalinvestoren ist eines gemeinsam: Sie weisen zunächst – trotz Basel II - ein anderes Interessenprofil auf als Fremdkapitalgeber, die ein Unternehmen oder Finanzierungsprojekt immer an der Fähigkeit messen, die fälligen Zins- und Tilgungsraten mit hoher Sicherheit zurückzahlen zu können. Eigenkapitalinvestoren interessieren sich im wesentlichen für die Steigerung des Wertes ihrer Beteiligung, die sie nach einem definierten Zeitraum weiterverkaufen oder z.B. an die Börse bringen wollen. Sie begrüßen deshalb primär mittel- bis langfristige Strategien, die auf ein profitables Wachstum und eine nachhaltige Wertsteigerung abzielen.

⁴ Für die Bemessung der Eigenkapitalunterlegung von Kreditrisiken schlägt der Baseler Ausschuss einen Standardansatz sowie einen auf bankinternen Risikoeinstufungen (Ratings) basierenden Ansatz (Internal Ratings Based Approach, IRB-Ansatz) vor. In diesem Standardansatz werden Risikogewichtungssätze für bestimmte Art von Kreditforderungen zwischen 0 und 150% vorgegeben.

Investoren sind nur dann bereit, ein Investment einzugehen, wenn es dem Unternehmen gelingt, ihnen eine nachhaltige Wertsteigerung dieses Investments plausibel aufzeigen zu können. Dies wiederum führt zu einer Reduzierung der Risikoeinschätzung des Unternehmens durch die Kapitalgeber, wodurch die Finanzierungskosten sinken. Je transparenter, plausibler und nachvollziehbarer die langfristige Wertsteigerungsstrategie ist, desto geringer wird die Risikoprämie sein, die ein Investor verlangt.

Eigenkapitalaufnahme erfordert deshalb eine intensive Auseinandersetzung mit der langfristigen Wertsteigerungs - Strategie des Unternehmens. Der Schlüssel zur Wertsteigerung ist die Entwicklung einer Strategie des profitablen Wachstums. Diese Strategie muss dann konsequent umgesetzt und gegenüber den Kapitalgebern jeweils kommuniziert werden.

Im folgenden zeigen wir, wie ein systematischer Prozess zur Steigerung des Unternehmenswertes auf der Basis nachhaltig profitabler Wachstumsstrategien gestaltet werden kann (vgl. auch Roventa und Aschenbach 2002). Dabei orientiert sich ein solcher Prozess immer an potenziellen Investoren und führt zu einer besseren Verhandlungsbasis gegenüber Kapitalgebern und somit zu einer Steigerung der unternehmerischen Handlungsspielräume. Dieses Maßnahmenprogramm zielt auf eine Steigerung des Unternehmenswertes im Vorfeld von Finanzierungen und Kooperationen bzw. Anteilsverkäufen.

Unterscheidung von Wertschaffenden und Wertvernichtenden Aktivitäten

Ein erster Schritt in Richtung dieses Maßnahmenkatalogs ist, die wertschaffenden und wertvernichtenden Aktivitäten des Unternehmens heraus zu finden und sie transparent zu machen. Dabei gilt es, die vorhandenen Geschäftsaktivitäten auf einen Prüfstand zu stellen. Wertschaffend sind in diesem Zusammenhang alle Aktivitäten oder Prozesse, die zu einer – entsprechend den Risiken - ausreichenden Verzinsung des investierten Kapitals führen. D.h. Wert schaffen diejenigen Geschäfts- und Wertschöpfungsaktivitäten, deren Cash Flow die (Fremd- und Eigen-) Kapitalkosten übersteigt und die ein hohes Innovations- und Wachstumspotenzial aufweisen. Wir bezeichnen diese Aktivitäten als die Wertschaffer des Unternehmens. Es kommt nicht selten vor, dass der zusammenaddierte Wert dieser Wertschaffer deutlich über dem rechnerischen Gesamt-Unternehmenswert liegt. Um diese Wertschaffer zu identifizieren, müssen zunächst Bewertungsansätze für einzelne Geschäftsfelder und Projekte entwickelt werden.

Viele Unternehmen schleppen über die Zeit ein Sammelsurium von Geschäften mit, in die sie nicht selten durch scheinbare Opportunitäten irgendwann hinein „geraten“ sind. Gute Unternehmen und Unternehmer durchleuchten zumindest von Zeit zu Zeit ohnehin ihr Unternehmen darauf hin, inwieweit das Portefeuille an Geschäften wirklich Kerngeschäfte sind und inwieweit sich Randgeschäfte „eingeschlichen“ haben, die kaum zur Wertschaffung beitragen oder sogar Werte vernichten. Und: gute Unternehmen trennen sich auch von solchen Randaktivitäten! Solche Randaktivitäten können dabei durchaus frühere Kernaktivitäten gewesen sein und waren in Einzelfällen sogar die Kerngeschäfte bei der Unternehmensgründung.

Wertvernichtung ist meist eine Folge dessen, dass die eigentliche Wertschöpfung des Unternehmens in Bereichen liegt, die nicht oder nicht mehr zu den Stärken des Unternehmens zählen. Falls nicht abzusehen ist, dass die Kapitalkosten nachhaltig verdient werden können, muss über alternative Geschäftsdefinitionen und strategische Optionen nachgedacht werden (z.B. das Eingehen von Kooperationen oder Strategischen Allianzen, der Verkauf der Aktivitäten oder die Option, aus diesen Aktivitäten separat zu finanzierende eigene Geschäfte zu entwickeln).

Aber selbst wenn der Wertschöpfungsbeitrag von einzelnen Geschäften positiv ist, kann es durchaus sein, dass einzelne Geschäfte oder Geschäftsbereiche in der Hand und in der Umgebung von anderen Unternehmen erheblich höhere Werte schaffen können, weil es dort gleichsam vielleicht der letzte noch „fehlende Puzzlestein“ oder das sprichwörtliche „Arrondierungsgrundstück“ ist. Ein solches Unternehmen ist nicht selten bereit, ein Vielfaches des Wertes zu bezahlen, den es für das eigene Unternehmen schafft. Dieser Tatbestand wird häufig und von vielen übersehen. Dabei kommt es natürlich darauf an, solche Unternehmen konzeptionell und analytisch sauber auszumachen und die dadurch geschaffenen potentiellen Werte auch glaubhaft zu kommunizieren. Hohe Kaufpreise oder strategische Prämissen für eine solche Randaktivität können meist erheblich sinnvoller, d.h. wertschaffender für den Ausbau des eigenen Kerngeschäfts eingesetzt werden. In diesem Zusammenhang ist natürlich auch die Frage nach strategischen Partnerschaften und Strategischen Allianzen - zumindest in solchen Randbereichen - sinnvollerweise zu stellen.

Unterscheidung von Wachstum und Stabilität

Der zweite Schritt ist die Analyse der zeitlichen Entwicklung der Wertschaffer. Dabei ist es wichtig, zu verstehen, dass stabile – um nicht zu sagen: stagnierende - Geschäfte und Wachstumsgeschäfte über ganz unterschiedliche Werthebel verfügen (vgl. z.B. Warren Buffet, 2002). Auch die sinnvollen Maßnahmen sind in der Regel völlig unterschiedlich. Bei stabilen wertschaffenden Geschäften mit niedrigem Wachstum bestehen die Ansatzpunkte zur Wertsteigerung tendenziell eher in der Realisierung von hoher Ertragskraft und überdurchschnittlichen Renditen sowie in einem optimalen Vermögenseinsatz bzw. Asset Management (Management einer Cash Cow). Bei Wachstumsgeschäften mit hoher Veränderungsgeschwindigkeit wird der Unternehmenswert vor allem durch innovative Geschäftsmodelle und intelligente Finanzierungsstrukturen getrieben.

Umsetzung des Maßnahmenkatalogs

Ein wesentliches Element des Wertsteigerungsprogramms ist die Entwicklung eines hinreichend konkreten und umsetzungsfähigen Maßnahmenkataloges als Resultat des Strategieentwicklungsprozesses aus Investorenperspektive. Dieses Programm muss von den Entscheidungsträgern des Unternehmens entwickelt und getragen werden. Die so ermittelten Maßnahmen und Meilensteine dienen dazu, die Perspektiven und Ziele des Unternehmens für die nächsten zwei Jahre transparent und kommunizierbar zu machen. So stellt der Maßnahmenkatalog eine Art „roten Faden“ für die strategische Entwicklung dar, der gleichzeitig als Grundlage für jegliche Kommunikation mit den Investoren dient. Damit erreicht man eine Synchronisierung von Business Development mit der Kommunikation gegenüber den Kapitalgebern. Jede einzelne Maßnahme muss umsetzbar und quantitativ bewertbar

sein. Die Auswirkung auf den Umsatz, das Ergebnis, den Cash Flow und den Unternehmenswert muss sichtbar sein.

Ein solcher Maßnahmenkatalog schafft aber allein noch keinen Wert. Er dient zunächst lediglich als Initialzündung - die Wertschaffung ist die Aufgabe des Unternehmers, die darin besteht, den Maßnahmenkatalog auch umzusetzen. Dies erfordert dann Konsequenz im unternehmerischen Handeln mit klaren Vorgaben sowie wertorientiertes Controlling über die Koppelung von Incentives an die Erreichung der definierten Meilensteine. Die Ergebnisse des Prozesses, aber auch alle Abweichungen müssen offen dargestellt werden, um alle Beteiligten – Management, Mitarbeiter, Investoren usw. - in die Lage zu versetzen, Risiken besser einzuschätzen. Nichts ist erfolgreicher als ein erfolgreiches und damit wertschaffendes Unternehmen.

Strategie gegen Kapitalengpässe

Viele Unternehmen betreiben zumindest von Zeit zu Zeit durchaus gezielt eine laufende Überprüfung des Portefeuilles an Geschäften. Dabei wird aber häufig das betriebsnotwendige /- nicht notwendige Immobilienportfolio übersehen. Nicht dies zuletzt deshalb, da das Immobilienportfolio irgendwann einmal erworben wurde, den Unternehmer bei seinen Entscheidungen nicht beeinflusst und ihn somit auch nicht „drückt“. Der Verkauf von diesen Randaktivitäten ist allerdings ein wichtiger und oft vernachlässigter Werttreiber gegen vorhandene oder mögliche Kapitalengpässe. Das Unternehmen kann sich durch das frei werdende Kapital aus dem Verkauf seines Immobilienportfolios voll auf sein Kerngeschäft konzentrieren. Durch das Herauslösen des in Immobilien gebundenen Kapitals aus dem Anlagenvermögen lässt sich die Gesamt- und Eigenkapitalrentabilität des Unternehmens z.T. erheblich verbessern. Der Verschuldungsgrad wird abgesenkt und der Eigenkapitalanteil erhöht. Dies führt zu einer geringeren Zinsbelastung durch geringere Kreditvolumina. Darüber hinaus wird die Bonität des Unternehmens verbessert und damit nach Basel II auch das Rating. Hierdurch verändern sich nicht selten zusätzlich die Kreditkonditionen, was einen doppelten Hebel bewirkt.

Wird das freigesetzte Kapital nun im wertschaffenden Kerngeschäft investiert und dadurch z.B. die Wettbewerbsfähigkeit verbessert und höhere Marktanteile erschlossen, kann die Finanzierung solcher Investitionen insbesondere im Hinblick auf den Shareholder Value und den Cash Flow von wesentlicher Bedeutung sein. Der betriebliche Cash Flow der laufenden Geschäftstätigkeit, bestehend aus Gewinn, Abschreibungen und langfristigen Rückstellungen, kann geschont werden, da die Investition – zumindest zum Teil - aus den Erträgen der Verkaufserlöse finanziert werden können. Die Gewinne der laufenden Geschäftstätigkeit müssen in diesen Perioden nicht in vollem Umfang reinvestiert werden, was zu einer Erhöhung des Shareholder Value führt.

Hinzu kommt ein zweiter Effekt: Kapitalmarktorientierte Konzerne streben in ihren Kernkompetenzen normalerweise zumindest eine zweistellige Rendite auf ihr eingesetztes Kapital an, Immobilien bringen üblicherweise allenfalls eine niedrige einstellige Rendite (ca. 5 bis 6 Prozent in sehr guten Lagen). In der Außenperspektive verschlechtert sich dadurch häufig die Gesamrendite und lässt häufig das ge-

samte Geschäftsrisiko höher erscheinen als es ist, weil die Rendite summarisch betrachtet scheinbar zu niedrig ist.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, warum die Bereinigung von vielen Unternehmen nicht konsequenter angegangen wird. Dies hat auch damit zu tun, dass es für die Realisierung solcher Reserven keine „richtigen“ spezialisierten Berater gibt. Die typischen Makler sind bei der Komplexität einer solchen Aufgabe (z.B. Klärung der steuerlichen und gesellschaftsrechtlichen Strukturierung) überfordert und haben sich daher mit solchen Fragestellungen auch nicht beschäftigt. Sie sehen sich daher auch außerstande, die Integration der Immobilien-Transaktionen in den unternehmerischen Gesamtprozess zu berücksichtigen. M & A Investmenthäuser auf der anderen Seite konzentrieren sich in der Regel auf große Unternehmenstransaktionen (extrem z.B. Mannesmann/Vodafone) und haben dieses Thema auch wegen fehlenden Know-hows nicht thematisiert. Nur einige wenige kleinere Investmentbanken (v.a. „Investmentboutiquen“) sind bislang diesen Ansatz problem- und kundenorientiert angegangen. Dies ist auch dringend notwendig gewesen, weil die Steuerung dieses Prozesses erhebliches Know-how und Erfahrung erfordert, das auch in den Unternehmen selbst normalerweise nicht vorhanden ist. Dies zeigt sich schnell, wenn man die dazu notwendigen Schritte etwas genauer betrachtet.

IMMOBILIEN – HÄUFIG ÜBERSEHENE RESERVE

Der Verkauf von Immobilien bzw. Immobilienportfolios zeichnet sich durch einen größeren Aufwand und eine erhöhte Komplexität - ähnlich einer M&A Transaktion nur mit weniger Erfahrung - der Beteiligten aus, und zwar für Verkäufer wie für Käufer. Dieser Prozess durchläuft hierbei verschiedene Phasen: Zunächst einmal muss eine Analyse der potentiellen Kaufinteressenten durchgeführt werden. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Akquisitionsstrategien der Käufer von Immobilienportfolios sehr unterschiedlich sind und so eine gezielte Ansprache unabdingbar sind. Immobilienportfolios die „quer über den Markt angeboten werden“ sprechen sich schnell rum und der einmal anhaftende Ruf eines „nichtverkäuflichen Ladenhüters“ kann so zum schnell zum Ausschlusskriterium für professionelle Immobilieneinkäufer werden. Bei der Ansprache ist daher die Treffsicherheit entscheidend. Ein wichtiger Punkt dabei ist eine detaillierte Kenntnis um die Eigenheiten der potentiellen Investoren. Hierzu gehören z.B. die Mindestportfoliogröße, Mindestrenditeanforderungen, strategische Zielmärkte, regionale Schwerpunkte und Art der Immobiliennutzung (Büroimmobilien, Einzelhandelsimmobilien, gemischt-genutzte Objekte). Es macht beispielsweise keinen Sinn, ein großes Versicherungsunternehmen wie Allianz oder AXA anzusprechen, obwohl man mit genauer Marktkenntnis gewusst hätte, dass diese nur in einer Größenordnung ab ca. € 500 Mio. akquirieren, die für das angebotene Portfolio viel zu klein ist. Häufig wird dann sehr schnell eine der wenigen gute Chance vergeben, einen geeigneten Käufer zu finden. Dies kann um so ärgerlicher sein, wenn man weiß, dass sehr viel Kaufkraft auf dem Markt ist (z.B. der Anlagedruck von vielen „offenen Immobilienfonds“ gegen Ende eines Jahres) und eine unprofessionelle Auswahl einen guten Verkaufspreis der Immobilien verhindert, weil diese sich inzwischen mit anderen Mitbewerbern handelseinig geworden sind. Erschwert wird diese Kenntnis noch dadurch, dass die Investoren üblicherweise international agieren und man daher üblicherwei-

se Kontakte zu Institutionellen in New York und London genauso braucht wie zu französischen oder deutschen Investoren.

Die zweite Stufe des Transaktionsprozesses ist die sogenannte Due Diligence Phase, wobei mit „angemessener Sorgfalt“ die Besonderheiten rund um die Immobilie von unterschiedlichen Experten genau geprüft wird. Aus Sicht der potenziellen Käufer kommt der Due Diligence bei jeder Transaktionen eine zentrale Bedeutung bei. Hierbei ist zu unterscheiden zwischen einer betriebswirtschaftlichen, steuerlichen und rechtlichen Sorgfaltsprüfung. Die Due Diligence umfasst in der Regel folgende Bereiche:

Gesellschaftsebene (Share-Deal):	Management, Management-Information-System, Statuten, Organisationsreglement, GV- und VR-Protokolle, etc.
Portfolioebene:	Aufbau der Dokumentation, Audit-Bericht bezüglich Vollständigkeit und Qualität der Dokumentation, Beschreibung allfälliger Vermessungsstandards, Benchmarkinganalysen.
Immobilienebene:	Grunddaten (Beschreibung, Pläne, Bauunterlagen, Baubewilligungen, Vermietung und Verwaltung, Betriebs- und Haustechnik, Vermessungsunterlagen), Recht (Eigentumsakten, baurechtliche Beurteilung, Lex Koller usw.), Steuern (aktuelle Steuereinschätzung, Fiskalrisiken), Umwelt (Ergebnis der Umweltprüfung).

Die zahlreichen - oft sogar auf Immobilientransaktionen ausgebildete – Spezialisten wie Rechts- und Steuerberater müssen straff geführt und koordiniert werden, um optimale Ergebnisse zu erzielen und Reibungsverluste zu vermeiden. Vor allem auch deshalb, um zu vermeiden, dass der möglicherweise völlig falsche Eindruck entstehen könnte, dass die Immobilien selbst nicht ordentlich gemanagt sind, nur weil der Datenraum nicht ausreichend vorgeplant war und daher wesentliche Informationen zunächst fehlten. Der vom verkaufenden Unternehmen zur Verfügung gestellte „Data-Room“ muss daher professionell vorbereitet sein (d.h. die oben aufgeführten Unterlagen müssen aktuell vorliegen), damit diese Phase möglichst rasch abgeschlossen werden kann. Dies kann sich aber z.T. auch über Monate erstrecken. Eine schlechte Vorbereitung und damit erhöhter Aufwand für den Einkäufer verärgern diesen sehr schnell und führen oft zu einem raschen Abbruch der Verhandlungen. Da in dieser Phase oftmals mit nur einem Zielunternehmen verhandelt wird, führt dieses negatives Ergebnis oftmals auch dazu, dass so die Chance verwehrt wird, mit anderen Interessenten weiterzuverhandeln. Die juristische Ausgestaltung eines sogenannten „letter of intent“ weiß dies meist aus dem begründeten Interesse des Käufers zu verhindern und so wird wertvolle Zeit verschenkt.

Wesentlicher Faktor während dieses Prozesses sind oftmals steuerliche Erwägungen. Bei einem Asset-Deal stellen Immobilien den Vertragsgegenstand dar, während bei einem Share-Deal die Aktien

der Immobiliengesellschaft oder die GmbH-Anteile des Gesellschafters vom Verkäufer auf den Käufer übergehen. Letztere Überlegung werden oftmals angedacht, um eine mögliche „doppelte“ Grunderwerbsteuer sowohl beim Kauf als auch bei einem späteren Verkauf der Immobilien zu vermeiden (beispielsweise bei der Einbringung in einen geschlossenen Immobilienfonds, der nach 10 Jahren wieder aufgelöst werden soll). Die Problematik des gewerblichen Grundstückshandels und die steuerliche und rechtliche Strukturierung (Einbringung der Immobilien in einer Personen- oder Kapitalgesellschaft) sind darüber hinaus zu beachten. Um hier unnötige Kosten zu vermeiden, ist im Vorfeld die Koordination von Käufer und Verkäufer - unter Einbindung von Steuerfachleuten – zwingend erforderlich, um unterschiedliche Interessenlagen in Korrelationen mit den gegebenen steuerlichen Möglichkeiten auszuloten.

Aus der Phase der Due Diligence wird bei guter und straffer Führung der Fachleute und erfolgreicher Verhandlungsführung in die Strukturierungsphase übergeleitet. Die steuerliche Optimierung wird hierbei abgeschlossen, die Kaufverträge werden entworfen, aufsichtsrechtliche Fragen und möglicherweise auch noch offene Fragestellungen werden abschließend geklärt, offene Fragen der Bilanzierung geklärt und die Transaktion unter notarieller Beurkundung zum Abschluss gebracht.

4. SCHLUSSBETRACHTUNG

Der Druck zur Schaffung von Unternehmenswerten durch Wertsteigerungsstrategien zwingt die Unternehmen durch die doppelte Zangenbewegung zum raschen Handeln, um die Überlebensfähigkeit in Zukunft für sich selbst garantieren zu können. In einer Zeit rezessiver Märkte, verschärften Wettbewerbsdrucks und dem Rückzug der Banken aus dem Kreditgeschäft (Basel II) wird es für die Unternehmen am Kapitalmarkt immer schwieriger, Finanzmittel für Wachstum und Innovation zu erlangen. Hierzu ist eine Strategie zur Wertsteigerung des profitablen Wachstums unabdingbar und muss auch gegenüber den Kapitalgebern kommuniziert werden. Wert schaffende und wertvernichtende Aktivitäten des Unternehmens müssen analysiert und die notwendigen Maßnahmen ergriffen werden.

Oftmals werden hierbei die Immobilien als Randaktivitäten des Unternehmens vergessen. Diese bringen üblicherweise eine vergleichsweise niedrige Rendite und sind oft nicht geeignet, die erforderlichen Renditevorgaben für das Gesamtunternehmen zu erreichen. Die Erträge aus dem Verkauf der Immobilien können meist wesentlich sinnvoller für das Wachstum der Kerngeschäftsfelder eingesetzt werden und sind in der Hand von Immobilienprofis oft besser aufgehoben. Ein solcher Verkauf von Immobilien ist allerdings sowohl für Käufer als auch für Verkäufer ein komplexer Prozess, der mit einem hohen Aufwand verbunden ist. Das Immobilienportfolio darf nur einer begrenzten Anzahl von analytisch ausgewählten Investoren zum Erwerb angeboten werden, damit nicht der Eindruck von etwaigen Handlungszwang des Verkäufers entsteht. Hierdurch reduziert sich naturgemäß die Möglichkeit, gezielt einen strategischen Immobilieninvestor zu finden, auf den das Immobilienportfolio aufgrund seiner internen Akquisitionsstrategie auch wirklich passt.

Neben der Ansprache der „richtigen“ Investoren ist die sorgfältige Prüfung und Aufbereitung aller Unterlagen für die eigentliche Prüfungsphase des Käufers entscheidend. Sie muss professionell geplant und aufbereitet sein, um eine aus Sicht des Unternehmens zufriedenstellende vertragliche Übereinkunft mit dem potentiellen Investor zu finden.

Die Beratung bei größeren Immobilienportfolio-Transaktionen stellt eine Kernkompetenz der Corfina AG dar, die von dieser in den strategischen Gesamtprozess des Unternehmens integriert wird. Dr. Peter Roventa ist Senior-Partner und Vorstand, Stefan König ist Senior-Manager bei Corfina.

Literaturverzeichnis

- Aschenbach, M. / Löbig, J. (2002), Finanzierungsstrategie - Mehr Geld durch Wertsteigerung, in: Strategie – Unternehmerjournal der Deutschen Gesellschaft für Mittelstandsberatung, 01/2002
- Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht 2001: Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Konsultationspapier)
- Buffet, W. (2002), Die Essays von Warren Buffett, 2. Aufl., 2002
- Graham, B. (1997), The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel, 1997
- Müller-Stewens, G./Roventa, P., Bohnenkamp, G. (1996), Wachstumsfinanzierung für den Mittelstand., Stuttgart 1996
- Roventa, P. (1994), Shareholder Value aus der Sicht der Holding in: Höfner und Pohl (Hrsg. 1994), Wertsteigerungs-Management, Frankfurt/New York 1994
- Roventa, P. und Aschenbach M. (2003), Wertmaßstäbe und Unternehmensentwicklung, in: Ringlstedter/Henzler/Mirow (Hrsg.), Perspektiven der Strategischen Unternehmensführung, Wiesbaden 2003