

Frank Müller

Private Equity in der Unternehmenskrise

GABLER RESEARCH

Frank Müller

Private Equity in der Unternehmenskrise

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Thomas Armbrüster
und Prof. Dr. Andreas Dutzi



GABLER

RESEARCH

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

Dissertation Universität Witten/Herdecke, 2009

1. Auflage 2010

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH 2010

Lektorat: Ute Wrasmann | Sabine Schöller

Gabler Verlag ist eine Marke von Springer Fachmedien.

Springer Fachmedien ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.

www.gabler.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, 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 dürften.

Umschlaggestaltung: KünkelLopka Medienentwicklung, Heidelberg

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-2492-6

Für Julia
Für meine Eltern

Geleitwort:

Seit über 100 Jahren widmen sich Wissenschaft und Praxis den Ursachen, Phasen und Auswirkungen von Unternehmenskrisen. In Zeiten, in denen es verstärkt zu Unternehmenszusammenbrüchen kommt, rücken zumeist die internen Systeme der Überwachung, wie Früherkennung und Risikomanagement, in den Mittelpunkt der Diskussion. Arbeiten aus dem Bereich Finanzierung und Private Equity setzen sich hingegen mehrheitlich mit Fragen der Ermittlung einer optimalen Kapitalstruktur, der Bewertung von Investitionen bzw. Unternehmen oder erzielbaren Renditen und Wertsteigerungspotenzialen auseinander.

Die hier als Buch veröffentlichte Dissertation von Frank Müller kombiniert die Forschungsbereiche Unternehmenskrisen, Finanzierung und Führung. Mit dem Fokus auf Private Equity wird Corporate Finance mit dem Teilgebiet Organisation verknüpft. Entwickelt wird eine situative Theorie der Potenziale der Finanzierungsform Private Equity im Kontext der Unternehmenskrise. Dazu wird untersucht, ob sich aus den vorherrschenden Finanzierungstheorien spezifische Eigenschaften der Finanzierungsform Private Equity ableiten lassen. Besondere Berücksichtigung finden dabei die Finanzierung der Private Equity Gesellschaften selbst sowie der Mittelüberhang am Beteiligungskapitalmarkt.

Es wird ein spezielles Analyseraster entworfen, mit dessen Hilfe die Bewertung der Vorteilhaftigkeit der entsprechenden Finanzierungsformen vorgenommen werden kann. Die Beurteilungskriterien leiten sich aus den spezifischen Umweltbedingungen der Sondersituation der Unternehmenskrise ab und stellen Private Equity nicht nur als Finanzierungs-, sondern auch als Führungsform für Unternehmen in der Krise dar.

Herr Müller hat mit seiner Arbeit eine Schnittstelle identifiziert, die sowohl für die betriebswirtschaftliche Forschung als auch für die Unternehmenspraxis große Bedeutung hat. Die Arbeit liefert einen wichtigen Baustein in der Gestaltung der Finanzierungs- und Führungsstruktur für Unternehmen in der Restrukturierungs- bzw. Sanierungsphase.

Prof. Dr. Thomas Armbrüster
Prof. Dr. Andreas Dutzi

Vorwort:

Das Finanzierungskonzept Private Equity erschließt immer weitere Investitionsfelder. Während bislang im Wesentlichen entweder in reife ertragsstarke Unternehmen oder in junge Wachstumsunternehmen investiert wurde, gewinnt in jüngster Zeit ein Bereich zunehmend an Bedeutung: Turnaround- oder Distressed-Investitionen. Ein direkter Zusammenhang zwischen der Turnaround-Situation und den etablierten Einsatzgebieten von Private Equity ist nicht direkt erkennbar. Dennoch ist eine gestiegene Aktivität in dem Segment zu beobachten, was auf eine gewisse situative Eignung schließen lässt. Unterstützt wird diese antizipierte Eignung durch die Herausbildung eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften und deren Engagement in dieser Situation.

Vor dem Hintergrund der Finanzierungstheorie und der aktuellen Corporate-Finance-Diskussion untersucht die vorliegende Arbeit die Einsatzmöglichkeiten und -potenziale des Finanzierungskonzepts Private Equity im situativen Kontext der Unternehmenskrise und vergleicht diese mit entsprechenden Finanzierungsalternativen. Darüber hinaus wird die vermehrt auftretende Eigenkapitalfinanzierung als zusätzliche Klassifizierungskomponente von Private Equity herangezogen und die damit einhergehende intensivere Form der Betreuungskomponente untersucht.

Während sich am Markt für Private Equity ein Mittelüberhang abzeichnet, der Rückschlüsse auf einen gewissen *Druck* zur Differenzierung – durch Spezialisierung auf Turnarounds – zulässt, betrachtet die vorliegende Untersuchung ebenfalls die *Chance* zur Differenzierung aufgrund besonderer mit Private Equity verbundener Potenziale.

Frank Müller

I. Inhaltsübersicht

I. Inhaltsübersicht	XI
II. Inhaltsverzeichnis	XIII
III. Abbildungsverzeichnis	XIX
IV. Tabellenverzeichnis	XXIII
V. Abkürzungsverzeichnis	XXV
1. Einleitung.....	1
2. Unternehmenskrise, Früherkennung und Sanierung	7
3. Finanzierungstheorie: Optimale Kapitalstruktur und Finanzierungsinstrumente ...	38
4. Private Equity	60
5. Analytische Betrachtung von Private Equity und Implikationen für Private-Equity-Gesellschaften.....	99
6. Entwicklung eines Analyserasters zur Beurteilung der Finanzierungsformen vor dem situativen Kontext der Unternehmenskrise	157
7. Bewertung der Finanzierungsformen mithilfe des Analyserasters.....	174
8. Abschließende Beurteilung und finanzierungstheoretische Würdigung der Untersuchungsergebnisse	205
9. Zusammenfassende Beurteilung und Ausblick.....	216
VI. Literaturverzeichnis.....	223

II. Inhaltsverzeichnis

I. Inhaltsübersicht	XI
II. Inhaltsverzeichnis	XIII
III. Abbildungsverzeichnis	XIX
IV. Tabellenverzeichnis	XXIII
V. Abkürzungsverzeichnis	XXV
1. Einleitung.....	1
1.1 Hintergrund.....	1
1.2 Zielsetzung und Forschungsmethodik der Arbeit.....	3
1.3 Aufbau der Arbeit	5
2. Unternehmenskrise, Früherkennung und Sanierung	7
2.1 Unternehmenskrise – Charakterisierung und Einteilung.....	8
2.1.1 Kapitalausstattungs- und Kapitalerhaltungsgrundsätze	12
2.1.1.1 Eigenkapitalersetzende Leistungen	12
2.1.1.2 Unterbilanz	13
2.1.1.3 Überschuldung.....	14
2.1.1.4 Zahlungsunfähigkeit und drohende Zahlungsunfähigkeit	15
2.1.2 Folgen vor bzw. nach Eintritt der Insolvenz.....	16
2.2 Krisenvermeidung durch Früherkennungssysteme.....	19
2.2.1 Aufgaben der Früherkennungssysteme.....	22
2.2.2 Bestandteile der Früherkennungssysteme.....	24
2.3 Sanierung und Restrukturierung	26
2.3.1 Begriffsabgrenzung Sanierung und Restrukturierung	27
2.3.2 Erfolgsfaktoren der Sanierung und Restrukturierung.....	29
2.3.3 Entwicklung und Umsetzung von Sanierungs- und Restrukturierungskonzepten	31
2.3.4 Einflüsse der Situation auf die Sanierung und Restrukturierung.....	32

3. Finanzierungstheorie: Optimale Kapitalstruktur und Finanzierungsinstrumente ...	38
3.1 Einordnung der Finanzierungstheorie in das Zielsystem des Investitions- und Finanzierungsbereiches.....	39
3.2 Finanzierungstheorie.....	41
3.2.1 Trade-off-Theory	43
3.2.2 Pecking-Order-Theory	47
3.2.3 Aussagen der Finanzierungstheorien	49
3.3 Möglichkeiten der Finanzierung.....	54
4. Private Equity	60
4.1 Grundlagen	60
4.1.1 Definition von Private Equity	61
4.1.2 Special Situations: Anlässe und Motive für Private-Equity-Transaktionen.....	64
4.1.2.1 Restrukturierung	66
4.1.2.2 Nachfolge.....	66
4.1.2.3 Neue Produkte und Technologien	67
4.1.2.4 Working Capital.....	67
4.1.2.5 Stärkung der Bilanz	67
4.1.2.6 Weitere.....	67
4.1.3 Acquisitions und Buyouts: Erscheinungsformen von Private Equity.....	68
4.2 Parteien der Private-Equity-Transaktionen.....	70
4.2.1 Private-Equity-Gesellschaften	70
4.2.2 Investoren.....	72
4.2.3 Zielunternehmen	72
4.2.4 Management.....	73
4.2.5 Facilitators	73
4.2.6 Alt-Eigentümer	74
4.3 Verlauf einer Private-Equity-Transaktion	74
4.3.1 Pre-Deal-Phase.....	75
4.3.2 Transaktionsabschluss	77
4.3.3 Post-Deal-Phase	79
4.3.4 Exit	80
4.4 Finanzierung von Private-Equity-Transaktionen.....	82
4.5 Wertsteigerungspotenziale durch Private Equity.....	85
4.5.1 Werttransfer	86
4.5.2 Indirekte Wertschöpfungshebel	87
4.5.3 Direkte Wertschöpfungshebel.....	89

4.6 Der Private-Equity-Markt.....	92
4.6.1 Der europäische Private-Equity-Markt.....	92
4.6.2 Der deutsche Private-Equity-Markt.....	96
5. Analytische Betrachtung von Private Equity und Implikationen für Private-Equity-Gesellschaften.....	99
5.1 Finanzierungstheoretische Analyse von Private Equity.....	100
5.2 Das Phänomen des Overhang-of-Funds.....	108
5.2.1 Grundlagen des Overhang-of-Funds.....	109
5.2.2 Die Rolle der Unternehmensbewertungen.....	111
5.2.3 Auswirkungen des Overhang-of-Funds.....	112
5.3 Implikationen für Private Equity.....	116
5.4 Differenzierung und Ausgestaltung von Private-Equity-Gesellschaften.....	120
5.4.1 Fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften.....	122
5.4.1.1 Finanzierung der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften.....	123
5.4.1.2 Involvement der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften.....	128
5.4.1.3 Zielunternehmen der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften.....	134
5.4.2 Eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften.....	138
5.4.2.1 Finanzierung der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften.....	139
5.4.2.2 Involvement der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften.....	145
5.4.2.3 Zielunternehmen eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften.....	147
6. Entwicklung eines Analyserasters zur Beurteilung der Finanzierungsformen vor dem situativen Kontext der Unternehmenskrise.....	157
6.1 Finanzierungstheoretische Erwartungen an die Analyse der Finanzierungsformen.....	158
6.2 Erarbeitung der Beurteilungskriterien und des Bewertungsschemas.....	161
6.2.1 Kriterium 1: Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	165
6.2.2 Kriterium 2: Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität.....	167
6.2.3 Kriterium 3: Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten.....	169
6.2.4 Kriterium 4: Informationsanforderungen und Geschwindigkeit.....	170
6.2.5 Kriterium 5: Betreuungs- und Beratungskomponente.....	171

7. Bewertung der Finanzierungsformen mithilfe des Analyserasters.....	174
7.1 Handelskredite	175
7.1.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	175
7.1.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität	176
7.1.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten	176
7.1.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit	176
7.1.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	177
7.1.6 Zusammenfassung	177
7.2 Bankkredite.....	178
7.2.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	179
7.2.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität	179
7.2.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten	179
7.2.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit	180
7.2.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	180
7.2.6 Zusammenfassung	181
7.3 Darlehen.....	182
7.3.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	182
7.3.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität	183
7.3.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten	183
7.3.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit	184
7.3.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	184
7.3.6 Zusammenfassung	184
7.4 Anleihen.....	186
7.4.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	188
7.4.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität	188
7.4.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten	189
7.4.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit	189
7.4.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	189
7.4.6 Zusammenfassung	189
7.5 Factoring, Forfaitierung, Asset-backed-Securities, Leasing, Sale-and-lease-back	190
7.5.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	191
7.5.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität	191
7.5.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten	191
7.5.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit	192
7.5.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	192
7.5.6 Zusammenfassung	192

7.6 Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter.....	193
7.6.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	193
7.6.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität	194
7.6.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten	194
7.6.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit	194
7.6.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	195
7.6.6 Zusammenfassung	195
7.7 Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter.....	196
7.7.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	196
7.7.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität	196
7.7.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten	196
7.7.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit	197
7.7.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	197
7.7.6 Zusammenfassung	197
7.8 Fondsfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften	198
7.8.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	198
7.8.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität	199
7.8.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten	199
7.8.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit	200
7.8.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	200
7.8.6 Zusammenfassung	201
7.9 Eigenkapitalfinanzierte Private-Equity-Gesellschaften.....	202
7.9.1 Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität.....	202
7.9.2 Verbundene Kosten sowie Implikationen für die Liquidität	202
7.9.3 Risikobereitschaft der Kapitalgeber, Verfügbarkeit und Sicherheiten	203
7.9.4 Informationsanforderungen und Geschwindigkeit	203
7.9.5 Betreuungs- und Beratungskomponente.....	203
7.9.6 Zusammenfassung	204
8. Abschließende Beurteilung und finanzierungstheoretische Würdigung der Untersuchungsergebnisse.....	205
9. Zusammenfassung und Ausblick.....	216
VI. Literaturverzeichnis.....	223

III. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Gemeinsame Schnittmenge von Unternehmenskrisen und Private Equity	2
Abbildung 2:	Forschungsziel und Methodik.....	4
Abbildung 3:	Darstellung der Vorgehensweise	5
Abbildung 4:	Charakterisierung der Krisen.....	10
Abbildung 5:	Fortbestehungsprognose	15
Abbildung 6:	Strategische Alternativen.....	34
Abbildung 7:	Ermittlung des Cashflows auf Basis des Jahresabschlusses	54
Abbildung 8:	Finanzierungsformen	56
Abbildung 9:	Der Begriff des Venture Capital.....	62
Abbildung 10:	Der Begriff des Private Equity	63
Abbildung 11:	Charakteristika der Finanzierungsstufen	65
Abbildung 12:	Parteien der Private-Equity-Transaktionen.....	70
Abbildung 13:	Struktur einer Private-Equity-Gesellschaft.....	71
Abbildung 14:	Private-Equity-Prozessverlauf.....	75
Abbildung 15:	Exit-Kanäle 2007	81
Abbildung 16:	Originäre Kaufpreiskonstitution	83
Abbildung 17:	Struktur einer Private-Equity-Transaktion	83
Abbildung 18:	Entwicklung des europäischen Private Equity Marktes nach Transaktionsanzahl und -volumen	93

Abbildung 19:	Private-Equity-Investitionen nach Phasen in Europa von 2002 bis 2007.....	93
Abbildung 20:	Entwicklung der Ländervolumina von 2005 auf 2006	94
Abbildung 21:	Entwicklung der Länder-Transaktionsanzahl von 2005 auf 2006.....	94
Abbildung 22:	Entwicklung der Exits in Europa von 2002 bis 2007	95
Abbildung 23:	Vergleich der Entwicklung der erzielten Fünf-Jahres-Renditen am Private-Equity-Markt in Europa, USA mit der Rendite des S&P 500	95
Abbildung 24:	Entwicklung von Transaktionsvolumen und -anzahl in Deutschland von 2000 bis 2007.....	97
Abbildung 25:	Entwicklung der Investitionen nach Phasen in Deutschland von 1993 bis 2007.....	97
Abbildung 26:	Entwicklung der Exit-Kanäle in Deutschland von 2000 bis 2007.....	98
Abbildung 27:	Teilmärkte und -prozesse des Private Equity	109
Abbildung 28:	Engpässe innerhalb des Private-Equity-Marktes.....	109
Abbildung 29:	Investitionen und Abgänge in Deutschland von 1997 bis 2007	110
Abbildung 30:	Investitionen und Abgänge in Europa von 1997 bis 2007.....	111
Abbildung 31:	Kausalitätenkette steigender Anteilsbewertungen.....	112
Abbildung 32:	Sich selbst verstärkender Kreislauf	114
Abbildung 33:	Folgen des Mittelüberhangs.....	115
Abbildung 34:	Zunahme der Expansion-Investments in Europa nach Volumen	118
Abbildung 35:	Unterscheidungskriterien zur weiteren Differenzierung von Private-Equity-Gesellschaften.....	122

Abbildung 36:	Struktur einer fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft nach US-amerikanischem und deutschem Recht	124
Abbildung 37:	Darstellung des Leverage-Effektes am Beispiel von Private-Equity-Gesellschaften	134
Abbildung 38:	Dividend-Recap	136
Abbildung 39:	Beteiligungs- und Eigenfinanzierung am Beispiel von Private-Equity-Gesellschaften	139
Abbildung 40:	Idealtypischer Aufbau einer eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaft	141
Abbildung 41:	Anleiheformen	186
Abbildung 42:	Entwicklung des Verschuldungsgrads mit Fortschreiten der Krise.....	214

IV. Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Zusammenfassung der aus den Finanzierungstheorien ableitbaren Aussagen	53
Tabelle 2:	Finanzierungstheoretische Implikationen auf Private Equity	104
Tabelle 3:	Betreuungsintensität der verschiedenen Typen von Private-Equity-Gesellschaften	130
Tabelle 4:	Zustimmungspflichtige Geschäfte im Rahmen der Ausübung von Kontrollrechten der Private-Equity-Gesellschaften	131
Tabelle 5:	Art der Einflussnahme auf Beteiligungen	133
Tabelle 6:	Entwicklung der Rendite in Abhängigkeit vom Eigenkapitalbeitrag	136
Tabelle 7:	Mit Eigenkapitalfinanzierungen verbundene Vor- und Nachteile	147
Tabelle 8:	Mit der Make-or-buy-Entscheidung verbundene Vor- und Nachteile	148
Tabelle 9:	Finanzierungstheoretische Betrachtung der Krisensituation	160
Tabelle 10:	Zusammenfassende Herleitung der Beurteilungskriterien	165
Tabelle 11:	Definition der Beurteilung „Auswirkungen auf Eigenkapital und Bonität“	167
Tabelle 12:	Definition der Beurteilung „Kosten und Liquidität“	169
Tabelle 13:	Definition der Beurteilung „Verfügbarkeit und Sicherheiten“	170
Tabelle 14:	Definition der Beurteilung „Information und Geschwindigkeit“	171
Tabelle 15:	Definition der Beurteilung „Betreuung und Beratung“	173
Tabelle 16:	Zusammenfassende Beurteilung des Handelskredites	178
Tabelle 17:	Zusammenfassende Beurteilung der Bankkredite	181
Tabelle 18:	Zusammenfassende Beurteilung der Darlehen	185

Tabelle 19:	Zusammenfassende Beurteilung der Anleihen	190
Tabelle 20:	Zusammenfassende Beurteilung von Factoring, Forfaitierung, Asset-backed-Securities, Leasing, Sale-and-lease-back	193
Tabelle 21:	Zusammenfassende Beurteilung der Kapitalerhöhung durch bestehende Gesellschafter	195
Tabelle 22:	Zusammenfassende Beurteilung der Kapitalerhöhung durch neue Gesellschafter	198
Tabelle 23:	Zusammenfassende Beurteilung der fondsfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften	201
Tabelle 24:	Zusammenfassende Beurteilung der eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften	204
Tabelle 25:	Abschließende Beurteilung der Finanzierungsformen	206
Tabelle 26:	Charakteristika eines Krisenunternehmens.....	210
Tabelle 27:	Zusammenfassung des Beitrags zur aktuellen Forschung	220

V. Abkürzungsverzeichnis

AktG	Aktiengesetz
AktG-E	Aktiengesetz-Entwurf
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
DCF	Discounted Cashflow
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
GmbHG	GmbH-Gesetz
HGB-E	Handelsgesetzbuch-Entwurf
InsO	Insolvenzordnung
IPO	Initial Public Offering
IRB	Internal Ratings-based
IRR	Internal Rate of Return
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LBO	Leveraged Buyout
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MBO/MBI	Management Buyout/Buyin
M&A	Mergers & Acquisitions
WACC	Weighted Average Cost of Capital

1. Einleitung

Unternehmenskrisen sind bereits Gegenstand der betriebswirtschaftlichen Forschung seit Unternehmen existieren. Trotz Verfahren zu deren Identifikation und vermeintlicher Beherrschung führen Krisen alleine in Deutschland jährlich zehntausende Unternehmen in die Insolvenz. Die Vehemenz, mit der die einzelnen Unternehmenskrisen die gesamte Volkswirtschaft treffen, wird auch aktuell wieder durch die Folgen der Finanzkrise und die sich abzeichnende Abkühlung der Weltwirtschaft mit besonderem Nachdruck deutlich.

Private Equity hingegen gilt als ein junges Phänomen. Der Bekanntheitsgrad sowie die Verbreitung von Private Equity als Finanzierungsform nahmen insbesondere auch in Deutschland in den letzten Jahren enorm zu. Die zukünftige Entwicklung von Private Equity vor dem Hintergrund der aktuellen konjunkturellen, aber auch regulatorischen Veränderungen, ist noch nicht exakt abschätzbar. Die Prognosen reichen von der Bedeutungslosigkeit dieser Finanzierungsform bis hin zu einer starken Dominanz in der Zukunft aufgrund einer sich abzeichnenden Kreditknappheit.

Bei Betrachtung der Zuwachsraten von Private-Equity-Investitionen bis zum Jahr 2008 in der Situation der Unternehmenskrise, sogenannter Turnaround- bzw. Distressed-Investitionen, liegt jedenfalls die Schlussfolgerung nahe, dass der Einsatz von Private Equity in der Unternehmenskrise ein situativ geeignetes Finanzierungskonzept darstellt. Die Herausbildung und zunehmende Bedeutung eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften in diesem Segment bildet ein zusätzliches Indiz für diese antizipierte Vorteilhaftigkeit.

1.1 Hintergrund

Auf den ersten Blick sind Unternehmenskrisen und Private Equity zwei von einander relativ unabhängige Erscheinungen. Die Ursachen für Unternehmenskrisen sind vielfältig – exogene Gegebenheiten wie konjunkturelle Einflüsse, aber auch endogene Faktoren wie Managementfehler, führen dazu, dass trotz einer eingehenden Erforschung der Unternehmenskrise auch heute noch viele Unternehmen in diese Notlage gelangen. Finanzierungsengpässe wie sie im ersten Quartal 2009 als Folge einer restriktiven Kreditvergabe durch die Finanzkrise bereits auftraten oder regulatorische Veränderungen wie bspw. Basel II werden diesen Trend voraussichtlich weiter verschärfen. Mit jeder Unternehmensinsolvenz gehen Arbeitsplätze sowie Vielfalt und Potenzial an Produkten und Dienstleistungen verloren.

Private Equity auf der anderen Seite scheint nur auf den ersten Blick ein völlig neuartiges Thema zu sein. Denn die Vorläufer des heutigen Private Equity sind schon seit Jahrzehnten, vornehmlich in den USA, bekannt unter den Begriffen Beteiligungskapital und Venture Capital (Schefczyk 2006: 7-11, Leopold et al. 2003: 1-7 sowie Bader 1996: 4-15). Beide Phänomene waren bereits Gegenstand zahlreicher wissenschaftlicher Untersuchungen und Publikationen. Die folgende Abbildung verdeutlicht die bisherigen Forschungsinteressen.

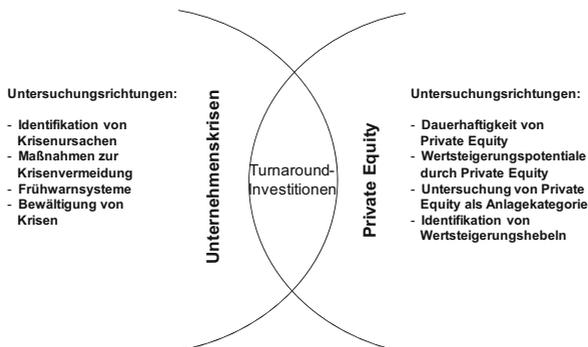


Abbildung 1: Gemeinsame Schnittmenge von Unternehmenskrisen und Private Equity (Quelle: Eigene Darstellung. Eine gute Übersicht zum aktuellen Stand der Forschung im Bereich der Unternehmenskrise bieten Schmidt und Uhlenbruck 2003. Das Thema Private Equity wird besonders umfassend von Gompers und Lerner 2000, Schefczyk 2006 sowie Leopold et al. 2003 aufgearbeitet).

Erwähnenswert im Bereich der Untersuchungen zu Private Equity ist die dabei relativ einheitliche Untersuchungsrichtung. Meist wird versucht, die mit Private Equity verbundenen Wertsteigerungspotenziale in den Beteiligungsunternehmen zu erforschen. Es existieren auch Untersuchungen, die die Wertsteigerungspotenziale auf Ebene der Private-Equity-Gesellschaft selbst, also in Form der Anlagekategorie Private Equity identifizieren und quantifizieren (bspw. Bader 1996: 1-9). An diese Untersuchungen schließen sich meist Analysen zu den Hebeln dieser Wertsteigerungspotenziale an. Derartige Analysen finden sich bspw. bei Easterwood et al. (1989), Gräper (1993), Kaplan (1989), Phan und Hill (1995), Bader (1996) sowie Wright et al. (1995). Trotz der Vielfalt der Untersuchungen existiert mittlerweile eine einheitliche Definition von Private Equity. Auch die Unterordnung des Begriffs Venture Capital, sozusagen als eine Subform von Private Equity, gilt inzwischen als etabliert (Abschnitt 4.1.1 im Kapitel zu Private Equity stellt einen Überblick über die entsprechenden Definitionen zur Verfügung).

In der heutigen Zeit sind beide Phänomene immer häufiger gemeinsam anzutreffen: Private Equity in der Unternehmenskrise bzw. Private-Equity-Turnaround-Investitionen. Auch zu diesem Segment finden sich bereits einige wissenschaftliche Abhandlungen, wie bspw. die Ausführungen von Junker (2005) oder Rahn (2006). Gerade die Betreuungskomponente, die

Private Equity leisten kann, wird dabei herausgestellt. Neben einer Einteilung von Private Equity in Phasen oder Stadien wie bspw. Early-Stage-Venture-Capital versus Growth Equity oder einer Klassifizierung nach Industrieschwerpunkten, fehlt aber der bisherigen Literatur eine wesentliche Klassifizierungs-Komponente: Die Einteilung nach der unterschiedlichen originären Finanzierung bzw. Kapitalkonstitution der Private-Equity-Gesellschaften. Denn vermehrt sind am Markt auch Private-Equity-Gesellschaften anzutreffen, die sich nicht durch große Fremdmittel-Fonds auszeichnen. Diese Private-Equity-Gesellschaften sind analog zu strategischen Investoren vollständig eigenfinanziert.

Darüber hinaus liegen Untersuchungen zum Private-Equity-Markt vor. Diese konstatieren bis ins Jahr 2008 einen stetig ansteigenden Überhang der verfügbaren Mittel im Vergleich zu Anlagemöglichkeiten in Form geeigneter Zielunternehmen (Overhang-of-Funds) und somit eine Sättigung des Private-Equity-Markts. Ein möglicher Ausweg für Private-Equity-Gesellschaften liegt in der Differenzierung durch Spezialisierung. Dieser Trend zur Differenzierung, sowohl nach Industrieschwerpunkten als auch nach Investitionsphasen, kann bereits in der Realität beobachtet werden.

1.2 Zielsetzung und Forschungsmethodik der Arbeit

Aus der Beobachtung der zunehmenden Bedeutung von Turnaround-Investitionen sowie der bislang mangelnden Berücksichtigung der originären Finanzierung bzw. Kapitalkonstitution der Private-Equity-Gesellschaften, sowohl in der Literatur zur Unternehmenskrise als auch der zu Private Equity, leitet sich der Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit ab. Dabei wird die besondere Form der Betreuungsmöglichkeit, die Private-Equity-Gesellschaften bieten können, vor dem situativen Kontext der Unternehmenskrise untersucht. Zudem erfolgt die Berücksichtigung der marktinduzierten Notwendigkeit zur Differenzierung, die sich als Ergebnis des Overhang-of-Funds ergibt.

Vor dem Hintergrund der aktuellen Corporate-Finance-Diskussion und Finanzierungstheorie wird mithilfe einer situativen Theorie analysiert, ob Private Equity gerade in der Unternehmenskrise durch besondere Eigenschaften im Vergleich zu anderen Finanzierungsformen Wettbewerbsvorteile generieren kann. Einen zusätzlichen Schwerpunkt bildet dabei insbesondere das Herausbilden von eigenkapitalfinanzierten Private-Equity-Gesellschaften sowie die Implikationen der unterschiedlichen originären Finanzierungsstrukturen auf die Ausprägungsform und Intensität der Betreuung.

Überprüft wird das Ergebnis dieser situativen Theorie durch die Untersuchung der Finanzierungsformen mit Hilfe einer konzeptionellen Analyse besonderer situationspezifischer Charakteristika von Private-Equity-Gesellschaften in der Unternehmenskrise. Denn wenn Private Equity in der Situation der Unternehmenskrise besonders gut zur Finanzierung von Unternehmen geeignet ist, dann ist die entsprechende Investition keine marktinduzierte Notwendigkeit, sondern eine Chance, sowohl für Private-Equity-

Gesellschaften als auch für die Zielunternehmen. Dabei wäre die Herausbildung differenzierter Finanzierungsstrukturen unter Umständen eine Konsequenz der Wahrnehmung dieser Chance, denn es fällt auf, dass diese Form von Private-Equity-Gesellschaft nur in dieser Situation auftritt. Die Entstehung neuer Finanzierungsstrukturen bei Private-Equity-Gesellschaften in Form der Eigenmittel- bzw. Eigenkapitalfinanzierung sowie deren Konzentration auf Turnaround-Investitionen sprechen dafür, dass es sich bei der Investition in Krisenunternehmen um eine Opportunität handelt. Neben der Beobachtung einer Zunahme in diesem Investitionsbereich legt auch eine Analyse der finanzierungstheoretischen Eigenschaften von Private Equity die Schlussfolgerung nahe, dass diese Investitionen weniger aus einer Notwendigkeit heraus, sondern vielmehr im Sinne der Ergreifung einer Chance stattfinden. Die folgende Abbildung fasst die Aufgabenstellung grafisch zusammen.

Theoretischer Bezugsrahmen: Finanzierungstheorie – Essenz der aktuellen Corporate-Finance-Diskussion	
Forschungsziel:	Entwicklung einer situativen Theorie der Vorteilhaftigkeit von Private Equity im Kontext der Unternehmenskrise
Forschungsmethodik:	Konzeptionelle Analyse von Finanzierungsformen unter besonderer Berücksichtigung eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften
Fragestellungen:	<p>Lassen sich aus der Finanzierungstheorie besondere Eigenschaften von Private-Equity-Gesellschaften ableiten, die Turnaround-Investitionen nahelegen?</p> <p>Welche Rückschlüsse können aus dem Overhang-of-Funds auf der einen und der beobachtbaren Zunahme von Turnaround-Investitionen auf der anderen Seite gezogen werden?</p> <p>Welchen Einfluss hat die Finanzierung (eigenkapital- vs. fondsfinanziert) von Private-Equity-Gesellschaften?</p>

Abbildung 2: Forschungsziel und Methodik (Quelle: Eigene Darstellung).

Zur Erreichung des Forschungsziels bedient sich die vorliegende Arbeit einer konzeptionellen Analyse von Finanzierungsformen. Diese konzeptionelle Analyse beinhaltet die Beantwortung von Hilfsfragestellungen, in die sich das Forschungsziel zerlegen lässt. Diese Fragestellungen sind eingebettet in den theoretischen Bezugsrahmen der Finanzierungstheorie in Form einer Auswertung und Überprüfung der aktuellen Erkenntnisse aus der Corporate-Finance-Diskussion. Somit werden die klassischen Finanzierungstheoriekonzepte der Trade-off- und Pecking-Order-Theorie bspw. erweitert und ergänzt um Charakteristika der Informationsverteilung, der Transaktionskosten oder des Signalling-Effekts. Dadurch halten auch Elemente weiterer theoretischer Konstrukte Einzug in die Finanzierungstheorie, welche sich bei der Analyse der Private-Equity-Gesellschaften und ihrer bearbeiteten Märkte für Kapitalangebot und -nachfrage als zielführend erweisen. So wird untersucht, ob Private-Equity-Gesellschaften über Eigenschaften verfügen, welche sie in die Lage versetzen, den Problemen auf diesen Märkten adäquat zu begegnen. Weiterhin wird erforscht, ob Private-Equity-Gesellschaften durch die zielgerichtete Spezialisierung auf diese Eigenschaften einen komparativen

Wettbewerbsvorteil gegenüber den Gesellschaften generieren können, welche die herkömmlichen Finanzierungsformen anbieten.

Durch die analytische Beleuchtung der Sättigung des klassischen Private-Equity-Marktes und des resultierenden Overhang-of-Funds sowie der Implikationen aus der Unterscheidung zwischen Fonds- und Eigenkapitalfinanzierung von Private-Equity-Gesellschaften werden einerseits die Theorieaussagen überprüft und andererseits der Bezug zur Finanzierungspraxis hergestellt. Abschließend liefert eine Untersuchung ausgewählter Finanzierungsformen anhand eines speziell entwickelten Analyserasters weiteren Aufschluss über die antizipierte situative Eignung von Private Equity als Finanzierungsform in der Unternehmenskrise. Die resultierenden Ergebnisse werden erneut unter Rückbezug auf die finanzierungstheoretischen Aussagen ausgewertet und überprüft. Dies ermöglicht die Einordnung in die aktuelle Corporate-Finance-Diskussion und trägt darüber hinaus zur Erweiterung der wissenschaftlichen Literatur und Forschung bei.

1.3 Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Arbeit unterteilt sich in 9 Kapitel. Die folgende Abbildung gibt einen grafischen Überblick über die Vorgehensweise.

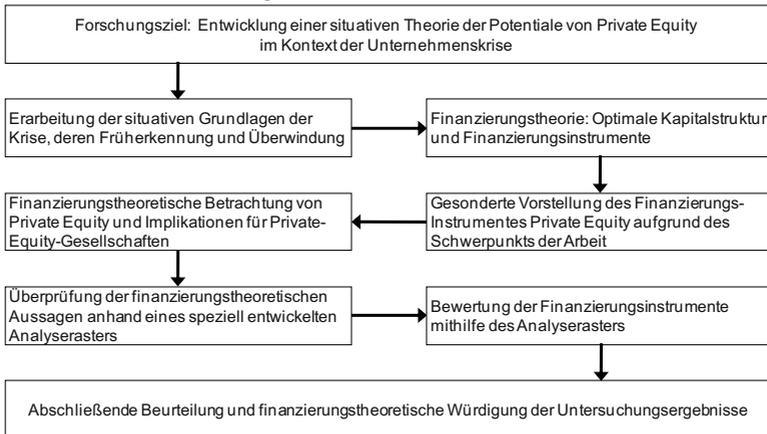


Abbildung 3: Darstellung der Vorgehensweise (Quelle: Eigene Darstellung).

Nachdem in diesem ersten Kapitel das Forschungsziel der Entwicklung einer situativen Theorie der Potenziale von Private Equity im Kontext der Unternehmenskrise definiert und die Formulierung der Hilfsfragestellungen vorgenommen wurde, erfolgt in Kapitel 2 die Erarbeitung der situativen Grundlagen der Unternehmenskrise, ihrer Früherkennung sowie Überwindung. Die Definition und Abgrenzung unterschiedlicher Krisenarten und -stadien wird im weiteren Verlauf der Arbeit wieder aufgegriffen, um entsprechende Aussagen und Erwartungshaltungen ableiten und festlegen zu können. Es wird deutlich, dass die

Wiedererlangung der eingeschränkten finanziellen Handlungsspielräume nicht nur der Schlüsselerfolgsfaktor zur Sanierung ist, sondern dass die finanziellen Spielräume andere eingeschränkte Handlungsmöglichkeiten kompensieren können.

Aus diesem Grund widmet sich das 3. Kapitel der Finanzierung, dem Instrument zur Wiedererlangung von Handlungsspielräumen. Bevor jedoch diskutiert wird, wie sich Unternehmen Kapital beschaffen können, erfolgt die Betrachtung des finanzierungstheoretischen Fundaments. Dazu werden Finanzierungstheorien diskutiert und entsprechende Aussagen vor dem Hintergrund der aktuellen Corporate-Finance-Diskussion abgeleitet. Aufgrund des Schwerpunktes der vorliegenden Arbeit wird die Vorstellung der Finanzierungsform Private Equity im folgenden 4. Kapitel vorgenommen. Dabei werden auch die Potentiale zur Generierung von Wettbewerbsvorteilen durch die Betreuungskomponente im Vergleich zu anderen Finanzierungsformen untersucht.

Eine erste kritische Reflexion und Wertung der gewonnenen Erkenntnisse findet bereits im 5. Kapitel im Rahmen der analytischen Betrachtung von Private Equity statt. Aus der finanzierungstheoretischen Betrachtung ergibt sich dabei, dass mit Private Equity besondere Eigenschaften verbunden sind, die sich komplementär zu den besonderen situativen Umfeldbedingungen der Unternehmenskrise verhalten. Dadurch werden die mit Private Equity verknüpften Möglichkeiten zunächst analytisch betrachtet. Die Erforschung des Herausbildens eigenkapitalfinanzierter Private-Equity-Gesellschaften sowie des Overhang-of-Funds und der Zusammenhänge zur zunehmenden Bedeutung von Turnaround-Investitionen schließen das Kapitel mit entsprechenden Implikationen für Private-Equity-Gesellschaften ab. Erkenntnisse, die sich an dieser Stelle ergeben, werden in den folgenden Kapiteln 6 und 7 erneut aufgegriffen und zusammengeführt.

Die Entwicklung des Analyserasters sowie die Durchführung der Bewertung mithilfe dieses Rasters bilden die entscheidende Möglichkeit zur Überprüfung der bislang erforschten Zusammenhänge. Basierend auf den im Verlauf der Arbeit gewonnenen Erkenntnissen wird dazu in Kapitel 6 ein Analyseraster entwickelt, welches es erlaubt, sämtliche in der Krise relevanten Finanzierungsformen gegenüberzustellen und zu untersuchen. Die entsprechende Untersuchung wird im folgenden 7. Kapitel vorgenommen. Das 8. Kapitel vereint abschließend sowohl die Erkenntnisse aus der finanzierungstheoretischen Betrachtung und Analyse als auch aus der Untersuchung der Finanzierungsformen. Darüber hinaus findet in diesem Kapitel schwerpunktmäßig eine Reflexion bezüglich der anfangs formulierten Erwartungshaltung hinsichtlich der antizipierten Eignung von Private Equity statt. Kapitel 9 schließt die Arbeit mit einer Zusammenfassung und einem Ausblick ab. Im Rahmen dieser Zusammenfassung wird ebenfalls ein Überblick zum Beitrag der vorliegenden Arbeit zur wissenschaftlichen Literatur und zum aktuellen Stand der Forschung gegeben. Dabei wird auf die Bereiche Finanzierungstheorie, Unternehmenskrise und insbesondere Private Equity eingegangen. Außerdem zeigt der Ausblick auf, welche Entwicklungen in Zukunft zu erwarten sind und welche Forschungsströmungen voraussichtlich vorherrschen werden.

2. Unternehmenskrise, Früherkennung und Sanierung

Kern der Untersuchung ist die Analyse der antizipierten Potentiale von Private Equity in der Situation der Unternehmenskrise. Um eine überprüfbare Aussage treffen zu können, muss letztlich auch der Vergleich mit weiteren Finanzierungsformen in dieser besonderen Situation erfolgen. Zunächst sollen daher in diesem 2. Kapitel die situativen Grundlagen der Unternehmenskrise betrachtet werden. Dieses Wissen bezüglich des situativen Kontextes ist in der Folge zur Beurteilung von Finanzierungsformen unerlässlich. Im weiteren Verlauf der Arbeit leiten sich daraus die Beurteilungskriterien ab, mit deren Hilfe die Untersuchung der Vorteilhaftigkeit durchgeführt wird. Aufgrund sachlich und zeitlich unterschiedlicher Anknüpfungspunkte der Finanzierungsformen ist auch der Krisenzyklus, die Früherkennung und die Überwindung der Krise zu betrachten, wodurch die rechtzeitige Identifikation sowie die Sanierung des entsprechenden Unternehmens integrale Bestandteile zur Vollständigkeit der Analyse bilden. Gerade vor dem aktuellen Hintergrund der Finanzkrise werden Unternehmenskrisen und ihre Auswirkungen häufig diskutiert. Alleine die im März 2009 drohenden Insolvenzen der drei US-amerikanischen Automobilkonzerne Ford, General Motors und Chrysler betreffen hunderttausende Arbeitsplätze. Dieser Arbeitsplatzverlust hätte weitreichende und dramatische makroökonomische Folgen, die heute noch nicht in letzter Konsequenz absehbar sind. In Abschnitt 2.1 wird herausgearbeitet, dass der Begriff „Unternehmenskrise“ durch seine rechtliche und wirtschaftliche Auslegung sehr vielschichtig ist. Dies ist im weiteren Verlauf der Arbeit besonders hilfreich, wenn der Einordnung der Krise zur situationspezifischen Sanierung eine besondere Bedeutung zukommt. So basieren die Entwicklung des Analyserasters zur Untersuchung der Finanzierungsformen sowie die abschließende Beurteilung und finanzierungstheoretische Reflexion auf dem in diesem Kapitel diskutierten Krisen-Einteilungsschema. Auf der anderen Seite wird besonders deutlich, dass sich jede Krise, wird sie nicht eingedämmt, in der Einschränkung unternehmerischer Handlungsspielräume niederschlägt. Zur Vermeidung von Unternehmenskrisen sollten die Unternehmen über ein Instrumentarium verfügen, welches diese Situation präventiv verhindert. Abschnitt 2.2 geht aus diesem Grund auf geeignete Früherkennungssysteme ein. Gelingt die Krisenvermeidung trotz frühzeitiger Erkennung dennoch nicht, müssen Maßnahmen zur Sanierung des Unternehmens getroffen werden. Dabei besitzt die Wiedererlangung der verlorengegangenen und eingeschränkten Handlungsspielräume, wie sie in Abschnitt 2.3 im Rahmen der Erfolgsfaktoren der Sanierung bzw. Restrukturierung erläutert wird, oberste Priorität. Insbesondere den finanziellen Handlungsspielräumen kommt eine besondere Rolle zu, da sie die besondere Eigenschaft besitzen, eingeschränkte Spielräume in anderen Unternehmensbereichen zu kompensieren. Das 6. Kapitel zur Entwicklung des Analyserasters greift im Rahmen der Ableitung der Beurteilungskriterien auf die Ergebnisse dieses 2. Kapitels zurück.

2.1 Unternehmenskrise – Charakterisierung und Einteilung

Die Daten des Statistischen Bundesamts (2008) belegen, dass es in den letzten zehn Jahren in Deutschland jährlich zwischen dreißig- und vierzigtausend Unternehmensinsolvenzen gab. Nicht nur diese hohe Anzahl lässt erkennen, dass es für jedes Unternehmen unumgänglich ist, über ein System zu verfügen, welches zur Erkennung und Bewältigung von Unternehmenskrisen geeignet ist. Sowohl exogene Einflüsse wie bspw. die Wettbewerbssituation oder aktuell die Finanzkrise, als auch endogene Faktoren wie bspw. Fehler bei der Kapazitätsplanung, führen häufig dazu, dass Unternehmen in eine Krise geraten. Sind Großunternehmen in Unternehmenskrisen verwickelt wie bspw. General Motors und Infineon im Jahr 2005 oder die Siemens Handy Sparte BenQ im Jahr 2006, findet dies in der Öffentlichkeit durch eine erhöhte Publizität deutlich mehr Beachtung, als dies bei kleinen und mittelständischen Unternehmen der Fall ist. Bea und Kötzle (1983: 565) weisen in diesem Zusammenhang zu Recht darauf hin, dass mittelständische Unternehmen bei gesamtwirtschaftlicher Betrachtungsweise mindestens ebenso bedeutend sind wie Großunternehmen. Anhaltende Reformdiskussionen reflektieren zudem die Tatsache, dass die Zusammenbrüche nicht nur auf individuelles Fehlverhalten zurückgeführt werden können, sondern auch bestehende Institutionen bzw. Systeme der Unternehmensüberwachung versagt haben. Coenberg et al. (1997: 989-997) weisen darauf hin, dass es aus eben jenen Gründen zu einer Vielzahl an Gesetzesneuerungen kam. Dazu zählen sowohl die nationalen Regelungen, wie die des KonTraG und TransPuG (Bundesministerium der Justiz 1997 und 2002) oder der in 2008 vorgelegte Regierungsentwurf zum BilMoG als Folge der Änderungen der zugrundeliegenden EU-Richtlinien, als auch die internationalen Regelungen der 4., 7. und 8. EU-Richtlinie (KPMG 2008 und 2009) und des Sarbanes-Oxley-Acts (KPMG 2006).

Es ist für Unternehmen essentiell, über Einrichtungen zu verfügen, die frühzeitig Schwachstellen aufdecken und schon in einem frühen Stadium eine Abwehr von Krisen sicherstellen. Daher muss sich jedes Unternehmen mit Krisen und deren Merkmalen sowie Indikatoren auseinandersetzen und ein entsprechendes Instrumentarium etablieren, welches sich zur Erkennung und Überwindung von Krisen eignet. Zunächst ist dafür die Einteilung nach Krisenarten und somit die Unterscheidung in betriebswirtschaftliche und rechtliche Krise notwendig.

Nach Harz et al. (1999: 28) ist die Krise „[...] das Endstadium des vom Unternehmen ungewollten Prozesses, in dessen Verlauf sich die Erfolgspotenziale, das Reinvermögen und/oder die Liquidität des Unternehmens so ungünstig entwickeln, dass dessen Existenz bedroht ist“. In der Literatur herrscht eine gewisse Unschärfe bei der Definition von Unternehmenskrisen, denn nicht selten werden bereits bewältigungsbedürftige Probleme als Krise bezeichnet, die lediglich als Indiz für eine Krise dienen dürfen. Entscheidend bei der Beurteilung zum Vorliegen einer Krise ist jedoch die wirtschaftliche Gesamtsituation in der sich das entsprechende Unternehmen befindet. Die betriebswirtschaftliche Krise löst nicht gleich die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens aus. Sie kann aber im Gegenzug direkt dazu