

# Financial Restructuring von Private Equity-Portfoliounternehmen

## Das Lead-Advisor-Konzept als institutioneller Ansatz zur Restrukturierung von Distressed Investments

Karsten Batran, Michael Reinisch, Prof. Dr. Kai-Ingo Voigt & Daliborka Vučković, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Erlangen-Nürnberg\*

### 1. Einleitung

► Private Equity-Portfoliounternehmen sind von der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise in besonderem Maße betroffen. Zahlreiche Portfoliounternehmen haben konkrete Refinanzierungsprobleme oder drohen in eine finanzielle Schieflage zu geraten. Neben operativen Problemen, hervorgerufen durch den globalen Wirtschaftsabschwung, und strategischen Fehlentscheidungen wird die Refinanzierung der sich in den kommenden Jahren aufbauenden „Maturity Wall“, das heißt, ein starker Anstieg fälliger Kredite, zu einer der Hauptherausforderungen von Portfoliounternehmen werden (vgl. Abb. 1).

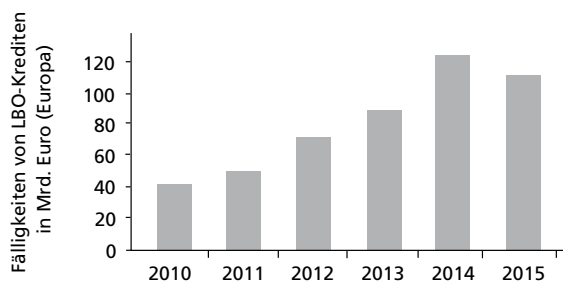
Zwar ist aktuell nicht mehr von einer Kreditklemme die Rede, jedoch erschwerte jüngst die europäische Schul-

denkrise wieder die Kreditvergabe der Banken, die im Vergleich zum Vorjahr immer noch rückläufig ist. Erst im dritten Quartal 2010 rechnet die KfW mit einem Anstieg des deutschen Kreditneugeschäfts (vgl. Abb. 2). In der Vergangenheit sah sich das Geschäftsmodell von Leveraged Buyouts (LBO) während der Beteiligungsphase der Restrukturierungsherausforderung in der Regel nicht ausgesetzt. Daraus ergibt sich der Bedarf für ein integriertes Restrukturierungskonzept von Distressed Investments.

Die Anforderungen an eine Restrukturierung in einem dynamischen und von Unsicherheit geprägten Marktumfeld bedingen die externe Bereitstellung von Ressourcen und Know-how bei Portfoliounternehmen und Eigentümern, um Unsicherheiten im Restrukturierungsprozess frühzeitig zu reduzieren. Die Konzeption eines integrierten Ansatzes, der eine effiziente, finanzielle Restrukturierung gewährleistet, steht im Mittelpunkt dieser Untersuchung. Während bisherige Beiträge dediziert funktionale Perspektiven betrachten, wird im vorliegenden Beitrag bei der Entwicklung eines ganzheitlichen Restrukturierungsansatzes die institutionelle Perspektive in den Fokus der Untersuchung gerückt. In früheren Untersuchungen wurde Financial Restructuring als entscheidender Parameter in der Restrukturierung von Private Equity-Portfoliounternehmen weitestgehend nur als Randgebiet betrachtet. Die vorliegende Arbeit schließt diese Lücke, indem explizit Best Practices für die finanzielle Restrukturierung von Krisenunternehmen spezifiziert werden.

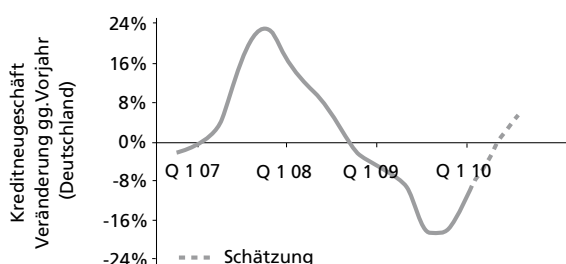
**Abb. 1 | Maturity Wall in Europa**

Quelle: Standard & Poor's Leveraged Commentary and Data, 2009



**Abb. 2 | Kreditneugeschäft in Deutschland**

Quelle: Kreditanstalt für Wiederaufbau, Kreditmarktausblick September 2010



\* Autorenkontakt: Karsten.batran@berenberg.de, MReinisch@horvath-partners.com, voigt@industriebetriebslehre.de, vuckovic@industriebetriebslehre.de. Karsten Batran arbeitet als Analyst im Bereich Strategic Advisory bei der Berenberg Bank. Michael Reinisch ist als Managing Consultant bei der Unternehmensberatung Horváth & Partners tätig. Seine Arbeitsschwerpunkte liegen in den Bereichen Organisationsoptimierung, Restrukturierung und Einkauf. Prof. Dr. Kai-Ingo Voigt ist seit 1998 Ordinarius des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Industriebetriebslehre, an der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg. Zudem ist er Visiting Lecturer an der Universität UIBE (Beijing), Tongji Universität (Shanghai) sowie an der Universität Alcalá (Spanien). Daliborka Vučković, M.A. ist seit 2007 wissenschaftliche Mitarbeiterin und Doktorandin am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Industriebetriebslehre, an der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg. Der vorliegende Beitrag basiert auf einer im Rahmen einer Diplomarbeit an der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg durchgeführten empirischen Untersuchung.

Der Beitrag ist wie folgt strukturiert: Das nachfolgende Kapitel 2 stellt den aktuellen Bedarf von Restrukturierungsberatung heraus und skizziert den Forschungsansatz. Kapitel 3 bietet die theoretische Grundlage für die darauf aufbauende empirische Untersuchung. Die in Kapitel 4 vorgestellten Ergebnisse basieren auf der Reflektion der vorangehenden theoretischen Ergebnisse innerhalb von Experteninterviews und beschreiben die im Rahmen des Lead-Advisor-Konzepts identifizierten Best Practices zur finanziellen Restrukturierung von Portfoliounternehmen. Kapitel 5 fasst abschließend die Ergebnisse der Untersuchung zum Lead-Advisor-Konzept zusammen.

## 2. Problemstellung und Lösungsansatz

### 2.1 Restrukturierungsbedarf und Restrukturierungsentscheidung

Die typischen LBO-Strukturen bei der Akquisitionsfinanzierung durch Finanzinvestoren führen vor allem in einem schwierigen Finanzierungsumfeld aufgrund eines Overleveragings zu zahlreichen Refinanzierungsempässen<sup>1</sup>. Durch das starke Wegbrechen der Absätze hat sich die Cash-Situation vieler Unternehmen dramatisch verschlechtert. In vielen Fällen reicht der Cashflow eines Unternehmens nicht mehr aus, um seinen Verpflichtungen aus Finanzverbindlichkeiten, insbesondere Zinszahlungen, nachzukommen (Debt Overhang). In Folge einer Ergebnisschwäche kommt es zu Covenants-Brüchen<sup>2</sup>. Um eine weitere Verschlechterung der Cash-Situation und damit die Zahlungsunfähigkeit als Insolvenztatbestand zu vermeiden, sind Portfoliounternehmen gezwungen, eine Restrukturierung der Finanzierungsstruktur durchzuführen<sup>3</sup>.

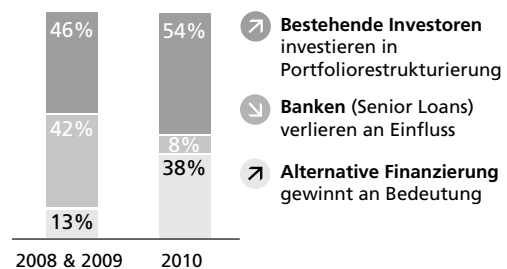
Bei der Restrukturierung von Portfoliounternehmen spielen aktuell die bestehenden Investoren eine entscheidende Rolle. Banken hingegen verlieren aufgrund der restriktiven Kreditvergabe an Einfluss (vgl. Abb. 3). Entsprechend widmet sich das hier vorgestellte Lead-Advisor-Konzept insbesondere der Beziehung zwischen Investor, Portfoliounternehmen und Advisor. Die Konzeption eines integrierten Ansatzes, der explizit die spezifischen Anforderungen von Finanzinvestoren und Portfoliounternehmen berücksichtigt, ist Grundlage für eine effiziente und nachhaltige Finanzierungsrestrukturierung.

### 2.2 Empirische Untersuchung zur Validierung theoriegeleiteter Ergebnisse

Die Untersuchung bedient sich einem zirkulären Forschungsdesign. Ausgangspunkt ist eine theoriegeleitete Untersuchung grundlegender Methoden der finanziellen Restrukturierung. Deduktiv wird damit ein theoretisch fundierter Rahmen für eine empirisch-induktive und praxisorientierte Untersuchung vorgegeben. Die Validierung von theoriegebundenen Hypothesen anhand von empirischen Untersuchungen und die explorative Gewinnung praxisrelevanter Erkenntnisse bedeutet eine deduktive Analyse mit induktiven Elementen.

### Abb. 3 | Eigentümer ex-post Private Equity-Restrukturierungen in Europa

Quelle: Kreditanstalt für Wiederaufbau, Kreditmarktausblick September 2010



Die empirische Untersuchung setzt auf einer qualitativen Inhaltsanalyse von Experteninterviews auf. Zielgruppe der Expertenbefragung sind Führungskräfte und Spezialisten, die sich strategisch oder operativ mit der finanziellen Restrukturierung von Unternehmen befassen. Dabei können die Institutionen der befragten Experten in drei Kategorien eingeteilt werden: Private Equity, Financial Advisory und Corporate Finance. Das erarbeitete Lead-Advisor-Konzept richtet sich damit gleichzeitig an Experten aus Wissenschaft und Beratungs- sowie Unternehmenspraxis.

## 3. Lead Advisor als optimaler Restrukturierungsberater

### 3.1 Interessenkonflikte und Vermögens-transfers entlang der Kapitalstruktur

Das interessenpolitische Umfeld, das heißt die verschiedenen Stakeholdergruppen, denen das zu restrukturierende Portfoliounternehmen ausgesetzt beziehungsweise verpflichtet ist, schafft komplexe Abhängigkeiten. Dabei hängt der Erfolg einer Restrukturierung insbesondere vom Verhalten der finanziellen Stakeholder beziehungsweise ihrer Machtposition gegenüber dem Portfoliounternehmen und entlang der Kapitalstruktur ab<sup>4</sup>. Durch die existenzielle Bedrohung der Fortführungsfähigkeit des sogenannten Distressed Unternehmens eskalieren Interessenkonflikte im Refinanzierungsumfeld schneller als in erfolgreichen Zeiten. Einzelne Parteien versuchen, individuell ihre eigene Position frühzeitig zu optimieren. Umso wichtiger ist die Kommunikation und Moderation verschiedener Interessen<sup>5</sup>. Die Konzeption eines Restrukturierungsansatzes unabhängiger Berater im Spannungsfeld der Financial Stakeholder erfordert die restrukturierungsspezifische Ausrichtung des Beratungsdesigns.

1 Altman/Hotchkiss: Corporate financial distress and bankruptcy. Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt. 3. Aufl., Wiley, Hoboken, NJ., 2006.  
 2 Pindado/Rodrigues: Determinants of Financial Distress Costs. In: Financial Markets and Portfolio Management, 19. Jg., Nr. 4, 2005, S. 343-359.  
 3 Asquith/Gertner: Anatomy of financial distress: An examination of junk-bond issuers. In: Quarterly Journal of Economics, 109. Jg., Nr. 3, 1994, S. 625-658.  
 4 Böckenförde: Unternehmenssanierung, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart.  
 5 Lüthy: Unternehmenskrisen und Restrukturierungen. Bank und Kreditnehmer im Spannungsfeld existentieller Unternehmenskrisen, Haupt, Bern, 1988.

Die Ziele und Verhandlungsmacht von Fremdkapitalgebern können dabei in Abhängigkeit der Fremdkapitaltranchen sehr unterschiedlich sein (vgl. Abb. 4). Die Verhandlungsmacht steigt ceteris paribus mit sinkendem relativen Nettoverlust im Fall einer Insolvenz (Loss Given Default). Vorrangig besicherte Gläubiger, sogenannte Senior Lenders – in der Regel Banken –, werden im Fall einer Insolvenz vor anderen Gläubigern bedient. Ihre Darlehen sind mit Vermögenswerten des Unternehmens besichert. Entsprechend haben Senior Lenders in Restrukturierungssituationen in der Regel wenig Interesse, Zugeständnisse bezüglich Zins- und Tilgungszahlungen zu machen. Je nach Werthaltigkeit der Besicherung wird der Nettoerlös im Insolvenzfall (Recovery Rate) der Darlehen hoch sein. Aufgrund des geringen Verlustrisikos haben Senior Lenders regelmäßig eine starke Machtposition in Restrukturierungssituationen. Junior Lenders – in der Regel alternative Investoren wie Mezzanin-Fonds oder Hedgefonds – sind hingegen nachrangig zu bedienen und häufig nicht besichert. Ihnen droht bei Insolvenz des Unternehmens der Totalverlust der eingesetzten Mittel. Junior Lenders sind in der Regel aufgrund einer schwächeren Machtposition eher bereit, eine Restrukturierung mit Zugeständnissen oder zusätzlichen Mitteln zu unterstützen, um ihr Verlustrisiko zu reduzieren. Jedoch agieren viele alternative Investoren mit einem höheren Risiko und damit einhergehend mit einer hohen Aggressivität. Insgesamt üben beide Gruppen signifikanten Einfluss auf den Restrukturierungsverlauf aus.

Entsprechend nimmt die Moderation beziehungsweise die Integration divergierender und kongruenter Interessen eine wichtige Funktion im Rahmen einer Restrukturierung ein. Eigenkapitalgeber sehen sich aufgrund ihrer Position in der Kapitalstruktur einem höheren Exposure ausgesetzt. Private Equity-Investoren sind daher in Restrukturierungssituationen regelmäßig in einer schwachen Verhandlungsposition. Umso entscheidender ist die Rolle des Restrukturierungsberaters, der als Lead Advisor grundsätzlich die Interessen der Eigentümer gegenüber den Gläubigern vertritt.

Bei Restrukturierungsmaßnahmen entlang der Kapitalstruktur können Vermögenstransfers generell zum einen zwischen Gesellschafter und Gläubigern und zum anderen zwischen Gläubigern unterschiedlicher Tranchen auftreten. Mit der Zuführung von Fremdkapital in einer finanziellen Notlage (Financial Distress) sind negative Effekte für die Anteilswerte der Eigentümer verbunden. Frisches Kapital wird in Refinanzierungssituationen aufgrund der geringeren Bonität des betroffenen Unternehmens in der Regel nur mit angepassten, risikoadäquaten Konditionen und höherer Besicherung von den Gläubigern zur Verfügung gestellt. Die steigenden Kapitalkosten beeinflussen unmittelbar den Wert der Unternehmensanteile. Zusätzlich findet bei einer Erhöhung beziehungsweise Ausweitung der Sicherheiten ein Vermögenstransfer von den

**Abb. 4 | Interessenkonflikte und Vermögenstransfers entlang der Kapitalstruktur**

Quelle: Eigene Darstellung

Rang	Nettoverlust im Insolvenzfall	Verhandlungsmacht	Vermögenstransfer
Super Senior	durchschn. > 50%	Verhandlungsmacht nimmt c.p. ab	Vermögenstransfer in Abhängigkeit der Restrukturierungsmaßnahmen
Senior First Lien			
Senior Second Lien			
Senior Unsecured	durchschn. 50-100%	↓	↑
Junior/Subordinated			
Preferred Shares			
Common Shares	Anteile in der Regel wertlos		

Eigentümern zu den Gläubigern statt. Ebenfalls ist mit einem Vermögenstransfer zwischen einzelnen Gläubiger-Tranchen zu rechnen. Bei Gewährung zusätzlicher Senior-Kredite findet ein Vermögenstransfer von den Junior-Gebern zu den Senior-Gebern statt, da sich der Rang der Junior-Geber weiter verschlechtert. Vice versa gilt dieser Zusammenhang nicht.

Eine Zuführung von Eigenkapital durch Gläubiger oder Dritte hat zunächst keinen Einfluss auf den Unternehmenswert. Es kann aber zu einer Verlagerung der Anteilswerte von den bestehenden zu den neuen Eigenkapitalgebern kommen. Vor allem wenn, wie in Refinanzierungssituationen üblich, die neuen Anteile mit einem Abschlag ausgegeben werden, verschieben sich die Unternehmenswerte zu den neuen Gesellschaftern. Eine Umwandlung von Fremdkapitalpositionen in Eigenkapital durch Gläubiger oder Dritte oder ein Forderungsverzicht von Kreditgläubigern kann ebenfalls zu einem Vermögenstransfer führen. Inwiefern Eigentümer und Fremdkapitalgeber von einer Wandlung von Fremd- in Eigenkapital (Debt-Equity-Swap) profitieren beziehungsweise negative Effekte zu erwarten haben, hängt von der Bewertung von Eigen- und Fremdkapital vor der Transaktion ab.

Für die Eigentümer ergibt sich auch ein positiver Wertbeitrag, wenn Senior- in Junior-Tranchen gewandelt werden. Hintergrund der Diskrepanz zwischen Senior-Gläubiger und Junior-Gläubiger ist der in der Regel höhere Informationsstand der Banken<sup>6</sup>. Wird hingegen die Besicherung der bestehenden Kredite erhöht, wirkt sich dies negativ auf die Anteilswerte der Eigentümer aus, da parallel ihr Besicherungswert sinkt. Grundsätzlich findet jedoch eine Verwässerung der bestehenden Anteile statt. Der Forderungsverzicht beeinflusst die Bewertung positiv, da zukünftige Tilgungszahlungen reduziert und der Cashflow des Unternehmens somit erhöht wird. Je geringer

6 Brown/James/Mooradian: The information content of distressed restructurings involving public and private debt claims. In: Journal of Financial Economics, 33. Jg., Nr. 1, 1993, S. 93-118. Dies gilt insbesondere für Deutschland, wo Banken traditionell eine enge Partnerschaft mit den Kreditnehmern pflegen.

der Vermögenstransfer ausfällt und je höher die zukünftigen Wachstumschancen sind, das heißt je höher der Restrukturierungswert ist, desto eher sollten Eigentümer bereit sein, weiteres Eigenkapital zu investieren, um eine optimale Wertentwicklung des Investments zu erreichen.

Neben Maßnahmen entlang der Kapitalstruktur haben weitere Parameter einer Refinanzierung Einfluss auf den Unternehmenswert. Die Option Finanzkennzahlen in Kreditvertragsklauseln (Financial Covenants) nachzuverhandeln, hat bei notleidenden Unternehmen per se einen positiven Wertbeitrag<sup>7</sup>. Covenants reduzieren die Kosten, die durch Interessenunterschiede und Informationsasymmetrien zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern entstehen. Unternehmen betreiben mithin hohen Aufwand bei der Kreditvertragsgestaltung, um Agency-Kosten zu reduzieren. Im Allgemeinen reduzieren Kreditverträge und Kreditvertragsklauseln die Agency-Kosten der Beziehung zwischen finanzierenden Banken und Unternehmen und liefern somit generell einen positiven Wertbeitrag. Werden Kreditvertragsklauseln zu restriktiv vereinbart, schränken sie das Unternehmen dahingehend ein, dass langfristig wertoptimale Investitionsentscheidungen erschwert beziehungsweise Wachstumschancen gehemmt werden.

### 3.2 Akteursbezogenes Modell der finanziellen Restrukturierung

Im Rahmen des Lead-Advisor-Konzepts stellt der Lead Advisor sicher, dass die Restrukturierung im Umfeld aller Stakeholder positiv zur Wertentwicklung des Portfoliounternehmens beiträgt. Das akteursbezogene Modell betrachtet die finanzielle Restrukturierung aus einer institutionellen Perspektive und integriert Restrukturierungs- und Beratungsdesign. Das Restrukturierungsdesign terminiert die grundsätzlichen Prozesse und Strukturen für eine erfolgreiche Restrukturierung. Inwieweit die Gläubiger ein Unternehmen in der Krise unterstützen, hängt vom Vertrauen in die Leistungsfähigkeit des Restrukturierungsmanagements und von den Erfolgsaussichten der Restrukturierung ab. Der Lead Advisor als

dominanter Träger des Restrukturierungsmanagements muss in Situationen, in denen keine Vertrauensbasis zwischen Management und Stakeholdern besteht, die wichtige Funktion des Moderators einnehmen. Die Qualität und die Kommunikation des Refinanzierungskonzepts entscheiden maßgeblich über Zugeständnisse und das weitere Engagement der Stakeholder.

Aus Beratungsperspektive spielt der Lead Advisor im Restrukturierungsmanagement eine wesentliche Rolle. Welche Rolle der Berater während des Restrukturierungsprojekts einnimmt, ist mit den Erwartungen des Klienten, das heißt dem Portfoliounternehmen beziehungsweise dem Private Equity-Investor, verbunden. Neben allgemeinen Erwartungen, wie zum Beispiel Expertise, Erfahrung und Objektivität, definieren insbesondere problemspezifische Erwartungen, das heißt in Abhängigkeit der Zielsetzung, die Beraterrolle.

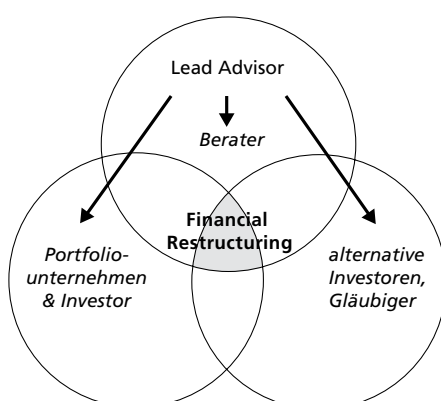
Bei der unabhängigen Restrukturierungsberatung übernimmt der Berater eine aktive Expertenrolle als Problemlöser und Realisator, die entsprechend der Problemstellung stark fachorientiert und direktiv ausgeprägt ist. Der Berater als Problemlöser erarbeitet entscheidungsreife Restrukturierungskonzepte und formuliert Handlungsempfehlungen. Tritt der Berater im Auftrag des Klienten gegenüber dessen Stakeholdern auf, verstärkt dies zum einen die direkte Rolle und, in die Rolle des Realisators versetzt, zudem die Verbindlichkeit der Zielerreichungsverantwortung.

Die führende Rolle des Beraters als Krisenmanager bei der Restrukturierung erfordert eine enge Zusammenarbeit von Berater und Klient. Die Restrukturierung von Distressed Unternehmen ist gezeichnet von hohem Handlungsdruck kombiniert mit hoher Handlungsbereitschaft der beteiligten Akteure. Die unmittelbare Gefährdung des Fortbestands des Klientenunternehmens zwingt dieses zu einer raschen Lösung der Distressed Situation. Hohe Kooperations- und Veränderungsbereitschaft sind Voraussetzung für eine erfolgreiche Krisenbewältigung. Der Zeitaspekt und die Komplexität einer Restrukturierungssituation bevorzugen grundsätzlich eine starke Integration des Berater-Klienten-Systems, um sowohl die notwendige Umsetzungsgeschwindigkeit zu erreichen als auch den fachlichen und individuellen Herausforderungen von Unternehmenskrisen gerecht zu werden.

Sind mehrere Berater an der Restrukturierung beteiligt, ist nicht nur die einzelne Berater-Klienten-Beziehung zu koordinieren, sondern auch die Koordination der verschiedenen Berater untereinander muss organisiert werden. An dieser Stelle übernimmt der Lead Advisor die Funktion der Integration und Harmonisierung (vgl. Abb. 5). Der Aufbau eines einheitlichen Verständnisses ist aufgrund des hohen Zeit- und Handlungsdrucks in der Regel nicht möglich. Der

**Abb. 5 | Akteursbezogenes Modell der finanziellen Restrukturierung**

Quelle: Eigene Darstellung



<sup>7</sup> Berlin/Mester: Debt covenants and renegotiation. In: Journal of Financial Intermediation, 2. Jg., Nr. 2, 1992, S. 95-133.

Lead Advisor wird mit den entsprechenden Weisungsbefugnissen ausgestattet, um zunächst unabhängige Lösungsalternativen zielgerichtet zu integrieren und ein integriertes Restrukturierungskonzept zu formulieren.

#### **4. Rolle des Lead Advisors im Restrukturierungsprozess**

##### **4.1 Bereitstellen fehlenden Know-hows und mangelnder Ressourcen durch externen Berater**

Das Geschäftsmodell von Private Equity-Investoren beinhaltet in der Regel das Management eines Portfolios „gesunder“ Unternehmen. Private Equity-Investoren und Unternehmensmanagement verfügen in der Regel nicht über Restrukturierungs-Know-how und über die für eine erfolgreiche Restrukturierung erforderlichen Ressourcen. Die Mandatierung von Restrukturierungsberatern signalisiert Handlungsbereitschaft, Objektivität und Professionalität. Unabhängig von der Entscheidung, einen Restrukturierungsberater zu mandatieren, stellen sich Finanzinvestoren im Allgemeinen die Frage, inwiefern eine Restrukturierung einem sogenannten „Fire Sale“ vorgezogen werden sollte. Dies hängt maßgeblich von der Wertimplikation einer Restrukturierung für das Gesamtportfolio ab. Der Lead Advisor liefert einen entscheidenden Beitrag für eine wertoptimale Restrukturierung und für eine positive Restrukturierungsentscheidung.

##### **4.2 Einsetzen eines Interimsmanagers zur Wiederherstellung des Vertrauens**

Der Lead Advisor gewährleistet einen professionellen Restrukturierungsprozess. Unternehmen in einer Refinanzierungssituation sehen sich in der Regel im Spannungsfeld divergenter Interessen insbesondere der Financial Stakeholder. Daraus ergeben sich restrukturierungsspezifische Anforderungen an das Informations- und Kommunikationsverhalten des zu restrukturierenden Portfoliounternehmens. Um möglichenfalls verloren gegangenes Vertrauen bei den Interessengruppen wiederherzustellen, ist eine angemessene Kommunikation der Problemsituation und eine angepasste Informationsversorgung insbesondere der Gläubigerbanken erforderlich. Häufig kann das restrukturierungsunerfahrene Management diesen Anforderungen nicht adäquat Rechnung tragen. Der Lead Advisor als Restrukturierungsspezialist kann als Krisenbewältiger hier in die Rolle des Interimsmanager treten. Der Lead Advisor gewährleistet einen geordneten Ablauf und die Vollständigkeit des Restrukturierungsprozesses und trägt somit wesentlich zur Herstellung von Vertrauen bei.

##### **4.3 Herstellen von Interessenkongruenz entlang der Kapitalstruktur**

Von Unternehmenskrisen geht in der Regel eine destruktive Wirkung bezüglich der Unternehmensziele und der Ziele der Interessengruppen, insbesondere der Kapital-

geber, aus. Um dem hohen Handlungsdruck von Refinanzierungssituationen gerecht zu werden, sind eine effiziente Koordination und Mediation von Interessen und die zielführende Verhandlung von Zugeständnissen für den Erfolg der Restrukturierung entscheidend. Insbesondere bei komplexen Gläubigerstrukturen kann die Koordination der Gläubiger ein wertschöpfender Prozess sein. Folglich ist die Koordination ein wichtiges Element einer wertoptimalen Restrukturierung. Der Lead Advisor ist dafür verantwortlich, eine starke Verhandlungsposition gegenüber den Gläubigern aufzubauen. Dafür sind Verhandlungsgeschick und Erfahrung mit Verhandlungen wichtig.

##### **4.4 Steuern aller beteiligten Stakeholder im gesamten Restrukturierungsprozess**

Der Lead Advisor übernimmt bei der Kommunikation und Koordination der Restrukturierungsbeteiligten als Lead Advisor eine integrierende Rolle. Der Restrukturierungsberater in der Rolle des Lead Advisors ist für die Steuerung aller Restrukturierungsbeteiligten, das heißt sowohl der Träger der Restrukturierung als auch der Träger des Restrukturierungsmanagements, verantwortlich. Der Lead Advisor integriert die Beteiligten in den gesamten Restrukturierungsprozess. Die Moderation aller Restrukturierungsbeteiligten kann Werte schaffen und ist somit im Sinne einer wertoptimalen Restrukturierung erfolgsrelevant.

##### **4.5 Schaffen von Handlungsspielräumen und Entwickeln wertoptimaler Refinanzierungsmaßnahmen**

Bei komplexen Kapitalbeziehungsweise Gläubigerstrukturen ist die Kernkompetenz des Lead Advisors die finanzielle Restrukturierung. Um finanzwirtschaftliche Maßnahmen wertoptimal einsetzen und die Gläubiger des Krisenunternehmens für eine Unterstützung der Restrukturierung gewinnen zu können, ist das finanzwirtschaftliche Know-how des Lead Advisors maßgeblich für den Erfolg des gesamten Prozesses. Der Lead Advisor muss primär in der Lage sein, die fachliche Seite einer finanziellen Restrukturierung richtig einschätzen zu können. Die finanzielle Restrukturierung spielt insbesondere in einem frühen Stadium der Unternehmenskrise eine wichtige Rolle, um Handlungsspielräume (Stillhalteabkommen, Moratorien, etc.) für die weitere Restrukturierung zu schaffen. Jedoch verfügen Finanzinvestoren häufig über relevantes finanzwirtschaftliches Know-how und versuchen selbst die führende Rolle einzunehmen.

##### **4.6 Beschleunigen des Restrukturierungsprozesses durch Integration des Lead Advisors in die Unternehmensorganisation**

Eine starke Integration des Lead Advisors in die Hierarchie des zu restrukturierenden Unternehmens beschleunigt die Restrukturierung und erhöht somit die



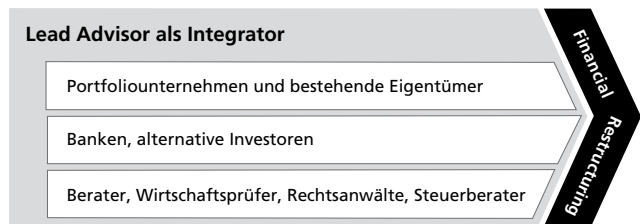
Erfolgschancen. Dafür wird der Lead Advisor mit weitreichenden Weisungsbefugnissen und Verantwortungen ausgestattet. Insbesondere für eine erfolgreiche Umsetzung des Restrukturierungskonzepts ist die Integration des Lead Advisors wichtig. Das Management hat in Krisensituationen häufig die Glaubwürdigkeit und Unterstützung innerhalb der eigenen Organisation verloren. Nur wenn die Unterstützung der Klientenorganisation für die Maßnahmen vorhanden ist, können diese nachhaltig Erfolg haben. Um der Restrukturierungsverantwortung gerecht zu werden, muss der Lead Advisor mit entsprechenden Weisungsbefugnissen ausgestattet werden.

### 5. Zusammenfassung: Best Practice Lead Advisor

Private Equity-Portfoliounternehmen wurden und werden von der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise stark erfasst. Zahlreiche Assets haben konkreten Cash-Bedarf beziehungsweise Refinanzierungsprobleme. Die Entscheidung, eine Refinanzierung durchzuführen, hängt maßgeblich von den Wertimplikationen für das Gesamtportfolio des Investors ab. Finanzierungs- und Kommunikations-Know-how sind die zentralen Erfolgsfaktoren einer Restrukturierung durch unabhängige Berater. Die befragten Experten sehen den Lead Advisor als Koordinator und Mediator in einer integrierenden Rolle (vgl. Abb. 6).

**Abb. 6 | Lead-Advisor-Konzept zur Restrukturierung von Distressed Investments**

Quelle: Eigene Darstellung



Insbesondere bei komplexen Finanzierungs- und Gläubigerstrukturen ist die Koordination der Financial Stakeholder erfolgsentscheidend und kann einen wertgenerierenden Prozess darstellen. In dieser Rolle ist der Lead Advisor wertschaffend für die Eigentümer. Er koordiniert nicht nur die Interessen der Gläubiger, sondern stellt auch die effiziente Kommunikation aller Restrukturierungsbeteiligten sicher. Durch eine starke Integration in die Organisation des Krisenunternehmens kann der Restrukturierungsprozess beschleunigt werden. Seriosität und Professionalität gewährleisten Objektivität und schaffen neues Vertrauen bei den Gläubigern. Damit gewährleistet der Lead Advisor eine wertoptimale Restrukturierung von Distressed Investments. ■