

# 40 Money-Leveraging vs. Proxy-Leveraging im IT-M&A-Business aus der Sicht der HI

In den letzten Jahren ist fast völlig in Vergessenheit geraten, dass man Konzerne grundsätzlich auf zwei Arten konstruieren kann: Money-Leveraging ML und Proxi-Leveraging PL. Die relativ leichte Verfügbarkeit von Anlegergeld hat das Money-Leveraging dominant werden lassen. Darüber wurde meist vergessen, dass die Organisatoren der Kapitalien (Banken, Fonds, Finanzdienstleister) meist nicht in der Lage waren, die damit verbundenen Stimmrechte für die betroffenen Unternehmen sinnvoll zu nutzen. Sie mussten sich teure Experten (Stakeholder) halten, die nicht immer ihre Interessen vertraten.

Das IHI hat aus gegebenem Anlass in den beiden letzten Quartalen vom Vorstand den Auftrag bekommen, vor dem Hintergrund der BEKO-Konzernstrategie und der internationalen Finanzkrise dieses Thema zu evaluieren. Dieser Bericht baut auf dem Projekt „Vergleichende Analyse des Phänomens „Holding“ als Zellulärer Automat im Lichte verschiedener Rechtskleider“ auf, das vom IHI im Jahre 2006 dem Vorstand vorgelegt wurde. In diesem Bericht wurde bereits auf die typischen zellulären Automatismen, die sich für Holdings aus den verschiedenen Rechtskleidern ergeben, hingewiesen.

## 40.1 Begriffsklärung: Money-Leveraging ML

Unter ML wird allgemein der finanztechnische Vorgang verstanden, Risikokapital mit Fremdkapital zu "hebeln" um größere Deals zu finanzieren. Der erreichbare Hebel hängt sehr stark von Stimmungen und Moden im Kapitalmarkt zusammen und kann sehr stark schwanken. Vor allem wenn die Eigen-Fremdkapitalmischung über immaterielle Sachwerte erfolgt. Dies ist regelmäßig dann der Fall, wenn es um Wertpapiere jeglicher Art geht. In den letzten 15 Jahren war ein Boom an ML zu beobachten der jetzt gerade dramatisch einbricht. Teilweise waren für die Geldgeber unbemerkt Hebel von 1: ~unendlich durchaus feststellbar. So wurden Firmenwerte mit Negativwert mit Anlegergeld nach fiktiven (positiv dargestellten) Schlüsseln gehebelt, was öfter zu letalen Beendigungen von M&A-Projekten geführt hat. Ein BEKO-bekanntes Beispiel für diese Methoden war die versuchte Übernahme der BEKO durch Yline (+Lehman).

## 40.2 Begriffsklärung: Proxy-Leveraging PL

PL ist weniger geläufig und wird nur von wenigen Spezialisten angewandt. In der Politik ist PL aber die gängigste Vorgangsweise der strategischen Positionierung. Was ist nun PL? Der PL-Ansatz ist in erster Linie psychologisch fundiert. Er basiert auf der Einsicht, dass Anteilscheine nicht nur ein Eigentumsrecht an Sach- und Geldwerten verbriefen, sondern meist auch ein Stimmrecht. PL heißt nun, Stimmrechtsvollmachten, die man eigentlich nicht eigentumsrechtlich besitzt, zu maximieren und punktgenau einzusetzen. Dazu reicht es aus, Stimmrechte nur genau dann zu haben, wenn sie gebraucht werden und zwischenzeitlich die ebenfalls mit den Wertpapieren verbundenen Eigentumsrechte gar nicht in Anspruch zu nehmen. Auf diese Weise kann PL mit wesentlich geringerem Finanzaufwand zum gleichen gewünschten Strategieergebnis führen wie das ML. Dieser Effekt wird regelmäßig übersehen. Wegen der scheinbaren Langsamkeit die der PL-Methode zugeschrieben wird, spricht man auch manchmal von „Creeping in“. Dieser Ausdruck verweist auf die Prozesshaftigkeit des PL. Voraussetzung für ein erfolgreiches PL ist eine intime Kenntnis des betreffenden Marktsegments einschließlich der vorliegenden Strukturen, Denkrichtungen und handelnden Personen. Es ist sicherlich kein Zufall, dass die katholische Kirche seit tausend Jahren auf PL setzt.

## 40.3 Strategievergleich ML/PL

Strategisch ist der Unterschied zwischen ML und PL in erster Linie in eingesetzten Geldeinheiten auszudrücken. Nach dem HI-Axiom gibt es einen Unterschied zwischen Substrat und Prägung, in diesem Fall zwischen Geldkapital und Wissen. Geldkapital gibt Eigentumsmacht aber noch keine Wissensmacht. Letztere kann nur dann zum Einsatz gebracht werden, wenn „die Software stimmt“, also wenn jemand (ein Wissensträger) da ist, der weiß, auf was es letztendlich in dem gegebenen Fall ankommt. Und der auch über Einfluss (nicht Macht) verfügt und diesen auch mit gutem Timing zum Einsatz bringen kann.

Wenn es gelingt, mit den wesentlichen Wissensträgern ins Gespräch zu kommen und deren Wunschrichtungen so weit zu erkennen, als es notwendig ist, um sie mit den eigenen strategischen Interessen in Einklang zu bringen, dann kann erwartet werden, dass das Abstimmungsverhalten in entscheidenden Abstimmungssituationen (GV, HV) zu Gunsten der eigenen Position ausgeht, ohne dass man über eine Eigentümermehrheit verfügt. Und ohne dass der betroffene Proxi-Geber es überhaupt merken muss.

Die Politik lehrt uns immer wieder, dass es nicht darauf ankommt, wer das Eigentum hat, sondern darauf, wer in entscheidenden Situationen darüber verfügen kann, zu bestimmen, wer die konkreten Entscheidungen trifft und durchsetzt. (Nicht wer Eigentümer des Schlosses ist öffnet die Tür, sondern der, der den Schlüssel dreht). Das gilt vor allem in komplexen sozialen Systemen.

Die ML-Strategie richtet sich daher in erster Linie an die Verfüger über Geld. Das sind meist Banker, Venture-Investoren, Vermögensträger und Förderungsbürokraten. Solche Menschen sind nicht notwendigerweise Insider der jeweiligen Branche und schon gar nicht sektorale Opinion-Leader.

In Zeiten leichter Verfügbarkeit über Risikokapital sind die ML-Strategen im Vorteil, weil sie jederzeit ihre Informations-Mängel geldlich überkompensieren können. Das kann zu erheblichen Preisaufschlägen führen, die durch die Ertragskraft der Targets nicht annähernd gerechtfertigt ist. Wenn allerdings Geld zum knappen Gut wird, dann ist die PL-Strategie eindeutig im Vorteil.

Der Hauptnachteil des ML gegenüber dem PL besteht in dem Umstand, dass entgegen der herrschenden Fachmeinung ein großer Unterschied zwischen Pre-Deal-Leverage und Post-Deal-Leverage bestehen kann. In einem im Dunstkreis unseres Konzerns gelagerten Fall ist derzeit ein Verschlechterungs-Faktor von 1:10 beobachtbar, ein Umstand, der beim PL fast immer vermeidbar ist. Selbst wenn sehr hohe Leihgebühren für Stimmrechte geboten werden, kann niemals ein solcher Verschlechterungsfaktor von 1:10 innerhalb von Monaten eintreten. Ist der ML sehr hoch, kann ein Pre/Post-Deal-Leverage durch Multiplikatorwirkung sehr schnell dramatische Ausmaße annehmen. Auch dieser (inzwischen als realistisch bewiesene) Risiko-Faktor spricht nach Ansicht des IHI eindeutig für die PL-Strategie. PL in Verbindung mit der IHI-Präferenz-Profil-Analyse hat sich in der Praxis bereits bewährt und BEKO in der Vergangenheit vor einer hohen Verschuldung bewahrt.

Der Hauptnachteil der PL liegt eindeutig in der schwierigeren Realisation des strategischen Zugewinns in geldlichen Einheiten und Zuschreibung des Erfolgs. Dieses Realisat ist nur auf Umwegen zu erreichen. Üblich sind Hurdle-Fee-Angebote, Optionen oder begleitende Spekulationsgeschäfte. Im letzteren Fall ist allerdings genau auf die strengen Insider-Bestimmungen des Börsenrechts zu achten, um nicht zu Schaden zu kommen. Die mangelnde öffentliche Wahrnehmbarkeit des Erfolges ist wahrscheinlich einer der (psychologischen) Hauptgründe, dass von vielen Playern im Markt das ML vorgezogen wird, obwohl die Risiken höher sind als beim PL.

Generell kann gesagt werden: ML wirkt Bilanz-verlängernd und bläst die G&V-Rechnung auf. Das kann in Zeiten von Easy-Money als „gute Investmentstory“ verkauft werden.

PL wirkt Bilanz-verkürzend und wirkt sich nicht auf die G&V aus. PL macht es der Obergesellschaft schwer, ihre wahre Größe darzustellen, senkt aber die Ausfallrisiken.

Derzeit gilt ML noch immer als „modern“ und PL als „altmodisch“.

## 40.4 Beziehungsdichte

Das HI-Axiom der Beziehungsdichte besagt, dass der strategische Vorteil in sozialen Netzwerken dort liegt, wo die Beziehungsdichte zu einem gegebenen Zeitpunkt und unter gegebenen Rahmenbedingungen dichter ist, als im konkurrierenden Netzwerkteil.

Das war beispielsweise in den letzten Jahren eindeutig in der Finance-Community der Fall, wo es zu dieser Zeit völlig klar war, dass ein Investment-Banker einem anderen Investment-Banker mehr geglaubt hat als einem Branchen-Spezialisten, mit dem es meist sprachliche und kulturbedingte Kommunikationsprobleme gab. Auch einem Analysten hat man mehr geglaubt als einem Branchen-Insider, wenn es um Bewertungsfragen mit Zukunftsphantasien ging. Das führte in schöner Regelmäßigkeit zu extremen Überbewertungen von Peer-Groups mit modischer Passgenauigkeit, wie z.B. der Dot.com- Szene oder der SaaS-Community. Im eigenen Hause (BFC, CROSS) seien hier nur die Fälle Solvedirect oder Polytec genannt. Firmenwerte, die sich innerhalb von Monaten auf einen Bruchteil des Einkaufspreises devaluieren, ohne dass man deswegen mehr Einfluss hätte. Aber auch prominente Beispiele, wie die Citi-Bank, Schäffler oder Voest zeigen deutlich, dass das überall auch in den „besten Familien“ vorkommen kann.

Wenn man das Konzept der Beziehungsdichte wörtlicher nimmt, dann ist es denkmöglich, dass man als Strategie versucht, durch geschickte Koalitions politik mit wenig geldlichem Aufwand, aber hohem Persönlichkeits-Einsatz, eine Basis der Einflussnahme aufzubauen, die weit über die geldliche Macht hinausgeht, um im entscheidenden Moment die erforderliche Stimmrechts-Power in die Waagschale werfen zu können.

## 40.5 HI-Axiom: Information-Informiertheit

Die moderne Corporate-Governance-Ideologie geht davon aus, dass jedermann, der sich für ein Public-Enterprise interessiert, die gleichen Informationen zugänglich gemacht bekommt. Dieser Grundsatz ist weitgehend erfüllt, soweit es sich um börsennotierte Gesellschaften handelt. Bei Firmen im Fokus der BEKO handelt es sich aber meist um nicht börsennotierte Unternehmen mit keinen normierten Publizitätspflichten (Beispiel: Solvedirect, Navax oder Infracore). Bei diesen Firmen klaffen die Information und die Informiertheit auf Seiten des potentiellen Käufers oft stark auseinander, was die Verhandlungen meist sehr belastet. Auch das aus der HI bekannte Phänomen der Aspektdynamik führt dazu, dass Verkäufer und Käufer in den einzelnen Deal-Phasen oft völlig verschiedene Sichtweisen auf das gleiche ökonomische Objekt entwickelt haben, ohne dass man deshalb schon von unsachlichem Subjektivismus sprechen kann.

PL könnte in solchen Fällen das probate Mittel zur Konfliktauflösung sein, wobei allerdings auf eine faire Abgeltung der Stimmrechtsübertragung und deren rechtliche Folgen (Übernahmerecht) geachtet werden muss. Auch kann es sein, dass letztendlich eine sinnvolle Kombination von PL und ML am Kostengünstigsten zum Ziel führt. Die vom IHI analysierten Projekte haben gezeigt, dass reines ML immer teurer ist als PL+ML.

## 40.6 Schlussfolgerung

BEKO hat immer Schwierigkeiten mit der Kommunikation mit Banken gehabt, weil unser Konzern immer fachspezifisch zu argumentieren versucht hat. Da diese Art der Problemerkklärung in den letzten Jahren gegenüber den monetär argumentierenden, hochliquiden ML-Vertretern regelmäßig im Hintertreffen war, ist BEKO traditionell immer in die Ecke des PL gedrängt worden.

Auf diese Weise hat sich jedoch im BEKO-Management notgedrungen ein profundes Knowhow in allen Spielarten des PL aufgebaut, um die selbstverursachte eklatante Risikokapital-Aufbringungsschwäche des Konzerns erfolgreich zu kompensieren.

Dieses Knowhow, verbunden mit dem theoretischen Wissen im IHI, könnte sich im Zeichen der sich verschärfenden globalen Finanzkrise als höchst wertvolles immaterielles Asset erweisen. Eine erste Bewährungsprobe der PL-Strategie könnte das S&T-Projekt sein, das mit einer reinen ML-Strategie für BEKO nicht bewältigbar (bzw. zu teuer) sein wird.

*IHI-Sonderbericht, 11.3.2009*