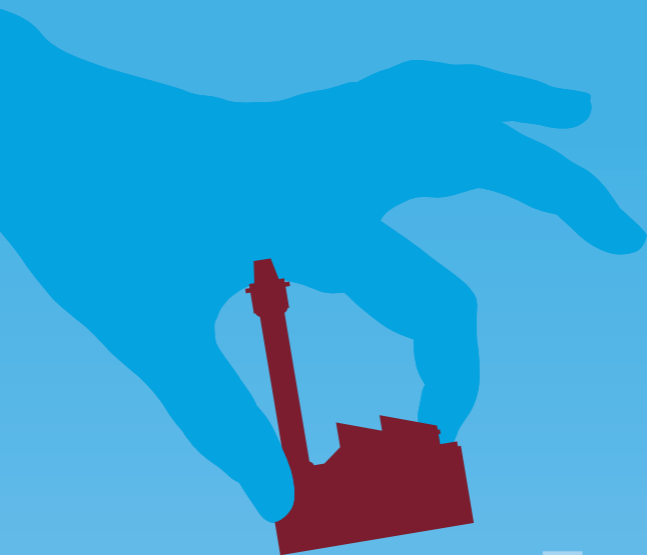




Stern Stewart & Co.

WHY OWN IT?

MIT CAPITAL LIGHT ZUR
ENTKOPPLUNG VON OWNERSHIP
UND OPERATIONS





WHY OWN IT?

MIT CAPITAL LIGHT ZUR ENTKOPPLUNG VON OWNERSHIP UND OPERATIONS

Stern Stewart Research // Volume 59

Gerhard Nennung, Stefan Heppelmann, Fabian von Feilitzsch

Management Summary

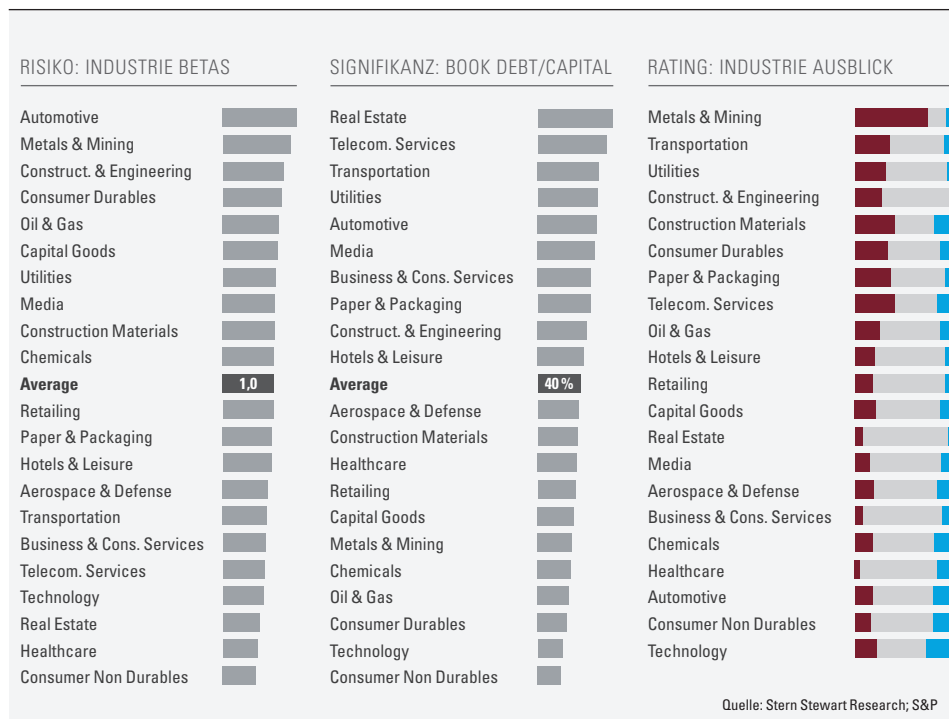
Das niedrige Zinsniveau und die hohe Liquidität im Markt haben ein bisher ungekanntes Niveau erreicht. Institutionelle Investoren sind auf der verzweifelten Suche nach alternativen Anlageobjekten. Demgegenüber agieren zahlreiche Unternehmen mit signifikanten Investitionsbedarfen bei vergleichsweise hohen Kapitalkosten. Ein enormer Zinsspread zwischen den Kapitalkosten dieser Unternehmen und den Renditeerwartungen institutioneller Anleger ist entstanden. Vor diesem Hintergrund haben einige Unternehmen bereits begonnen, die Notwendigkeit von Eigentum innerhalb ihres Assetportfolios zu hinterfragen: „Bin ich der beste Eigentümer im Markt? Gehört Eigentum zu meinen strategischen Kernkompetenzen? Ist es für mein Geschäftsmodell überhaupt notwendig?“ Capital-Light-Strategien ermöglichen es, Kapital freizusetzen und dabei diesen Zinsspread zu realisieren. Schließlich kann das Unternehmen das freigewordene Kapital strategisch reinvestieren und die Kernkompetenzen auf ein größeres Assetportfolio anwenden – ohne notwendigerweise mehr Eigentum zu finanzieren. Die 4 Grundsätze zur Verwirklichung einer Capital-Light-Strategie lauten:

1. Klarheit über Best Ownership entlang des Lebenszyklus schaffen: Welche Anlagen eignen sich für einen Teilverkauf bzw. ein Beteiligungsmodell? In welchen Phasen des Lebenszyklus kann Besitz abgegeben werden? Wie hoch ist der „Investoren-Appetit“? 2. Die Passivseite der Bilanz nicht den Banken überlassen: Welche standardisierten Transaktions- und Beteiligungsmodelle sind geeignet? 3. Kapital- und Risikoposition im Capital-Light-Geschäftsmodell optimieren: Wie funktioniert das Servicemodell nach dem Teilverkauf? Wie gestalten sich der Risikoübergang und das langfristige Auslastungskonzept? 4. Sich von traditionellen Denkmustern verabschieden: Das Business denkt noch in Kategorien des Besitzes bzw. der Besitzstandswahrung und die Finanzfunktion beschränkt sich auf traditionelles M&A? Wie können alte Zöpfe abgeschnitten und wie kann ein spürbarer Paradigmenwechsel eingeleitet werden?



Zunächst: Für welche Unternehmen ist Capital Light relevant?

Voraussetzung ist das passende Zusammenspiel finanzieller und strategischer Faktoren. Aus finanzieller Sicht spielt die Höhe der Kapitalkosten des Unternehmens eine entscheidende Rolle, da institutionelle Investoren zu deutlich attraktiveren Konditionen Eigentum finanzieren können. Für Industrien mit einem hohen Branchenrisiko, einem negativen Ratingausblick oder hohen durchschnittlichen Verschuldungsquoten ist eine Capital-Light-Strategie besonders attraktiv. Dazu gehören beispielsweise Unternehmen der Bereiche Automotive, Oil & Gas, Consumer Goods, Metals & Mining, Utilities und Construction.



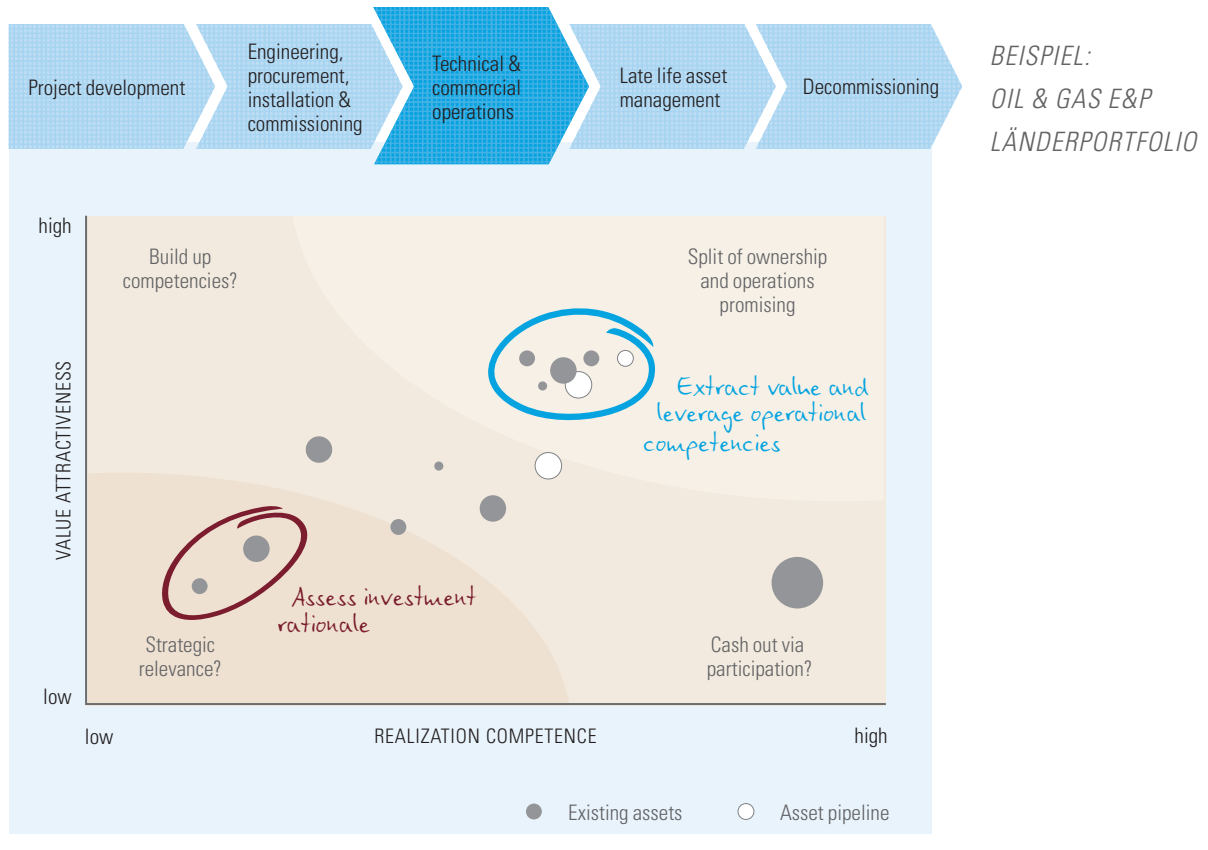
WIRKUNGSRAD CAPITAL LIGHT

Darüber hinaus agieren zahlreiche Unternehmen bereits unter strengen Ratingrestriktionen, sodass eine weitere Aufnahme von Fremdkapital – trotz aktuell attraktiver Zinsen – eingeschränkt ist.

Neben den finanziellen Rahmenbedingungen sollten auch strategische Voraussetzungen für Capital Light gegeben sein – Eigentum darf also nicht zu den strategischen Kernkompetenzen des Unternehmens gehören. Zudem müssen die Anlagen gewissen Investitionskriterien gerecht werden, sodass sie für Investoren in Betracht kommen. Von Vorteil sind dabei ein langfristiges Auslastungskonzept, stabile Cashflows und eine Absicherung gegen Commodity-Risiken. Die Ausprägung der Investitionskriterien ist abhängig von der jeweiligen Investorenklasse: Pensionskassen, Versicherungen, Banken, Private Equity oder strategische Investoren verfolgen dabei völlig unterschiedliche Risiko-Rendite-Profile und Anlagehorizonte.

Grundsatz 1: Klarheit über Best Ownership entlang des Lebenszyklus schaffen!

Im ersten Schritt kommt das Assetportfolio des Unternehmens auf den Prüfstand. Ziel ist es, eine Auswahl zu generieren, die für eine weitere Überprüfung von Capital-Light-Modellen in Frage kommt. Eine Priorisierung der Assets erfolgt dabei auf zwei Seiten: intern im Rahmen einer strategischen Portfolioanalyse entlang des Lebenszyklus und extern anhand von Investorenpräferenzen.

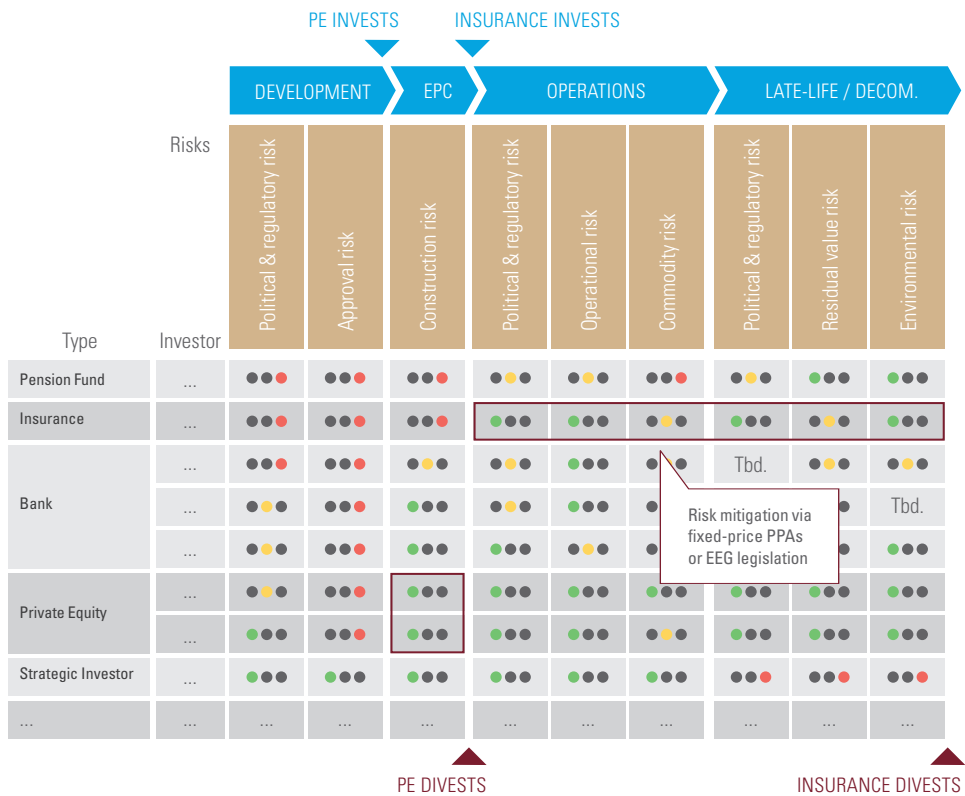


In der strategischen Portfolioanalyse wird die Wertattraktivität der Investitionsobjekte im jeweiligen Marktsegment abgeleitet. Marktgröße und -wachstum, Wettbewerbsintensität, Profitabilität und Marktrisiko sind die wesentlichen Treiber. Die Realisierungskompetenz orientiert sich an der relativen Wettbewerbsposition, am spezifischen Know-how, am Synergiepotential mit anderen Geschäftsfeldern des Unternehmens und an den vorhandenen Managementressourcen.

Die Analyse sollte sich dabei nicht nur auf bestehende Anlagen im aktuellen Produktionszustand konzentrieren, sondern muss vielmehr auch die zukünftige Assetpipeline entlang des Lebenszyklus berücksichtigen: von der Entwicklung über die Fertigung und Produktion bis hin zum Abbau der Anlage. In verschiedenen Phasen kann die Möglichkeit bestehen, über Betreibermodelle attraktive Returns in anderen Beteiligungsverhältnissen zu generieren. Die Analyse entlang des Lebenszyklus ist auch vor dem Hintergrund des „Investoren-Appetits“ je nach Investorenklasse wichtig – verdeutlicht am Beispiel eines Onshore-Windparks.

Während Private-Equity-Investoren z. B. das Genehmigungsrisiko der Entwicklungsphase eines neuen Windparks scheuen, sind sie bereit, von der Bauphase (EPC) an zu finanzieren und in der operativen Phase auszusteigen, da hier die hohen Renditeerwartungen für diese Art von Investoren nicht erfüllt werden. Hingegen investiert der Pensionsfonds oder der Versicherungskonzern entsprechend eigener Investitionskriterien erst in der operativen Phase der Anlage und fordert zudem eine Absicherung gegen Commodity- und andere Betriebsrisiken.

BEISPIEL:
WIND ONSHORE



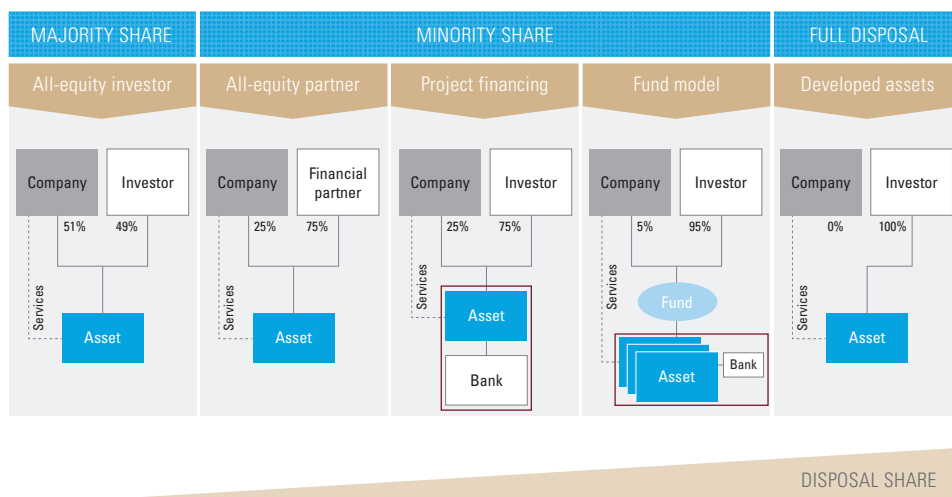
Die Analyse des „Investoren-Appetits“ verdeutlicht die unterschiedlichen Risiko-Rendite-Anforderungen. Unterschiede können zudem hinsichtlich Anlagenklasse, Anlagehorizont, geographischem Fokus oder Investitionsvolumen bestehen. Auch die Auswertung früherer Transaktionen innerhalb der Industrie liefert hier wertvolle Einblicke.

Schon beim ersten Grundsatz einer Capital-Light-Strategie erleben die Beteiligten oftmals einige Überraschungen: So können nach einer umfassenden Betrachtung des Anlagenspiegels auch Assets auf der Longlist landen, die immer zum Kern des Unternehmens gehört haben – aber bei konsequentem Fokus auf die strategischen Kernkompetenzen zur Disposition gestellt werden müssen.

Grundsatz 2: Die Passivseite der Bilanz nicht den Banken überlassen!

Während die Unternehmensbereiche als Eigentümer die Identifikation geeigneter Assets vorantreiben, muss die Finanzfunktion Lösungen für die Strukturierung der Beteiligungen entwickeln. Ziel ist es, die Finanzierungsseite präzise auf das Capital-Light-Geschäftsmodell und die Rendite- und Strukturserwartungen der Investorenklasse abzustimmen – und nicht auf den Geschmack der Hausbanken. Die Renditeerwartung im Zusammenhang mit der Beimischung von Eigen-, Mezzanine- oder Fremdkapital prägen den Charakter der Finanzierungsstruktur.

Bei der Capital-Light-Option kommen drei grundsätzliche Strukturtypen in Frage: Mehrheits-, Minderheitsbeteiligungen (mit und ohne Assetpooling) sowie ein Komplettverkauf.



1. Verkauf eines Minderheitsanteils bis zu 49 Prozent an einen Investor

Dieser kann ein Finanz- bzw. ein strategischer Investor sein und sollte vorzugsweise Eigenkapital investieren – aufgrund der Konsolidierung von Fremdkapital auf Gesellschaftsebene.

2. Verkauf eines Mehrheitsanteils (z. B. 74,9 %) an einen finanziellen bzw. strategischen Investor

Diese Option erlaubt eine zusätzliche außerbilanzielle Fremdkapitalaufnahme auf Gesellschaftsebene im Rahmen einer Projektfinanzierung durch externe Banken. Agiert das Unternehmen unter strengen Fremdkapital- bzw. Ratingrestriktionen, gilt es, auf die Zurechnungskriterien von Rating-

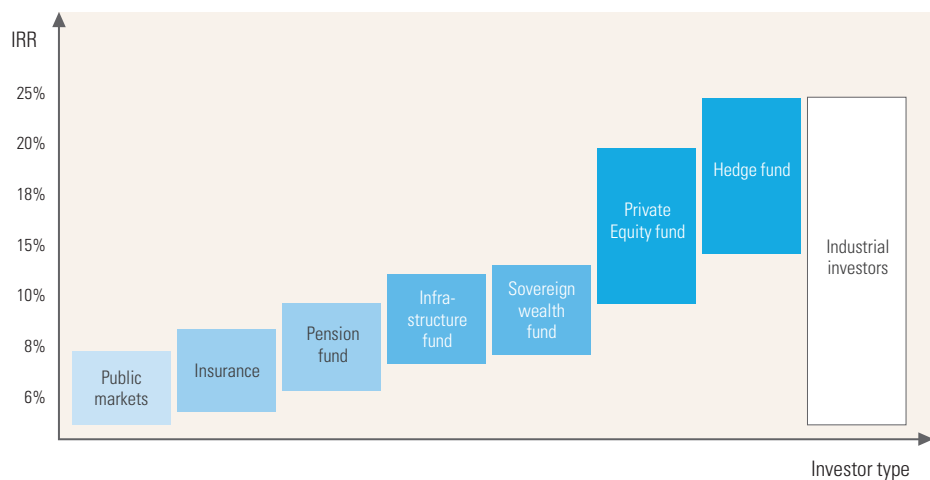
agenturen zu achten. Bei vielen kleinteiligen Anlagen kann auch der Verkauf an eine Fondsstruktur (z. B. 95 %) mit einer Vielzahl an Investoren erfolgen. Eine Managementgesellschaft verantwortet technische, kommerzielle und administrative Entscheidungen. Ein Pooling vieler kleinteiliger Anlagen und das nachträgliche Erweitern des Fonds um neue Anlagen im Bau ohne weitere Transaktionskosten sind über diese Strukturvariante möglich. Zudem dürfen gewisse institutionelle Investoren keine direkten Firmenbeteiligungen vornehmen, durchaus aber Minderheitsanteile an strukturierten Fondslösungen halten.

3. Vollständiger Verkauf ausgewählter Assets an strategische Investoren

Auch hier kann ein Servicemodell weiterhin in Frage kommen. Die Art der Investoren ist in der Regel rein strategischer Natur.

Das Vorhalten derart standardisierter Strukturierungslösungen ist wichtig! Es erleichtert die Anwendbarkeit und Kommunizierbarkeit innerhalb des Unternehmens, begrenzt den internen Verwaltungsaufwand und erlaubt es, mit klaren Ideen in die Verhandlungen mit Investoren einzusteigen. Zu beachten ist, dass die Transaktionsmodelle die unterschiedlichen Lebenszyklusphasen der Assetklassen und die Renditeerwartungen der Investoren berücksichtigen.

RENDITEERWARTUNGEN
JE INVESTORENKLASSE



Grundsatz 3: Kapital- und Risikoposition im Capital-Light-Geschäftsmodell optimieren!

Die konkrete Ausgestaltung des Geschäftsmodells in der neuen Beteiligungsstruktur besteht aus Leistungsbeziehungen und Risikoübergang zwischen Unternehmen und Investorengruppe in der jeweiligen Lebenszyklusphase. Im Vordergrund stehen die Leistungs- bzw. Servicebeziehungen, bei denen die strategischen Kernkompetenzen des Unternehmens hinsichtlich relativer Wettbewerbsposition, Know-how, Synergiepotential und Ressourcen ausgespielt werden können. Folgende Servicebeziehungen können entlang des Lebenszyklus etabliert werden (Beispiele aus Anlagenbau/Projektgeschäft):

- Entwicklungsphase: „Developer-Rolle“, Verkauf final entwickelter Projekte an strategische Investoren, ...
- Engineering-, Procurement- und Construction-Phase: Technische Leitung, Projektmanagement, ...
- Operative Phase: Asset-Management, technischer Betrieb, kommerzieller Betrieb, Strukturierung bzw. Origination langfristiger Kapazitätsverträge, ...
- Ende des Lebenszyklus: Late-life Asset Management, Decommissioning Services, ...

Es geht nicht darum, lediglich die bereits bestehenden Leistungsbeziehungen im heutigen Assetportfolio in der neuen Eigentümerstruktur fortzuführen. Vielmehr ist das Ziel, die strategischen Kernkompetenzen über ein deutlich größeres Assetportfolio zu „hebeln“. Eine Capital-Light-Strategie schafft dafür Spielraum, da durch eine Transaktion freigewordenes Kapital in neue Anlagen reinvestiert werden kann. Folglich kann das Unternehmen die strategischen Kernkompetenzen auf ein größeres Assetportfolio anwenden als im Status quo unter Kapitalrestriktionen.

Neben den Leistungsbeziehungen muss auch der Risikoübergang zwischen Kapitalgeber und -nehmer(n) abgestimmt werden. Die Ausgestaltung ist im Wesentlichen durch die Investorenklasse geprägt. Besonders für risikoaverse Investoren wie Versicherungen und Pensionsfonds muss die Mehrzahl aller Geschäftsrisiken mitigiert werden. Bei Investoren mit höherer Risikobereitschaft findet eine selektive Mitigierung von Risiken nach Bedarf statt.

Der Risikoübergang ist bei bestehenden Ratingrestriktionen auf die Anforderungen der Ratingagenturen abzustimmen. Gerade bei hoher Fremdfinanzierung außerhalb der Konzernbilanz in der Capital-Light-Struktur kann bei fehlendem „echtem“ Risikoübergang auf Investoren eine Konsolidierung des Fremdkapitals durch Ratingagenturen drohen. Eine detaillierte Prüfung des Risikoübergangs und der Ratingrestriktionen der Agenturen ist unerlässlich.

Grundsatz 4: Von traditionellen Denkmustern verabschieden!

Auch aus unternehmenspolitischer Sicht ist die Realisierung der Capital-Light-Optionen der wohl kritischste Schritt. Die Umsetzung ist eine Bewährungsprobe für die Kooperationsfähigkeit der verschiedenen Abteilungen und Bereiche. Ebenso wie das Konzept muss auch die Vermarktung von mehreren Schultern getragen werden. Dazu gehören sowohl Spezialisten für das spezifische Asset und dessen Betrieb aus den Geschäftsbereichen wie auch Finanzierungsexperten aus der Zentrale. In diesem Spannungsfeld können die folgenden Funktionen zu „Roadblockern“ werden:

BUSINESS:

Denken in Kategorien des Besitzes bzw. der Besitzstandswahrung. Bisher war die Kapitalbasis ein Maßstab für die Bedeutung innerhalb des Konzerns und auch maßgeblich für die zukünftige Kapitalallokation.

M&A:

Beschränkung auf traditionelles M&A-Geschäft in Form von einmaligen Kauf- und Verkaufstransaktionen mit strategischen Investoren. Dabei fehlen das „Hebeln“ strategischer Kernkompetenzen, das Ausnutzen von Zinsspreads und der Zugang zu institutionellen Investoren. Zudem ist Capital Light ein iterativer Prozess – freigeswordenes Kapital wird reinvestiert und der Prozess wiederholt sich.

STRATEGIE:

Capital Light wird als Einmalprojekt verstanden und nicht als regulärer Bestandteil des Strategieprozesses. Gerade die konsequente Konzentration auf strategische Kernkompetenzen erfordert starken Rückhalt durch die Strategiefunktion.

CONTROLLING UND BETEILIGUNGSMANAGEMENT:

Bestehende Investitionsrichtlinien setzen häufig falsche Maßstäbe zur Bewertung von Capital-Light-Optionen. Auch kann die neuartige Finanzierungsstruktur im Widerspruch zu bisherigen Konzernrichtlinien stehen. Hier gilt es nun, den wirklichen finanziellen Mehrwert transparent zu machen und mit Augenmaß zu handeln.

HUMAN RESOURCES:

Angst vor Personalabbau im Zuge von Verkäufen. Dabei dient Capital Light gerade dazu, die bestehenden Managementressourcen auf ein größeres Assetportfolio anzuwenden. Abgabe von Besitz heißt nicht Abgabe von Humankapital – in neuartigen Beteiligungsmodellen ist das Gegenteil der Fall.

Bei derartigen Konfliktfeldern ist das Topmanagement unabdingbarer Akteur – intern als Motor der Realisierung und extern als oberster Verkäufer!

Stern Stewart & Co.

Stern Stewart & Co. ist eine unabhängige Strategieberatungsboutique. Unser Beratungsfokus sind die Kernfragen des Managements. Dazu gehören Strategie und Corporate Finance sowie Organisation und Performance Management. Wir verstehen die Unternehmensführung als strategische Investoren in die Geschäftsfelder und unterstützen sie dabei, den Wert ihres Unternehmens zu steigern.



Die Autoren

Gerhard Nennung, [gnennung@sternstewart.com](mailto:gennung@sternstewart.com)

Stefan Heppelmann, sheppelmann@sternstewart.com

Fabian von Feilitzsch, ffeilitzsch@sternstewart.com

Stern Stewart & Co.

München

Salvatorplatz 4
D-80333 München
T +49.89.242071.0
F +49.89.242071.11

Dubai

Emirates Towers, L 41
Sheikh Zayed Road
PO Box 31303, Dubai
United Arab Emirates
T +971.4.319.9963
F +971.4.319.9964

London

2nd Floor,
Berkeley Square House
Berkeley Square
London W1J 6BD
United Kingdom
T +44.20.7887.6265
F +44.20.7887.6001

New York

1330 Avenue of the Americas
23rd Floor
New York City NY 10019
United States
T +1.212.653.0636
F +1.212.653.0635

Shanghai

Office 1206, 12/F Shui On Plaza
333 Huai Hai Zhong Road
Lu Wan District
Shanghai 200021
P. R. China
T +86.21.5116.0564
F +86.21.5116.0555

I www.sternstewart.com

E info@sternstewart.com