

# Der Puppenspieler



Die Großen von Bratz ...

**V**ielleicht hat es Zapf ja geschafft. Im Juli gab das fränkische Unternehmen bekannt, eine Einigung mit den Banken über eine Anschlussfinanzierung für den abgelaufenen Kredit erzielt zu haben. Damit ist das vorläufige Ende einer Geschichte erreicht, die so spannend ist wie ein Kriminalroman. Die Hauptfigur: Isaac Larian, CEO und Eigentümer des größten Spielzeughändlers in Privatbesitz weltweit, MGA Entertainment (MGA).<sup>\*</sup> Mit nichts in der Hand beginnend, hat er in den ver-

<sup>\*</sup> Larian verweigerte eine Stellungnahme zu diesem Artikel.

gangenen sieben Jahren ein Spielzeugimperium aufgebaut. Doch anders als in den USA ist seinen Bratz-Puppen der Erfolg auf dem europäischen Kontinent bislang versagt geblieben. Der Kalifornier hat sich deswegen einen anderen Vertriebskanal gesucht. Er kauft Beteiligungen an kriselnden Unternehmen mit bekannten Marken wie Smoby in Frankreich, übernimmt ihren Einkauf und legt den Vertrieb zusammen. So wolle er auch in Europa die Nummer eins werden, verkündete er zu Beginn dieses Jahres in einem Interview.

Zapf passte perfekt in dieses Beuteschema: Eine traditionsreiche Marke

Wie der Minderheitsaktionär Isaac Larian schleichend das Traditionsunternehmen Zapf übernahm

Der Puppenhändler Zapf stand Mitte 2006 vor dem Aus. Doch kurz bevor ein weißer Ritter das Unternehmen kaufen konnte, hatte sich plötzlich der amerikanische Unternehmer Isaac Larian einen deutlichen Minderheitsanteil gesichert. Die Übernahme platzte – und Larian gelang es mit einem Anteil von knapp 20 Prozent, die Geschicke von Zapf in seine Hände zu nehmen.

Von Steven Arons

verband sich mit unmittelbarer Insolvenzgefahr. Das lag vor allem an Managementfehlern. Die Expansion nach USA, die noch in der Euphorie der New Economy unter dem damaligen CEO Thomas Eichhorn in Angriff genommen worden war, verschlang Unmengen von Geld, brachte aber wenig Profit. Gleichzeitig führte die hohe Anforderung an die Lieferfähigkeit, die sich das Unternehmen selbst aufgezwungen hatte, zu ausufernden Lagerbeständen. Das Renommee am Kapitalmarkt verpielte Zapf endgültig durch Bilanzmanipulationen. Seit 2003, als die erste Gewinnwarnung ausgegeben werden

musste, fiel der Aktienkurs von über 30 Euro in der Spitze auf unter 10 Euro Mitte 2006 (Grafik S. 41).

An dieser Stelle kam Larian ins Spiel. Zapf musste einen strategischen Investor finden, der Kapital nachschießen würde. Die Verkaufsverhandlungen führte nun der frühere Escada-CFO Dr. Georg Kellinghusen, der im Februar 2006 als Finanzvorstand zu Zapf gestoßen war und im Mai zum CEO aufstieg. Neben dem japanischen Spielzeughersteller Bandai, vor allem für sein Elektroküken Tamagotchi bekannt, war auch MGA einer der Gesprächspartner.

Doch die Verhandlungen zerschlugen sich. Der Spielzeugtycoon verabschiedete sich allerdings nur vorübergehend aus dem Rennen. Kurz nachdem sich Zapf Mitte Juni für das Bandai-Angebot ausgesprochen hatte, kam sein großer Auftritt: MGA gab bekannt, sich 18 Prozent an dem fränkischen Puppenhändler gesichert zu haben. Wie es Larian gelang, sich ein so großes Aktienpaket unbemerkt unter den Nagel zu reißen, weiß bis heute niemand.

Es folgte die Umstimmung des Aufsichtsrats, der sich zuvor gemeinsam mit dem Vorstand für die Bandai-Offer-

te ausgesprochen hatte. Anscheinend waren einigen Aufsichtsratsmitgliedern plötzlich die von Bandai gebotenen 10,50 Euro pro Aktie nicht mehr genug. Die Zustimmung wurde widerrufen, das Gremium stellte sich offen gegen den Vorstand. „Einen solchen Sinneswandel habe ich sonst noch nirgendwo gesehen“, schüttelt Martin Gruschka von der Beteiligungsgesellschaft Springwater Capital, der damals dem Aufsichtsrat vorsah und sich als Einziger weiterhin für die Japaner aussprach, noch heute den Kopf. Hinter dem Rücken von Gruschka und CEO Kellinghusen hätten Absprachen zwischen Mitgliedern des Aufsichtsrates und Larian stattgefunden, vermuten Insider heute. Für Bandai bedeutete es das Aus. Die Japaner hatten ihr Angebot an eine Akzeptanz von mindestens 75 Prozent geknüpft, doch nicht einmal 5 Prozent der Aktien wurden dem japanischen Unternehmen angedient. Es ist nicht ganz klar, ob allein Larians Raffinesse oder nicht auch Bandais Naivität die Übernahme scheitern ließ. „Als die Japaner ihr Angebot unterbreiteten, besaßen sie nicht eine einzige Aktie von Zapf“, weiß eine gutinformierte Quelle. „Für eine Übernahme ist das eine denkbar schlechte Ausgangsposition.“

### Umsetzung des Schlachtplans

Für Larian war danach Tür und Tor geöffnet. Er erhielt nicht nur einen Sitz im Aufsichtsrat, sondern durfte auch mit Thomas Pfau seinen Deutschland-Geschäftsführer als Vertriebsvorstand bei Zapf einschleusen. Es folgte die Umsetzung seines Schlachtplans: Der Einkauf in Hongkong wurde von MGA übernommen, ebenso der Vertrieb der Produkte in den USA. Als Gegenleistung ist Zapf zwar nun offiziell für den Vertrieb der MGA-Produkte in Europa zuständig. Obwohl aber die Vertriebler auf der Zapf-Gehaltsliste stehen, arbeiten sie in der MGA-Zentrale im hessischen Darmstadt. „Dass einige dieser Maßnahmen wirtschaftlich berechtigt sind, wird nicht bestritten. Vor allem die Abtrennung der USA-Aktivitäten spart Zapf einige Millionen Euro pro Jahr“, schätzt Dr. Arno Haselhorst, der von →



Foto: Zapf Creation AG

... übernehmen die Kleinen von Zapf.

### Die Puppenstube: Zapf Creation AG

Rund 60 Jahre nach der Gründung 1932 bringt die Puppenmanufaktur das Flaggschiffprodukt, die Babyborn-Puppe, auf den Markt. Im Zuge der New Economy und der Ausweitung der Geschäftstätigkeit in die USA beginnt ein massives Wachstum: Von 1999 bis 2002 steigt der Umsatz um jährlich durchschnittlich 15 Prozent. Doch die aufgebauten Kapazitäten sind überdimensioniert. Das riesige Logistikzentrum in Rödental ist selten ausgelastet, die Nachfrage in den USA weniger stark als erwartet. Es kommt, wie es kommen muss:

Im Jahr 2003 bricht der Umsatz ein. Ursachen sind ein genereller Konjunkturrückgang, aber auch schlechte Produktentscheidungen und Mängel im Vertrieb. Plötzlich ist Zapf ein Krisenfall.

Der Aktienkurs fällt innerhalb eines Monats von rund 35 auf unter 20 Euro. Ein Sanierungsprogramm wird eingeleitet, das auch die Führung nicht verschont: Nachdem 2005 zwei CFOs im Zuge eines Bilanzskandals abdanken müssen, wird 2006 auch CEO Eichhorn vor die Tür gesetzt.

März 2006 bis März 2007 Chief Restructuring Officer beim Puppenhersteller war. „Allerdings hat sich das Unternehmen damit von MGA erheblich abhängig gemacht. Es ist die Frage, ob das bei einer Beteiligung von derzeit nicht einmal einem Viertel sinnvoll ist.“

Entscheidend war auch der Austausch des Vorstands. Kellinghusen, der dem MGA-Chef stets kritisch gegenüberstand, wurde aus dem Unternehmen gedrängt. „Larian schickte Schmähungen per E-Mail an Kellinghusen“, berichtet ein Insider. „Irgendwann hat Kellinghusen dann das Handtuch geworfen.“ Dabei dürfte auch die Unzuverlässigkeit des Amerikaners eine wichtige Rolle gespielt haben. Er versprach mehrmals, eine bereits von der Hauptversammlung genehmigte Kapitalerhöhung durchzuführen. Allein: Den Worten folgten nie Taten. Daraufhin sah Kellinghusen keinen Grund mehr für einen Verbleib.

Allerdings hatte Larian die Rechnung ohne die Banken gemacht. Bei einem Konsortialkredit in Höhe von 112 Millionen Euro, der noch 2005 von Deutscher Bank, HypoVereinsbank und Commerzbank vergeben worden war,

hatte Zapf nur kurze Zeit später die Covenants gebrochen. Im folgenden Jahr gelang es Kellinghusen, der damals noch CFO war, einen neuen Kredit über 90 Millionen Euro auf die Beine zu stellen, der im Laufe des Jahres jedoch seinen Weg auf den Sekundärmarkt finden sollte. Bis auf die Commerzbank hatten die Geldinstitute die Verbindlichkeiten an die Investmentbanken Credit Suisse und Morgan Stanley sowie die Investmentbanker der Deutschen Bank und an den Hedgefonds Avon Capital weitergereicht, die dafür 85 bis 90 Prozent des Nennwerts bezahlten. Diese Geldinstitute hatten keine Lust, auf ihren Investments sitzenzubleiben. Sie ließen Larian wissen, dass eine Kapitalerhöhung nötig sein würde.

### Steigender Druck

Der entscheidende Termin war der 30. April 2007, an dem der Kredit auslaufen sollte. Eine Rückzahlung war ohne langfristige Refinanzierung ausgeschlossen. Doch die Banken verweigerten einen neuen Kredit. „Die Geldinstitute waren bestrebt, erst ein bestimmtes Niveau an Eigenkapital zu sehen“, berichtet Jens-Ulrich Keil, der erst zwei

Monate vor Ablauf des Kreditvertrags zum neuen CFO gemacht worden war. „Aber die Eigenkapitalgeber verlangten dafür bestimmte Zugeständnisse wie zum Beispiel die Möglichkeit der frühzeitigen Rückzahlung zu jedem Zeitpunkt.“ Für Keil gestaltete sich damit die Suche nach einer Langfristlösung zum Grabenkampf: „Vom Antritt meiner Position an war ich damit beschäftigt, eine neue Finanzierung auf die Beine zu stellen.“ Trotz seiner Bemühungen kam das Tauziehen zwischen Banken und Larian zu keinem Ende. Erst knapp drei Monate nach Ablauf der ursprünglichen Frist gab Larian nach. Ende Juli verpflichteten sich er und zwei weitere Großaktionäre auf eine Eigenkapitalspritze in Höhe von 30 Millionen Euro, die Banken versprachen dafür eine Anschlussfinanzierung über 65 Millionen Euro ab November.

Über die Gründe für das Nachgeben lässt sich allenfalls spekulieren. Möglich ist, dass das Spiel selbst für Larian langsam zu riskant wurde, schließlich drohte bei Insolvenz ein Totalverlust seines Investments. Außerdem machte nicht nur er Zugeständnisse, auch die Banken mussten einstecken. „Beide Seiten konnten in den Verhandlungen Teile ihrer Forderungen durchsetzen“, erzählt der Zapf-CFO. „Die Institute kamen den Eigenkapitalgebern bei den Konditionen der Finanzierung entgegen, dafür übernahmen die Hauptaktionäre zusätzliche Risiken.“

### Auf Rabatt gespielt?

Denkbar ist aber auch eine andere Interpretation: Larian war von vornherein zu einer Kapitalerhöhung bereit, immerhin hatte er dieses Versprechen bereits im Herbst 2006 gegeben. Durch die Hinhaltenaktik bis zur letzten Minute aber konnte er den Preis tief drücken: Die 3,2 Millionen neuen Aktien, die laut Genehmigung der vergangenen Hauptversammlung noch ausgegeben werden können, kosten ihn und seine Kollegen bei einem zugesagten Bezugskurs von 4,50 Euro rund 14,4 Millionen Euro. Das ist nicht einmal die Hälfte des von den Banken geforderten frischen Eigenkapitals in Höhe von 30 Millionen

### Der Puppenspieler: Isaac Larian



Foto: MGA

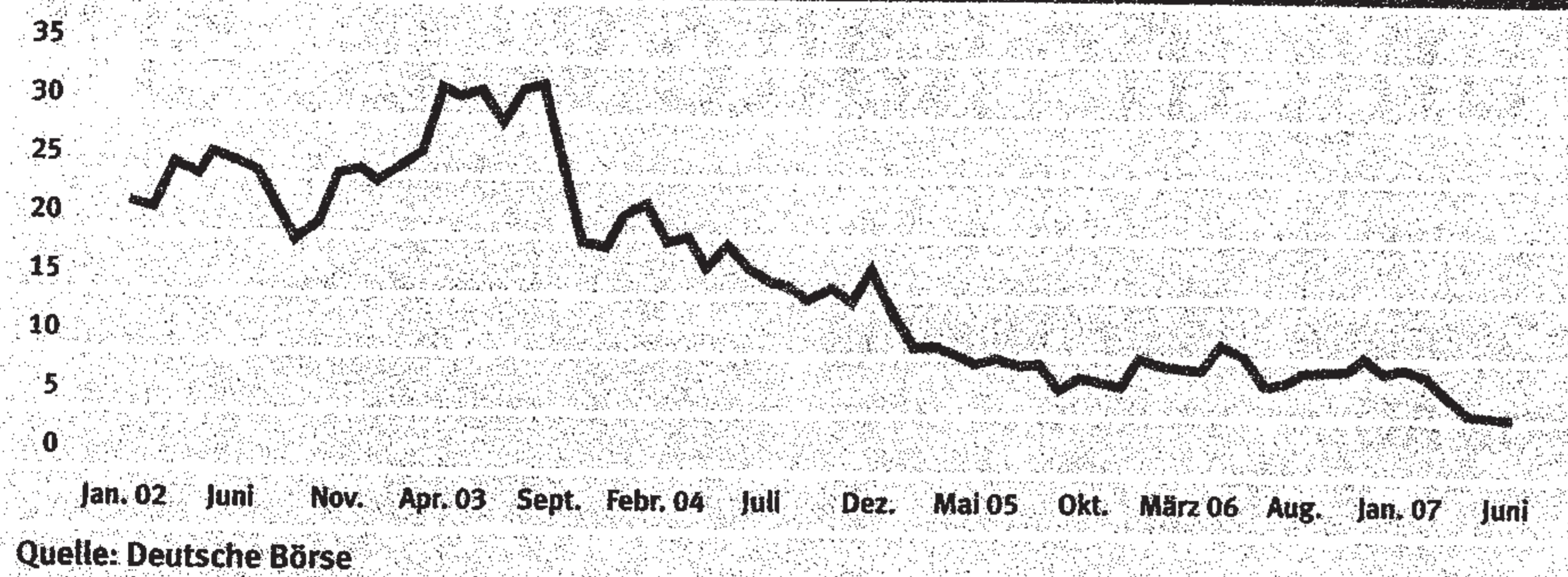
Der Milliardär Isaac Larian verkörpert die Bilderbuchversion des amerikanischen Traums. 1954 im iranischen Khashan als Sohn jüdischer

Eltern geboren, gelangt er 1971 nach Amerika, der Eigendarstellung zufolge mit lediglich 750 US-Dollar in der Tasche. Nachdem der Vorrat auf 75 Cents zusammengeschnitten ist, so die Legende, verdingt sich Larian in einem Restaurant – als Tellerwäscher. Er studiert nebenher und erhält 1978 ein Ingenieursdiplom der staatlichen Universität in Kalifornien. Kurze Zeit später gründet er einen Importhandel für Elektrospielzeug, 1997 hebt er MGA Entertainment aus der Taufe. Der große Wurf

gelingt ihm 2001 mit der Einführung der Bratz-Puppe. Die Plastikreation vermag als erstes Spielzeug, die Dominanz des Dauerbrenners Barbie zu brechen.

Von Leuten, die Larian begegnet sind, wird er widersprüchlich beschrieben. Er könne charmant auftreten, gleichzeitig verhehle er aber nicht sein bedingungsloses Gewinnstreben. Widerspruch wird nicht geduldet, Gegner in der Branche überzieht er gerne mit einer Prozessflut. Sogar mit seinem Bruder, den er einst auszahlte, liegt er im Rechtsstreit. Dieser Drang, den eigenen Willen um jeden Preis durchzusetzen, schlägt sich auch in seiner Detailversessenheit nieder: „Der Mann kümmert sich um alles“, berichtet einer, der mit ihm zusammengearbeitet hat. „Er schreibt wahrscheinlich 2.000 E-Mails pro Tag von seinem Blackberry, um ja nichts aus der Hand lassen zu müssen.“

## Kursentwicklung der Zapf-Aktie



Euro. Ende April, als der Kredit das erste Mal auslief, wären es bei etwa 8,50 Euro pro Aktie noch rund 27,2 Millionen Euro gewesen. Auch die Tatsache, dass Larian unmittelbar vor der Einigung mit den Banken bereits 120.000 Aktien kaufte, deutet darauf hin, dass mehr als die Kreditkonditionen die Ursache für die langwierigen Verhandlungen waren.

Damit ist Larian am Ziel: Die Marke Zapf ist zu einem Niedrigpreis gerettet,

aber als Übernahmeziel für andere Investoren unattraktiv geworden. Auch wenn er nur ein Drittel des Aktienpakets kauft, käme er damit auf einen Anteil von deutlich über 25 Prozent und könnte damit jedem weiteren Großaktionär das Leben schwermachen. Das Unternehmen selbst wird trotz seines Minderheitsanteils längst von ihm geführt. „Bei Zapf läuft nichts ohne Larian“, sagt einer, der mit dem Unternehmen vertraut ist.

Für den Puppenhändler muss das nicht einmal schlecht sein. Schließlich deutet alles auf ein Langfristengagement von Larian hin. Jedoch ist die einst stolze Firma auf einen Bruchteil ihres ehemaligen Selbst geschrumpft. Denn der Kalifornier strebt primär nach dem Ausbau des Marktanteils seiner eigenen Puppen, nicht desjenigen von Zapf. Gleichzeitig scheinen aber weitere Entlassungen nicht geplant zu sein, auch die Strahlkraft der Marke wird wohl eher ausgebaut werden. Gelitten haben bislang vor allem die Aktionäre. Schließlich hätten sie noch vor einem Jahr jeweils 10,50 Euro für ihre Aktien bekommen, heute sind es gerade einmal 4,50 Euro. Wie lange es dauern wird, bis sich der Kurs erholt – wenn überhaupt –, ist offen. Warum die anderen Aktionäre bislang schweigen oder sogar mit Larian zusammenarbeiten, bleibt vorerst ein Rätsel. ←

steven.arons@finance-magazin.de