

Die Jagd im Rudel braucht Koordination

Gemeinsam sind wir stark. Dies denken sich auch Private Equity-Häuser und formieren sich zu Club Deals. Klumpenrisiken entstehen für Investoren deshalb aber gemäß einer Studie von Capital Dynamics nicht. Die größere Gefahr lauert in der Koordination im Konsortium.

Von Patrick Eisele

Private Equity hat nicht nur bei Investoren, sondern auch in der öffentlichen Wahrnehmung an Bedeutung gewonnen. So bat beispielsweise im Herbst das amerikanische Department of Justice verschiedene Private Equity-Gesellschaften um eine Stellungnahme zu möglicherweise antikompetitivem Verhalten. Im Visier der Justizbehörde: Club Deals.

Dabei schließen sich Private Equity-Gesellschaften zusammen, um gemeinsam einen Deal zu stemmen. Im März 2005 verbündeten sich zum Beispiel unter der Führung von Silver Lake Partners Bain, Blackstone, Goldman Sachs, KKR, Providence und TPG (Texas Pacific Group), um für 11,3 Milliarden Dollar die Softwarefirma Sun-gard zu kaufen – damals der zweitgrößte Buyout aller Zeiten. Den aktuellen Rekord hält eine ähnlich große Einkaufsgemeinschaft um KKR und TPG, die im Februar für 45 Milliarden Dollar den texanischen Stromversorger TXU übernahmen. Dies sind keine Einzelfälle, und Club Deals sind auch bei Small Buyouts und bei Venture Capital-Transaktionen zu beobachten. Gemäß einer Analyse von Bloomberg-Daten wurden aber in 2005 und 2006 85 Prozent aller Unternehmen mit einem Unternehmenswert größer als fünf Milliarden Dollar von mehr als einem Fonds akquiriert.

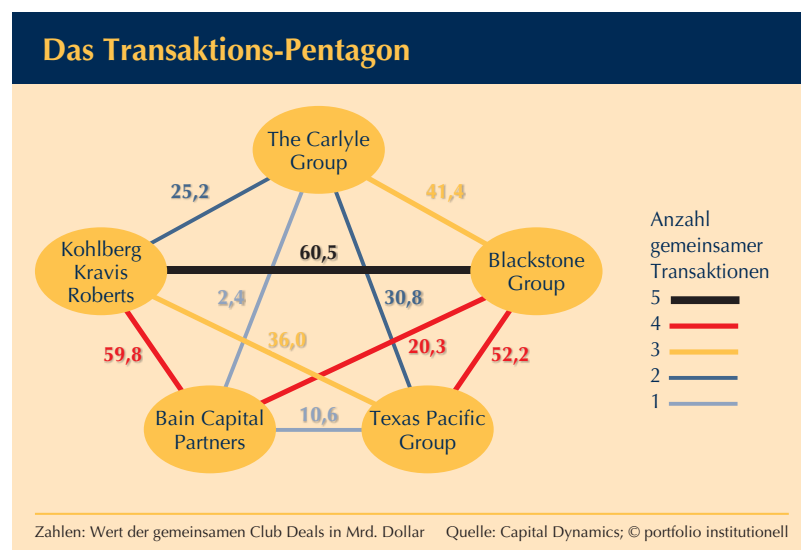
Durch die Jagd im Rudel reduzieren die Gesellschaften Risiken wie die Gefahr von Preiskämpfen, erschließen

sich größere Transaktionsgrößen und können Management-Ressourcen bündeln. Philipp Krohmer vom Private-Equity-Research-Haus Cepres: „Die Risikoreduktion und die Erweiterung des Deal Flows sind in der Private Equity-Forschung zwei Hauptgründe für eine Syndizierung.“

Aus der Perspektive von Fondsinvestoren erhöhen sich jedoch die Risiken. Schließlich geht ein Stück weit die Diversifikation, die über Dachfonds oder eine Vielzahl von Zielfonds angestrebt wird, durch deren Zusammenschlüsse verloren. Gedanken machen sollten sich insbesondere Investoren, die sich gegenüber KKR, Carlyle, Blackstone, TPG und Bain Capital committed haben. Laut einer Analyse des Schweizer Anbieters von Dachfonds, Capital Dynamics, verfolgen diese Häuser die aktivste Club Deal-Strategie. Knapp

hinter dem Führungsqintett folgt die Goldman Sachs Private Equity Group. Jedes der in der Grafik dargestellten Häuser führt mindestens eine Transaktion zusammen mit einem anderen durch. KKR und Blackstone akquirierten in den vergangenen beiden Jahren gleich fünfmal gemeinsam. Inklusive des Fremdkapitals summiert sich der Wert dieser Übernahmen auf 60,5 Milliarden Dollar.

Erhält man dann nicht das gleiche Rendite-Risiko-Profil, wenn man nur in eine dieser fünf Gesellschaften investiert? Dies ist ein voreiliger Schluss, meint Thomas Kubr, CEO von Capital Dynamics: „Die Überlappungen sind nicht so schlimm, wie wir befürchtet haben. Club Deals kommen auf einen relativ kleinen Anteil.“ Laut Kubr beträgt dieser, im Verhältnis zum gesamten Fonds, etwa 20 Prozent. „Wer in



diese fünf Fonds investiert, verliert somit praktisch einen Fonds. Ein Dachfonds, der üblicherweise insgesamt 15 bis 20 Fonds zeichnet, streut dann tatsächlich in 14 bis 19 Fonds", so Kubr.

Club Deals: Konzentration, aber kein Klumpenrisiko

Auch die Volumina lassen sich relativieren. Aufgeführt sind in der Grafik die Gesamtwerte der Transaktionen, bei Buyouts beträgt der Eigenkapitalanteil aber nur 30 Prozent. Zudem sind an einem Club Deal meist mehr als zwei Private Equity-Firmen beteiligt.

Trotzdem sollten Investoren die durch Club Deals entstehenden Konzentrationen nicht vernachlässigen – gerade bei kleinen Dachfonds und in der aktuellen Marktphase. „Ein erhöhtes Klumpenrisiko besteht insbesondere in Phasen erhöhter Kapitalzuflüsse", warnt Krohmer. Offenbar suchen die Fonds dann Anlagemöglichkeiten außerhalb der angestammten Segmente. Mag dieser Aspekt bezogen auf das gesamte Private Equity-Programm wenig bedeutend sein, so besteht doch eine Auswirkung, wenn das Segment der Large Buyouts isoliert betrachtet wird. Dort sind weniger Player unterwegs, die sich trotz ihres Megafonds-Status wegen der im Raum stehenden Summen fallweise zusammenschließen müssen. Oftmals sind es auch die gleichen Pärchen, die zusammenfinden.

Die gewichtigere Problematik beim Thema Club Deals ist aber weniger die geminderte Diversifikation als die Koordination im Konsortium – gerade

wenn es nicht so läuft wie geplant. Die Gefahr: Zu viele Köche verderben den Deal. „Maximal sollten drei Häuser an einer Syndizierung teilnehmen. Sonst wird die Abstimmung zu komplex", sagt Uwe Fleischhauer von Fleischhauer, Hoyer & Partner. Der Münchner Berater konnte das begehrte Mandat der Bayerischen Versorgungskammer gewinnen, diese beim Aufbau ihres Private Equity-Programms zu unterstützen. Unstimmigkeiten können gerade bei der Frage des richtigen Zeitpunkts für den Exit auftreten – vor allem wenn sich die Fonds der Partner in einem unterschiedlichen Alter befinden. Fraglich ist auch, so Fleischhauer, ob bei einem großen Club Deal auch jeder etwas von der jeweiligen Branche versteht.

Achtung: Zu viele Köche verderben den Deal

Außenstehenden fällt es grundsätzlich schwer, nachzuvollziehen, inwieweit ein Buyout-Spezialist ein Unternehmen weiterentwickelt hat. Noch schwerer fällt es bei einem Club Deal, die Leistung einer Gesellschaft zu beurteilen. Gerade kleine Versicherungen haben keine ausreichenden Ressourcen, um hinter die Kulissen eines Club Deals zu schauen. Wem der Konsortialmitglieder soll nun das Multiple gutgeschrieben werden? Von dieser Beurteilung sollte aber abhängen, ob man auch in den neuen Fonds dieses Hauses investieren sollte.

Diesen Einblick in einen abgeschlossenen Club Deal erhält man eigentlich nur, wenn man selbst in der Branche arbeitet. „Der Zugang zu die-

sem Branchenwissen war ein wichtiger Grund, warum Axa eine eigene Private Equity-Gesellschaft haben wollte", sagt Stephan Illenberger, Leiter von Axa Private Equity in Deutschland. Axa Private Equity managed etwa 11,3 Milliarden Euro. Davon kommen ein Drittel von der Mutter.

Die Private Equity-Tochter von Axa ist aber nicht nur Beobachter, sondern mischt auch aktiv bei Club Deals mit. Damit ein Club Deal funktioniert, muss es vorab eine offene Diskussion über die Pläne und deren Umsetzung geben, so die Erfahrung von Axa Private Equity. „Die Teilnehmer dürfen sich nicht einfach auf den Manager verlassen, der den Lead hat. Die möglichen Szenarien müssen vielmehr so weit es geht kalkuliert werden", sagt Illenberger, der das analytische Denken in der Branche für mittlerweile sehr ausgefeilt hält. Ein besonders wichtiger Punkt in den vorherigen Absprache sind die unterschiedlichen Fondslaufzeiten. Die Exit-Pläne der einzelnen Konsortialmitglieder müssen offengelegt werden.

Diese Aspekte zu beachten, ist die Erfolgsbasis eines Club Deals. Statistische Aussagen darüber, wie erfolgreich die Bündnisse im Schnitt dann tatsächlich werden, gibt es aber noch nicht. Club Deals sind noch ein junges Phänomen. Dass diese Fragen relevant bleiben, ist aber abzusehen. Trotz der Rekordvolumina an eingesammelten Geldern, der günstigen Fremdkapitalfinanzierungen und der Möglichkeit, Co-Investments zu arrangieren, erhält die Suche nach Großübernahmen in diesem Segment die Attraktivität von Club Deals.

Risikoreduktion und Verbreiterung des Deal Flows: Konzentrationsrisiken bestehen insbesondere in „schwierigen Zeiten“ und in Phasen erhöhter Kapitalzuflüsse*

Investitionsjahr	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Syndizierungsrate	54%	52%	59%	52%	55%	57%	47%	52%	62%	61%	67%	71%	53%	63%

*Untersuchung von 2.583 Buyouts in USA, Europa und Asien

Quelle: Cepres GmbH; © portfolio institutionell