

## Unternehmen

### Private Equity / NEHMT UNSER GELD

#### Die großen Buyout-Fonds spüren starken Aufwind und wagen sich an immer größere Übernahmen heran.

Chris Masterson gehört nicht zu den Leuten, die sich schnell zu Begeisterungstürmen hinreißen lassen. Doch selbst dem etwas unterkühlten Chef der britischen Fondsgesellschaft Montagu Private Equity huscht ein Lächeln übers Gesicht, wenn er Bilanz für das vergangene Jahr zieht. "Es war das Beste in der 35-jährigen Geschichte", sagte er. Und ein besonderes. Montagu Private Equity hat 2003 nicht nur fünf Unternehmen für insgesamt 2,1 Milliarden Euro übernommen und fünf andere wieder verkauft. Masterson und seine Kollegen wagten selber den Sprung in die Unabhängigkeit und übernahmen die eigene Fondsgesellschaft von der damaligen Mutter HSBC - ein klassisches Management-Buyout. Seitdem firmiert die frühere HSBC Private Equity unter dem Namen Montagu.

Nicht nur Masterson und seine Truppe bekommen das bessere Klima in der Private-Equity-Branche zu spüren. Auch Stephen Schwarzman, Gründer der Blackstone Group aus New York, gerät ins Schwärmen: "Das vergangene Jahr war einfach unglaublich gut. So schön wird es nie wieder", meint er. Niedrige Zinsen, die Taschen voller Geld und kein Wettbewerb von Industrieunternehmen bei der Übernahme von Firmen. Schwarzman und seine Partner investierten 3,5 Milliarden Euro in acht neue Unternehmen und schossen bei zwölf bestehenden Beteiligungen Kapital nach. Gleichzeitig konnten sie 20 Firmen wieder verkaufen.

Nach den schweren Einbrüchen in 2001 und 2002 befindet sich die Private-Equity-Branche wieder im Aufwind. Vor allem das Buyout-Geschäft, also der Teil des Marktes, der sich mit der Übernahme von etablierten Unternehmen beschäftigt, kam 2003 unerwartet deutlich wieder in Schwung. In Deutschland verkündeten Finanzinvestoren nach Berechnungen der Boston Consulting Group mit 17,2 Milliarden Euro 140 Prozent mehr große Übernahmen als im Jahr davor. Dazu zählen die Consultants alle Transaktionen ab 75 Millionen Euro.

Das dürfte sich so schnell nicht ändern. Damit Banken, Versicherungen und Pensionsfonds ihre versprochenen Zielrenditen erreichen können, brauchen sie Alternativen zur Börse. Private-Equity-Firmen sammeln bei institutionellen Investoren Geld ein und kaufen damit Unternehmen und Konzerntöchter, die sie nach einigen Jahren wieder abstoßen - in der Hoffnung auf kräftige Gewinne. Im Schnitt der vergangenen 22 Jahre erwirtschafteten Buyout-Fonds eine Rendite von knapp 13 Prozent pro Jahr.

Trotz dieser Ergebnisse haben europäische Großinvestoren im Moment nur rund 1,1 Prozent ihrer Gelder in Beteiligungs-Fonds angelegt. Das ergab eine Umfrage der Münchner Private-Equity-Beratung **Mackewicz** & Partner unter rund 200 institutionellen Investoren in Europa. Doch der Anteil soll nach Aussage der Investoren in den kommenden fünf Jahren auf 3,2 Prozent steigen. "Nach zweijähriger Durststrecke ist die Anlageklasse damit wieder auf dem Vormarsch", sagt **Mackewicz**-Partner Uwe Fleischhauer. Damit werden bis 2008 zusätzliche 130 Milliarden Euro ins Private-Equity-Geschäft fließen.

Nach Schätzung von Heino Meerkatt, Partner bei der Boston Consulting Group in München, könnten es noch deutlich mehr werden. Denn Meerkatt hält die Kontrollstrukturen bei Private-Equity-Beteiligungen für wesentlich effizienter als bei börsennotierten Unternehmen. Das bringt bessere Ergebnisse.

Während Fondsgesellschaften einen engen Kontakt zu den Beteiligungen pflegen und über Beiräte und monatliche Reports ihre Portfolio-Unternehmen am kurzen Zügel führen, treffen sich die

Aufsichtsräte vieler Unternehmen üblicherweise nur viermal im Jahr. Sie sind meist nur mäßig gut über die wirklichen Vorgänge im Unternehmen informiert. Die Vorstände können oft schalten und walten wie sie wollen. In vielen Fällen haben sie sich ihre Kontrolleure sogar selbst ausgesucht. "Deshalb macht es für große Investoren wie Pensionsfonds oder Versicherungen durchaus Sinn, ihre Investitionen weiter zu Gunsten von Private Equity zu verschieben", sagt Meerkatt.

Das frische Geld wird nach Umfragen von **Mackewicz & Partner** nicht in die USA, sondern vor allem nach Europa fließen. Der alte Kontinent ist bei den Geldgebern groß in Mode. 2002 und 2003 wurde erstmals seit langem wieder mehr in europäische Unternehmen investiert als in US-Unternehmen, ergibt die **Mackewicz-Studie**. Vor allem Deutschland hat trotzdem Nachholbedarf. Im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt liegen die Private-Equity-Investitionen deutlich unter denen in Großbritannien, Frankreich und den USA.

Doch Unternehmen in Deutschland stellen ihre Investoren vor besondere Probleme. Viele Fonds erwirtschaften mit ihren Investments hier traditionell geringere Renditen als in Großbritannien und den USA. Schwarzman: "Es wäre ein großer Fehler zu glauben, Deutschland sei wie der Rest der Welt. Das ist es nicht." Ausländern fällt es schwer, mit den deutschen Mitbestimmungsrechten und den Besonderheiten des Mittelstands klar zu kommen. Deshalb hat Blackstone Ende vergangenen Jahres ein deutsches Büro in Hamburg eröffnet, um den Markt von hier aus zu bearbeiten (siehe Interview Seite 57).

Bis zum 15. März noch gilt das Blackstone-Angebot an die Celanese-Aktionäre, den Frankfurter Chemiekonzern für 3,1 Milliarden Euro zu übernehmen. Wenn alles glatt läuft, ist das die bisher größte Transaktion von Finanzinvestoren in Deutschland. Die bisher größte europäische Übernahme war im vergangenen Jahr in Italien. Dort hat ein Konsortium von Permira, a BC Partners und CVC die gelben Seiten Seat Pagine Gialle für rund sechs Milliarden Euro übernommen.

Bei internationalen Übernahmen spielen die Finanzinvestoren eine immer größere Rolle. Viele Gesellschaften verwalten Fonds mit vier, fünf oder sechs Milliarden Euro. Wenn sich wie bei Seat Pagine Teams zusammentun, können sie Übernahmen von zehn Milliarden Euro oder mehr stemmen. Viele Dax-Unternehmen sind deutlich niedriger bewertet. Thomas Middelhoff, Ex-Bertelsmann-Vorstand und inzwischen Europa-Chef der Beteiligungsgesellschaft Investcorp aus Bahrain: "Ich finde es bemerkenswert, dass bei den großen Mediendeals der vergangenen Monate in Deutschland in allen Fällen Finanzinvestoren zum Zuge kamen." Sowohl der Fachverlag BertelsmannSpringer, die Sender ProSiebenSat 1 und Premiere als auch die knapp 20-prozentige Beteiligung am Axel Springer Verlag gingen an Fonds. Noch vor einigen Jahren galten Finanzinvestoren im Bieterstreit mit industriellen Interessenten als die meist Unterlegenen.

Die Zeiten sind vorbei. Auch in anderen Branchen hatten Finanzinvestoren im vergangenen Jahr die Nase vorn: KKR schnappte sich den Triebwerkhersteller MTU, Bain Capital übernahm den Chemie-Logistikexperten Brenntag, Apax und Goldman Sachs kauften Kabel Deutschland. Auch bei den aktuell laufenden Unternehmensverkäufen gehören Finanzinvestoren zu den Favoriten. Bei Debitel steht Permira kurz vor der Unterschrift. Um Dynamit Nobel sollen unter anderem KKR, Permira und Bain Capital, Cinven und CVC buhlen. Blackstone-Chef Schwarzman erklärte, dass er sich für die Umwelt- und Entsorgungssparte des Essener Energieriesen RWE interessiert.

Inzwischen tummeln sich ein gutes Dutzend Finanzinvestoren im deutschen Markt, die vor Übernahmen in Milliardenhöhe nicht zurückschrecken (siehe Grafik Seite 56). Die meisten sind angloamerikanischen Ursprungs. Allianz Capital Partners (ACP), die Beteiligungsgesellschaft des Münchner Versicherungskonzerns, gehört zu den wenigen Ausnahmen.

Während sich die grossen Transaktionen häufen, sieht es im Mittelstand nach wie vor düster aus. Lange hofften die Finanzinvestoren auf das große Geld mit deutschen Familienunternehmen. Von den Wunschvorstellungen hat sich die Branche inzwischen frustriert und ernüchtert verabschiedet. Der Mittelstand hat zum schwierigen Ruf des deutschen Private-Equity-Markts einiges beigetragen.

Denn viele Patriarchen zieren sich, Finanzinvestoren überhaupt zu Gesprächen über die Schwelle zu bitten (siehe auch "Mittelstandsfinanzierung" Seite 70). Ann-Kristin Achleitner, Private-Equity-Expertin und Professorin an der TU München: "Es gibt immer noch Vorbehalte und Informationsdefizite im deutschen Mittelstand gegenüber Private Equity." Das größte Problem sind die Mitspracherechte der Finanzinvestoren. Achleitner: "Ein Mittelständler, der eigentlich nur Geld

braucht, es von seiner Bank aber nicht mehr bekommt, will keine Anteile abgeben." Da ist es ihm lieber, ein teures Mezzanine-Darlehen aufzunehmen, als das Zepter aus der Hand zu geben. a

Gleichzeitig herrschten lange falsche Vorstellungen darüber, wie viele interessante Mittelständler es in Deutschland überhaupt gibt. Von den rund 300 000 Unternehmen mit einem Jahresumsatz zwischen einer und 500 Millionen Euro machen weniger als drei Prozent einen Umsatz von mehr als 50 Millionen Euro im Jahr, erklärt Achleitner. Ab dieser Größenordnung fängt das Interesse der Firmenjäger jedoch erst sachte an.

Doch selbst größere Mittelständler können sich mit den fremden Investoren nur schwer anfreunden. Angesichts der neuen Vorschriften für die Kreditvergabe der Banken, die unter dem Stichwort Basel II für Unruhe sorgen, wird ihnen früher oder später wohl nichts anderes übrig bleiben. Der Brillenhersteller Randolph Rodenstock hat bereits 49 Prozent seines Unternehmens an Permira verkauft und sich in den Beirat zurückgezogen. Selbst Beteiligungsgesellschaften, die sich auf den Mittelstand spezialisieren, tun sich mit ihrer Kundschaft immer noch schwer. Jane Crawford, Deutschland-Chefin der britischen Beteiligungsgesellschaft 3i: "Ich frage mich manchmal, wie wir die deutschen Mittelständler dazu bewegen sollen, irgendwann unser Geld anzunehmen."

Dabei hat der Einstieg eines Private-Equity-Hauses viele Vorteile. Wenn Beteiligungsfonds wie Permira, BC Partners oder Bain Capital das Unternehmen durchforstet haben, ist es in der Regel reif für einen Börsengang.

Das starke Engagement der Beteiligungsfonds kommt nicht ganz freiwillig. In der Vergangenheit konnten die Fonds ihr Geld einfach damit verdienen, dass sie die Übernahmen mit möglichst viel Fremdkapital ("Leverage") finanzierten. Ein Eigenkapitalanteil von nur 10 bis 20 Prozent war keine Seltenheit. Heute sitzt bei den Banken das Geld nicht mehr so locker. Deshalb müssen die Finanzinvestoren für eine Übernahme inzwischen 30 bis 50 Prozent des Kaufpreises selber aufbringen. Das drückt auf die Renditen. Stefan Sanne von Allianz Capital Partners in München: "Wir müssen länger und härter arbeiten, um die Renditen zu erwirtschaften, die wir unseren Investoren versprochen haben."

Die Beteiligungsgesellschaft Investcorp beschäftigt dafür einen ganzen Stab an industriellen Beratern wie Stephan Kessel, den ehemaligen Chef des Reifenherstellers Continental in Hannover. Kessel unterstützt die Unternehmen nach der Übernahme dabei, Kostensenkungspotenziale zu erkennen und Arbeitsabläufe effizienter zu gestalten. Der ehemalige Conti-Chef kümmert sich bei Investcorp unter anderem um die Beteiligungen Minimax und Gerresheimer Glas. Auch Ex-Bertelsmann-Chef Middelhoff muss bei Investcorp seine Saniererqualitäten unter Beweis stellen. Er krepelt derzeit die britische Polestar um, eine der weltweit größten Druckereien, und macht dabei "einen exzellenten Job", sagt Investcorp-Chef Christopher O'Brien.

auch Krisen bieten Chancen. Das haben die Fondsgesellschaften inzwischen erkannt. "Immer mehr Private-Equity-Unternehmen investieren in schwierige Unternehmenssituationen", sagt Christian Hollenberg, Chef des Turn-around-Fonds Orlando Management. Die Münchner haben sich auf Unternehmen in der Krise oder Insolvenz spezialisiert. Doch die Konkurrenz um diese Pflegefälle dürfte bald steigen. Der ehemalige Carlyle-Partner Hans Albrecht rechnet in diesen Tagen damit, seinen ersten Restrukturierungsfonds Nordwind Capital mit 300 Millionen Euro zu schließen. Mit im Team: Anton Schneider, der sich als Sanierer des Kölner Motorenbauers Deutz einen Namen machte. Sorgen um Investitionschancen müssen sich weder Orlando noch Nordwind machen. Die Zahl der Insolvenzen in Deutschland stieg von 15 000 im Jahr 1993 auf knapp 40 000 im vergangenen Jahr. Hollenberg: "Eine echte deutsche Wachstumsstory." n

*Autor: Haacke, Brigitte von*