

Private Equity nach der Krise

## Rückbesinnung einer Branche auf traditionelle Werte

Frank A. Erhard

**Auch die Private-Equity-Branche konnte sich den Auswirkungen der Finanzkrise nicht entziehen. Vor allem das Segment der Leveraged Buyouts, also die zu einem großen Teil mit Krediten finanzierten Übernahmen von Unternehmen und deren anschließende Restrukturierung, ist stark in Mitleidenschaft gezogen worden. Die Branche beginnt umzudenken. (Red.)**

Als die Banken vor der Finanzkrise noch bereitwillig Kredite zur Verfügung stellten, betrug der Anteil des Fremdkapitals am Kaufpreis von Firmen bei vielen Übernahmen zwischen 70 und 90 Prozent. Seit 2002, geprägt durch diese hohe Verfügbarkeit von günstiger Liquidität, hat sich das Geschäftsmodell der Private-Equity-Fonds immer mehr dahingehend entwickelt, im Kauf eines Unternehmens weniger eine reale Transaktion, sondern vielmehr eine Finanztransaktion zu sehen. Ziel war in den letzten Jahren, durch reine Finanzakrobatik mittels einer Steigerung des

Große Teile unserer Wirtschaft sind durch die globale Finanzkrise grundlegend verändert worden. In vielen Branchen haben Konsolidierungsprozesse begonnen und so manches Unternehmen ist in Existenznöte geraten. Die Krise hat schon seit längerer Zeit schwelende Probleme dramatisch verschärft – sei es, weil große Überkapazitäten (zum Beispiel bei den Granden der Automobilindustrie) aufgebaut wurden oder sei es, weil die Produktpalette schlicht nicht mehr den Anforderungen des Marktes genügt. Der überaus heftige Rückgang der Nachfrage, die Verteuerung der Kreditkonditionen sowie der erschwerte Zugang zu Fremdkapital stellen die Marktteilnehmer vor enorme Herausforderungen.

Wiederverkaufspreises kurzfristig Gewinne zu generieren.

### Finanzarithmetik prägt das Bild

Viele dieser Transaktionen waren somit rein finanzmathematisch getrieben und wurden auf Basis exorbitanter Renditeerwartungen bei möglichst hohem Fremdkapitaleinsatz durchgeführt. Die Konsequenz waren wenig nachhaltige Finanzierungskonzepte, die sowohl den Investor als auch das übernommene Unternehmen im Nachhinein vielfach vor unlösbare Probleme gestellt haben. Diese Vorgehensweise hat dazu geführt, dass der Ruf der Private-Equity-Branche stark gelitten hat. Die Vergleiche mit Heuschrecken, die Unternehmen abgrasen und verödet zurücklassen, sind im Gedächtnis geblieben.

### Private Equity – zurück zu den Wurzeln

Doch das Bild hat sich im Verlaufe der Kreditkrise deutlich geändert: Eingeschränkte Refinanzierungsmöglichkeiten und steigende Kreditausfallquoten erhöhten die Risikoaversion der Fremdkapitalgeber, sodass diese Finanzierungsquelle fast vollständig ausgetrocknet ist – zum Unwillen der Private-Equity-Branche, deren Geschäftsmodell nun auf den ursprünglichen Kern refokussiert werden muss. Heute müssen die Unternehmen ihre Transaktionen nun mit mehr Eigenkapital unterlegen, als dies lange Zeit üblich war. 50 oder 60 statt zehn Prozent, lautet nun vielerorts die Devise. Größere Transaktionen werden sogar teilweise als sogenannte All-Equity-Deals, also gänzlich ohne Fremdkapital, vollzogen.

Unter diesen neuen Rahmenbedingungen wird sich die Private-Equity-Branche bei der Gestaltung ihrer Investitionsstrategie an traditionellen Werten orientieren müssen. Sie muss sich quasi wieder auf ihren Ursprungsgedanken besinnen – ein Unternehmen, durchaus auch über mittel- und langfristige Zeiträume



Dr. Frank A. Erhard, Geschäftsführer Rising STAR AG, Bottighofen/Schweiz;  
[www.risingstar.ch](http://www.risingstar.ch)

hinweg, mit nachhaltigen Finanzierungslösungen zu begleiten. Um die gewünschte Annäherung zwischen Unternehmern auf der Suche nach Finanzierungskonzepten und Investoren auf der Suche nach geeigneten Zielunternehmen zu bewerkstelligen, müssen Investoren kleinere und mittlere Akquisitionsziele ins Auge fassen. Gerade bei diesen Akquisitionsobjekten müssen nun vermehrt die Stärkung des operativen Geschäfts der Zielunternehmen und die Festigung der Marktposition dieser Unternehmen im Vordergrund stehen.

### Angepasste Renditeerwartungen ...

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die langfristige Wertschöpfung von Private Equity nicht nur in der fremdfinanzierten Hebelung von Transaktionen liegt, sondern vielmehr in dem aktiven Management der Beteiligungen. So generierte Private Equity bereits vor dem Kreditboom attraktive Renditen. Denn die Effekte von Private Equity auf Zielunternehmen, zum Beispiel in den Bereichen Umsatzwachstum, Ausbau des Marktanteils, Arbeitnehmeranzahl und so weiter, sind traditionell positiv.

Das zeigt eine Studie des World Economic Forum, in der fast 22 000 Transaktionen weltweit zwischen 1970 und 2007 untersucht worden sind. Übernommene Unternehmen sind in ihren

Innovationen zielgerichteter, sodass sie häufiger ökonomisch wichtige Innovationen erzielen. Zugleich schaffen sie auch mehr Arbeitsplätze in neuen Bereichen. Es entstehen also mehrheitlich profitablere Unternehmen mit einer verbesserten Wettbewerbssituation. Ausgelöst wird dies neben finanziellen Werttreibern hauptsächlich jedoch durch strategische und operative Maßnahmen sowie durch eine Verbesserung der Kontrollstrukturen.

### ... aufgrund einer nachhaltigen Wertschöpfung

Diese nachhaltige und zeitaufwendige Wertschöpfung wird sich zwangsläufig auch auf die Renditen auswirken. Waren in den vergangenen Jahren laut dem Datenanbieter Thomson Venture Expert noch annualisierte Renditen von über 30 Prozent zu beobachten, werden die Renditen in den nächsten Jahren nachlassen und sich auf dem für Private-Equity-Transaktionen typischen Niveau von jährlich 13 bis 18 Prozent einpendeln.

Die zukünftigen, wieder auf Normalniveau geerdeten, Renditen werden der Branche keine Bauchschmerzen bereiten. Im Gegenteil: Denn es hat auch bei den Investoren ein Umdenken stattgefunden, die ihre Renditeerwartungen notgedrungen dem Marktumfeld angepasst haben. Und: Die Fonds besitzen immer noch genügend „Dry Powder“.

Analysiert man die zur Verfügung stehenden Mittel der Private-Equity-Fonds, zeigt sich, dass die rückläufige Transaktionstätigkeit und die hohen Mittelzuflüsse vor der Krise dazu geführt haben, dass die Fonds über hohe Kapitalreserven verfügen, die nun darauf warten, investiert zu werden. Derzeit liegen die Preisvorstellungen zwischen Käufer und Verkäufer aber noch weit auseinander.

Die momentane Zurückhaltung der Private-Equity-Manager bei neuen Transaktionen spiegelt die Einschätzung wider, dass im momentanen Marktumfeld eine fundamentale Verbesserung der weltwirtschaftlichen Lage und damit auch eine signifikante Verbesserung der Ertragssituation der Unternehmen nicht mit ausreichender Sicherheit gewährleistet ist. Sobald mehr Klarheit über

### PwC-Studie bestätigt Neuausrichtung

Folglich sind Geschäfte im zweistelligen Milliardenbereich aufgrund der geänderten Bedingungen selbst für große Akteure der Szene nur schwer vorstellbar. Diesen Eindruck unterstreicht auch eine aktuelle Studie des Wirtschaftsprüfers PricewaterhouseCoopers. Darin betonen über 90 Prozent der befragten Private-Equity-Häuser, in Zukunft weniger Wert auf gehebelte Renditen setzen und somit auch das Financial Engineering vernachlässigen zu wollen. Vielmehr will die Branche den Fokus auf ein aktiveres Management der Portfolio-Unternehmen legen. Die Wertsteigerung der übernommenen Unternehmen soll also durch solide Arbeit und nicht mittels finanztechnischer Unterstützung erwirtschaftet werden.

die weitere gesamtwirtschaftliche Entwicklung und damit eine bessere Einschätzung der tatsächlichen Unternehmensbewertungen besteht und die Spannungen nachhaltig aus den Kreditmärkten verschwunden sein werden, ist wieder mit einem rasanten Anstieg der Transaktionen zu rechnen. Dies dürfte im Laufe dieses Jahres der Fall sein.

### 2010: Neue Opportunitäten

Bereits jetzt liegen gute Investmentopportunitäten für mit ausreichend Liquidität ausgestattete Manager vor. Insbesondere die Bereiche Real Estate, Private Equity, Distressed Debt und Mezzanine Debt sollten das aktuelle Marktumfeld ausnutzen können.

Mezzanine beispielsweise profitiert von den restriktiveren Kreditmärkten und kann Finanzierungslücken bei Transaktionen zu attraktiven Konditionen schließen. Das schwierige gesamtwirtschaftliche Umfeld wird zudem einer Vielzahl

von Unternehmen mit an sich erfolgreichem Geschäftsmodell finanzielle Engpässe bereiten, da laufende Kreditlinien und Neukredite konservativer gepreist und vergeben werden; ein optimales Umfeld für Distressed-Debt-Fonds.

Auch im Immobiliensektor stehen in den nächsten Jahren eine Vielzahl von Folgefinanzierungen von Transaktionen an. Kreditverhandlungen werden unter völlig anderen Rahmenbedingungen stattfinden: Die Notverkäufe werden zunehmen, woraus sich wiederum lukrative Chancen ergeben. Bestehende Objekte sind dadurch heute so günstig wie seit Jahren nicht mehr.

Hinzu kommen neue, profitable Projektentwicklungen, bei denen opportunistisch investierende Real-Estate-Fonds als klassische Eigenkapitalgeber die entstandene Finanzierungslücke schließen können. Private Equity ist damit im Kern ein Teil der Lösung des Problems. **V&S**

## Auslandsvermögen – Der einfache Weg zurück in die Steuerehrlichkeit

### Neuer Ratgeber mit Lösungsansätzen für Betroffene

Die jüngsten Entwicklungen rund um die gestohlenen Kundendaten in der Schweiz zeigen deutlich auf, wie brisant das Thema Auslandsvermögen geworden ist. Es ist davon auszugehen, dass das ausländische Bankgeheimnis in Steuerangelegenheiten bald keinen Schutz mehr bietet. Gerade auf diese Gesamtsituation ist das vom Bankhaus Jungholz in Zusammenarbeit mit professionellen und einschlägig spezialisierten Steuerberatern erarbeitete Buch ausgerichtet. Es

stellt mögliche Strategien vor und erläutert unter anderem, welche Möglichkeiten sich dem Anleger überhaupt bieten, worauf zu achten und mit welchen Auswirkungen zu rechnen ist.

„Auslandsvermögen – Der einfache Weg zurück in die Steuerehrlichkeit“, Edition Bankhaus Jungholz, gebunden, 99 Seiten, Schutzgebühr 69 Euro.

Bestellung per E-Mail: [info@bankhaus-jungholz.de](mailto:info@bankhaus-jungholz.de). oder Telefon: 0180 221 22 22-555.