

Private Equity in der Krise?

Mit dem Wegbrechen des Marktes für Fremdfinanzierungen fehlt der Private-Equity-Branche ein wichtiger Renditehebel. Gleichzeitig steigt der öffentliche Druck die Branche stärker zu regulieren, nicht zuletzt auf europäischer Ebene. Insofern steht die gesamte Branche in den kommenden Monaten und Jahren vor großen Herausforderungen, und es wird sich zeigen, wie nachhaltig die Geschäftsmodelle vieler Private-Equity-Fonds tatsächlich waren.

Starker Rückgang des Transaktionsvolumens

Die aktuellen Schwierigkeiten der Branche manifestieren sich darin, dass es bei den Private-Equity-Transaktionen einen drastischen Rückgang gegeben hat. Daten des unquote"-Private-Equity-Barometers für Europa zeigen den Herbst 2008 als das schlechteste Quartal seit 1997 mit lediglich acht Milliarden Euro Transaktionsvolumen – ein Rückgang um 59 Prozent gegenüber dem Vorquartal. Für das Gesamtjahr ergibt sich ein ähnlicher Rückgang um zirka 59 Prozent auf 87 Milliarden Euro. Bei Betrachtung der Transaktionszahl fällt das Ergebnis nicht ganz so negativ aus: minus 32 Prozent gegenüber dem Vorquartal und minus 14 Prozent zum Vorjahr und damit noch über den Zahlen des Jahres 2006.

Besonders hart trifft es größere Buyouts in der Kategorie über 1,65 Milliarden Euro, von denen im vierten Quartal kein Einziger zu verzeichnen war. Die globale Krise und die Scheu der Banken vor Syndizierungen brachten dieses Segment vollständig zum Erliegen. Bei Wachstumsfinanzierungen ist zwar ebenso ein Rückgang der Investitionstätigkeit zu beobachten, jedoch fällt der Rückgang mit elf Prozent weniger Transaktionen gegenüber 2007 erheblich geringer aus. Die Anzahl der Early-Stage-

Finanzierungen legte im Vergleich zum Vorjahr sogar zu. Der geringe wertmäßige Rückgang von sechs Prozent ist vor dem Hintergrund der allgemeinen Abwertungstendenz bei Beteiligungstiteln besonders eindrucksvoll.

Doch nicht nur die Transaktionsvolumina gehen erheblich zurück. Auch das Fundraising hat deutlich an Dynamik verloren. Betrachtet man die weltweiten Mittelzuflüsse von Buyout- und Venture-Capital-Fonds, so fällt auf, dass insbesondere die Buyout-Fonds mit einem drastischen Rückgang zurechtkommen müssen (Abbildung 1). Im vierten Quartal 2008 lagen die Mittelzuflüsse auf einem ähnlichen Niveau

wie im Jahr 2004. Wiederum zeigt sich, dass die Venture-Capital-Fonds weit weniger betroffen sind, was dazu führt, dass die Schere im Fundraising, die sich in den Jahren 2005 bis 2008 aufgetan hat, zu einem großen Teil verschwunden ist.

Fundraising im Buyout-Sektor

Dass die Entwicklung des Fundraising im Buyout-Sektor auch im historischen Vergleich einmalig ist, zeigt Abbildung 2. Dort wurde versucht, die Veränderungen der Fund Commitments um saisonale Schwankungen zu bereinigen. Nur die danach noch verbleibenden Veränderungen können als unerklärt bezeichnet werden. Wie man sehen kann, gibt es allein schon aus Zufallsgründen solche unerklärten Veränderungen. Allerdings bewegen sich diese im historischen Vergleich in einem gewissen Band. Einen deutlichen Ausreißer stellte der Rückgang in den Commitments im Jahr 2002 dar. Wie man sehen kann, erlebt zumindest der Buyout-Sektor auch in jüngster Zeit einen ähnlich außergewöhnlichen Rückgang, wohingegen er sich im Venture-Sektor noch im Bereich üblicher historischer Schwankungen befindet.

Dahinter verbirgt sich der Effekt, dass sich Investoren von den Mega-Buyout-Fonds abwenden und – wenn überhaupt – Fonds favorisieren, die im Small- und Mid-Market-Segment aktiv sind. Mega-Fonds wie von Blackstone, Kohlberg Kravis Roberts, TPG, Permira, und Bain Capital haben in den vergangenen Jahren das Leveraged-Buyout-Geschäft sehr stark dominiert, so dass sie von der mit der aktuellen Krise einhergehenden eingeschränkten Kreditvergabe besonders betroffen sind.¹⁾

Tatsächlich zeigt sich auch, dass für die Mega-Fonds das Jahr 2008 sehr ernüchternd war: Terra Firma berichtete Wert-

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, Center for Entrepreneurial and Financial Studies TUM Business School (cefs), Prof. Dr. Christoph Kaserer, Lehrstuhl für internationale Kapitalmärkte, Henry Lehr, wissenschaftlicher Mitarbeiter, cefs, alle Technische Universität München (TUM), München

Wie steht es um die Private-Equity-Branche? Längst nicht so rosig wie das in den vergangenen Jahren aussah, meinen die Autoren und erwarten eine deutliche Bewährungsprobe für die Nachhaltigkeit der Geschäftsmodelle. Das wichtigste Kriterium, um die anstehende Konsolidierung zu überstehen, ist aus ihrer Sicht, inwieweit die Private-Equity-Gesellschaften in der Lage sind, die ihren Investoren in Aussicht gestellten Renditen tatsächlich auch zu erreichen. Empirischen Studien zufolge lässt sich der PE-Branche die notwendige Effektivität bei der Durchführung von Rationalisierungsmaßnahmen in Unternehmen nicht absprechen. Auch in der Diversifizierung und einer Gebührenanpassung sehen die Autoren noch Manövriermöglichkeiten. Ungemütliche Zeiten erwarten sie freilich von der Regulierungsseite. (Red.)

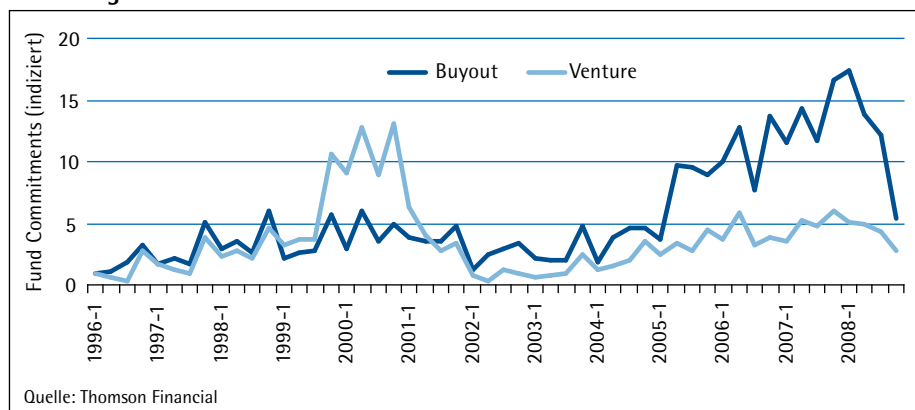
berichtigungen von über 45 Prozent auf das Portfolio, darunter allein 1,3 Milliarden Euro aufgrund der Beteiligung am Musikkonzern Emi Group.²⁾ Das auf Corporate Loans, Schuldverschreibungen und Asset Backed Securities spezialisierte börsennotierte Vehikel KKR Financial Holdings musste im vierten Quartal einen Nettoverlust von 1,2 Milliarden US-Dollar verbuchen.³⁾ Die Blackstone Group schrieb ihre fünf Fonds im Gesamtjahr um 31 Prozent ab, davon allein 20 Prozent im letzten Quartal.⁴⁾ Fehlende Rückflüsse aus Portfoliounternehmen führen inzwischen zu substantziellen Schwierigkeiten bei Fonds, wie zuletzt gesehen bei Candover.⁵⁾

Nachhaltiges Wachstum als kritischer Faktor

Das wichtigste Unterscheidungskriterium, um die Branchenkonsolidierung zu überstehen, ist die Frage, inwieweit die Private-Equity-Gesellschaften in der Lage sind, die ihren Investoren in Aussicht gestellten Renditen tatsächlich auch über Wertsteigerungen der Portfoliounternehmen – und damit unabhängig von Leverageeffekten – zu erreichen. Dies wird in einigen Fällen zu einer Neuorientierung in den Geschäftsmodellen der Private-Equity-Gesellschaften führen – verbunden mit einer entsprechenden Kulturänderung, wie der Global Private Equity Report von Price-Waterhouse-Coopers prognostiziert.⁶⁾ Damit dürfte ein längerer Zeithorizont für Investitionen einhergehen, was sich bereits in den letzten Jahren im Ansteigen des durchschnittlichen Unternehmensalters bei Verkauf andeutet. Eine stärkere Betonung langfristiger Restrukturierung und Management-Verbesserung kann in Krisenzeiten helfen, die Talsohle zu überstehen und langfristig Werte zu schaffen.

Auch Unternehmen, die sich nicht in der Hand von Private-Equity-Fonds befinden, spüren momentan erheblichen Rationalisierungsdruck. Es kommt also nicht darauf an, ob Veränderungen in Portfoliounternehmen vorgenommen werden, sondern ob diese mit mindestens ebenso großer Effektivität durchgeführt werden wie in vergleichbaren Unternehmen. Buyout-Fonds, die hierzu nicht in der Lage sind, werden vom Markt verschwinden. Allerdings gibt es durchaus ernst zu nehmende Befunde, die darauf hindeuten, dass die von Private-Equity-Gesellschaften erzielten Renditen zum überwiegenden Teil aus Wertschöp-

Abbildung 1: Fund Commitments weltweit



fungsgewinnen der Portfoliounternehmen stammen.

Eine Studie des World Economic Forums⁷⁾ zeigt etwa, dass PE-Portfoliounternehmen ein überdurchschnittlich gut organisiertes Management besitzen. Die Struktur der Managementpraktiken von zirka 4 000 Unternehmen in Europa, Asien und den USA wird hier auf den vier Dimensionen Operations, Monitoring, Targets und Incentives gemessen. Dabei zeigt sich, dass Unternehmen im Besitz von Private Equity das am besten strukturierte Management besitzen, mit einem signifikanten Unterschied zu staatlichen Gesellschaften sowie familien- und gründerdominierten Unternehmen.

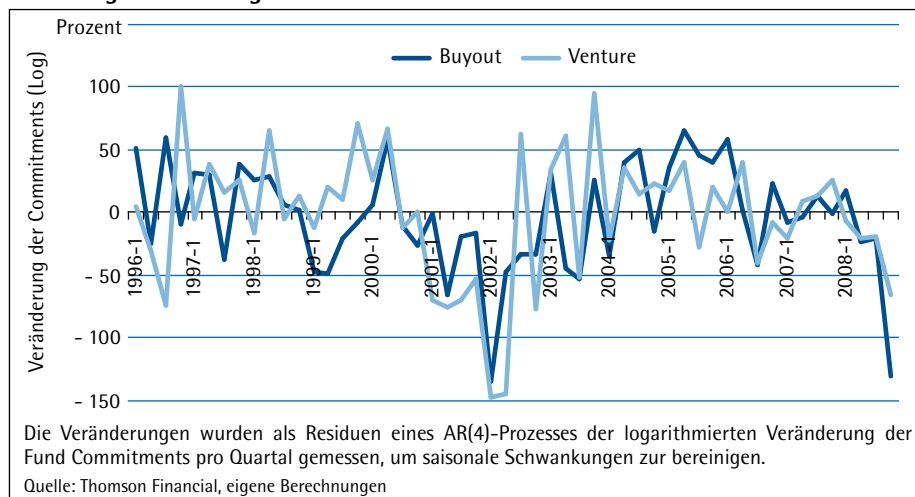
Attraktive Investitionsmöglichkeiten

Unternehmen im Besitz von Private Equity erfahren zudem eine Produktivitätssteigerung von zirka zwei Prozent in den beiden

Jahren nach dem Einstieg, was eine Studie von rund 5 000 amerikanischen Unternehmen zeigt. Davon stammen zwei Drittel aus der Verbesserung und Reallokation bestehender Betriebsteile und ein Drittel aus Betriebs-erweiterungen und -schließungen. Letzteres geht vor allem auf eine schnelle Umsetzung der Restrukturierung und Schließung wenig erfolgreicher Unternehmensteile zurück.⁸⁾

Eine weitere umfassende Studie zeigt, dass Private-Equity-Transaktionen im Bankensektor in der Vergangenheit eine überdurchschnittliche Rendite erzielen konnten. Da aufgrund staatlicher Regulierung eine Anhebung der Verschuldung in diesem Sektor nicht möglich ist, müssen diese Renditen entweder auf Wertschöpfungsgewinne oder auf überlegenes Timing der Transaktionen zurückzuführen sein. Die Studie kann zeigen, dass nur ein sehr geringer Teil der erzielten Renditen auf Timingeffekte zurückzuführen ist.⁹⁾

Abbildung 2: Änderung der Fund Commitments



Schließlich darf man in diesem Zusammenhang auch nicht vergessen, dass als Folge der Finanzmarktkrise die Unternehmen, insbesondere im KMU-Sektor, versuchen werden, ihre Eigenkapitaldecke zu vergrößern. Da die Börse hierfür häufig keine echte Alternative ist, und im Moment der Primärmarkt ohnehin ausgetrocknet ist, wird es insbesondere für jene Private-Equity-Gesellschaften, die die letzten Jahre für ihr Fundraising genutzt haben, attraktive Investitionsmöglichkeiten geben.

Veränderung des Geschäftsmodells durch Diversifizierung

Das Verschwinden der gezielten Verschuldungspolitik als Renditehebel wird auch zu einer zunehmenden Diversifizierung des Anlagespektrums führen. Unter dem Druck zugesagter, aber noch nicht investierter Investorengelder werden die Grenzen zu anderen Anlageklassen und geografischen Regionen aufgeweicht werden müssen. Pricewaterhouse-Coopers rechnet damit, dass Infrastruktur- und Debt-Funds verstärkt Ziel der Diversifizierung in andere Assetklassen sein werden, welche in Zeiten der allgemeinen wirtschaftlichen Schwäche Stabilität zeigen. So plant Blackstone gegenwärtig einen Zwei-Milliarden-US-Dollar-Fonds für Infrastrukturinvestitionen.¹⁰⁾ Auch Minderheitsbeteiligungen, Immobilien- und Mezzanine-Finanzierungen werden gegenwärtig ins Auge gefasst.¹¹⁾ Es sei sehr unwahrscheinlich, so eine Studie von Jones Lang Lasalle, dass der Verbriefungsmarkt 2009 annähernd das Volumen erreichen wird, das nötig ist, um die Nachfrage nach Refinanzierungen im Firmen- und Immobilienkreditgeschäft auf dem US-Markt zu befriedigen. Deshalb springen Private-Equity-Fonds bei und bieten Überbrückungsdarlehen an.¹²⁾

Druck auf das Buyout-Geschäftsmodell kommt nicht nur von der Portfolioseite, sondern auch von den Investoren. Nicht abgerufene Kapitalzusagen werden mit Managementgebühren belastet, denen keine Kapitalgewinne gegenüberstehen. Gleichzeitig existiert ein Überangebot an Kapital, da viele Investoren aufgrund der immer noch vergleichsweise hohen Buchwerte ihrer Private-Equity-Anlagen an vertraglich festgelegte Allokationsgrenzen stoßen und deswegen versuchen werden, ihren Anteil in Private Equity zurückzuschrauben. Im Jahr 2008 blieben die Asset-Management-Gebühren laut einer Studie

von Mercer stabil; für 2009 erwartet die Unternehmensberatung jedoch, dass die Gebühren unter Druck geraten werden.

Anzeichen für sinkende Gebühren gibt es bereits. Im Dezember 2008 gestattete der britische Fondsmanager Permira Investoren, ihre Kapitalzusagen um 40 Prozent zu reduzieren. Im gleichen Monat erlaubte TPG seinen Investoren, die Kapitalzusagen um zehn Prozent zu senken und reduzierte gleichzeitig die Managementgebühren um zehn Prozent.¹³⁾ Für zukünftige Fonds zeichnet sich im Markt eine ähnliche Gebührensenkung ab. Hg-Capital limitiert die Managementgebühren für den Hg Fund VI auf 1,75 Prozent, Hellman Et Friedman legt die Obergrenze bei 1,5 Prozent fest.¹⁴⁾ Auch der Branchenprimus KKR will für seinen ersten Infrastruktur-Fonds lediglich ein Prozent Managementgebühren und zehn Prozent Carried Interest verlangen.¹⁵⁾ Möglicherweise befindet sich die Private-Equity-Branche hier vor einer ähnlichen Situation, wie sie die Investmentfonds ab Mitte der neunziger Jahre erlebt haben, als es zu einem deutlichen Rückgang der Fondsgebühren kam. Auch von dieser Seite könnte es daher einen Konsolidierungsdruck in der Branche geben.

Größere Transparenz, stärkere Regulierung

Auch von regulatorischer Seite dürfte es in den kommenden Monaten für Private Equity ungemütlich werden. Während der vergangenen Monate wurden vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise auch zunehmend Forderungen nach mehr Transparenz bei Hedgefonds und Private Equity, verbunden mit Beschränkungen der Fremdfinanzierung, laut. Die Vorschläge der Expertengutachten – der de-Larosièrereport¹⁶⁾, der G30-Report¹⁷⁾, der Geneva-Report¹⁸⁾ sowie der NYU-Stern-Report¹⁹⁾ – nehmen vorwiegend zur Neugestaltung des Finanzmarktsystems vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzmarktkrise Stellung und streifen Private Equity nur vereinzelt am Rande. Die unzulässige Gleichsetzung von Private-Equity-Fonds mit Hedgefonds wird aber dazu führen, dass ein erheblicher Regulierungsdruck für Private Equity entstehen wird.²⁰⁾

Im Gutachten der Gruppe um de Larosièrere wird lediglich vorgeschlagen, dass im Falle von Hedgefonds oder Private-Equity-Fonds, welche sich im Eigentum von Banken be-

finden, strenge Kapitalanforderungen und Aufsichtsregeln gelten sollten. Der G30-Report schlägt demgegenüber vor, Fonds, in denen Kapital der Banken und deren Klienten gebündelt von der Bank verwaltet wird, wegen potenzieller Interessenkonflikte gar nicht erst zuzulassen. Eine Beschränkung der Fremdfinanzierung bei Private-Equity-Transaktionen wird allerdings in keinem der Gutachten erwähnt.

Europäisches Parlament als Treiber

Etwas deutlicher werden die Gutachten hinsichtlich der Meldepflichten, wenn gleich es auch hier Meinungsunterschiede gibt. Der G30-Report fordert eine Registrierungspflicht von Hedgefonds und regelmäßige Mitteilungen über Fondsgröße, Verschuldungsgrad, Risikoprofil und andere Variablen. Bei größeren Private-Equity-Fonds, die mit substanzieller Fremdfinanzierung operieren, könne man ebenfalls über solche Pflichten nachdenken. Ausdrücklich von der Regulierung ausgenommen werden sollten nach Meinung der Gutachter Venture-Capital-Fonds. Der Geneva-Report räumt bei dieser Frage die Pluralität der Gutachtermeinungen ein: Einerseits bestehe die Forderung nach mikroprudenzieller Regulierung auch nicht-systemisch relevanter Intermediäre. Andererseits wird betont, dass es keine theoretische Grundlage für Regulierung des vom Intermediär selbst gewählten Risikoprofils gebe, wenn von diesem kein systemrelevantes Risiko ausgehe.

Auf europäischer Ebene gehen die Forderungen nach mehr Regulierung, denen im Lehne-Bericht²¹⁾ sowie im Rasmussen-Bericht²²⁾ Ausdruck verliehen wird, hauptsächlich vom Europäischen Parlament und von Präsident Barroso aus. Binnenmarktkommissar Charlie McCreevy hat dem Druck nachgegeben und will spätestens im April eine Gesetzesinitiative starten. Diese soll gezielte Regelungen enthalten, um klar identifizierte Marktdefizite anzugehen.²³⁾ Ende Februar 2009 veranstaltete die EU-Kommission diesbezüglich eine Anhörung von Experten und Branchenvertretern. Ob in der kurzen Zeit bis zu den Europawahlen im Juni weit reichende Regelungen umgesetzt werden können, darf allerdings bezweifelt werden.

Stärkere Aufsichtsregeln scheinen unausweichlich zu sein; ob allerdings eine zentrale Regulierungsbehörde kommt – wie im

de-Larosière-Report vorgeschlagen – oder auf dezentrale Registrierung mit Elementen der Selbstregulierung gesetzt wird, bleibt abzuwarten.

Fußnoten

¹⁾ Financial Times, 23. Februar 2009 18:49, Tide turns against 'mega buy-out' funds.

²⁾ Handelsblatt Nr. 044, vom 4. März 2009, Private-Equity-Häuser enttäuschen Anleger.

³⁾ Handelsblatt Nr. 043, vom 3. März 2009, KKR-Fonds schreibt eine Milliarde ab.

⁴⁾ <http://www.altassets.com/news/arc/2009/nz15356.php>.

⁵⁾ Reuters, 6. Februar 2009, Candover considers wind-down as last resort, vgl. <http://www.reuters.com/article/rbssFinancialServicesAndRealEstateNews/idUSL694325620090306>.

⁶⁾ Pricewaterhouse-Coopers (2008), Global Private Equity Report 2008.

⁷⁾ Bloom, N., Reene, J. van, Saduni, R. (2009), Do Private Equity-owned Firms have Better Management Practices? In: World Economic Forum, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009.

⁸⁾ Davis, S.T., Haltiwanger, J., Jarmin, R., Lerner, J., Miranda, J. (2009), Private Equity, Jobs and Productivity. In: World Economic Forum, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009.

⁹⁾ Graf, C., Kaserer, C. und D. Schmidt (2009), Private Equity in Financial Institutions – What can be learned about Value Creation, CEFS Working Paper.

¹⁰⁾ Vgl. <http://www.altassets.com/news/arc/2009/nz15356.php>.

¹¹⁾ Vgl. Achleitner, A.-K./Schraml, S./Tapeiner, F. (2008), Private Equity Minority Investments in Large Family Firms: What Influences the Attitude of Family Firm Owners? CEFS Working Paper No. 2008-12, Verfügbar über SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1299573>; Vgl. auch Handelsblatt Nr. 024, 4. Februar 2009, Terrain gewechselt.

¹²⁾ Handelsblatt Nr. 021, vom 30. Januar 2009, Private Equity Fonds springen in die Bresche.

¹³⁾ Mergers and Acquisitions Reports, 23. Februar 2009, Candover To Return Investor Capital.

¹⁴⁾ PrivateEquityOnline.com, 9. Februar 2009, Hg shuts down consumer unit; PrivateEquityOnline.com, 26. Februar 2009, Hellman & Friedman raises US-Dollar 6bn for Fund VII.

¹⁵⁾ PrivateEquityOnline.com, 12. Februar 2009, KKR fund to charge 1 per cent management fee, 10 per cent carry.

¹⁶⁾ Vgl. http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf.

¹⁷⁾ Vgl. <http://www.group30.org/>.

¹⁸⁾ Vgl. <http://voxeu.org/index.php?q=node/2796>.

¹⁹⁾ Vgl. <http://whitepapers.stern.nyu.edu/home.html>

²⁰⁾ Vgl. zu konzeptionellen Unterschieden: Achleitner, A.-K./Kaserer, C. (2005), Private Equity Funds and Hedge Funds: A Primer. CEFS Working Paper No. 2005-03. Verfügbar über SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1109100>; sowie zur Empirie: Achleitner, A.-K./Betzler, A./Gider, J. (2008), Investment Rationales of Hedge Funds and Private Equity Funds in the German Stock Market. CEFS Working Paper No. 2008-11, Verfügbar über SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1292896>.

²¹⁾ Vgl. <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A6-2008-0296&language=DE&mode=XML>.

²²⁾ Vgl. <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A6-2008-0338&language=DE&mode=XML>.

²³⁾ Börsen-Zeitung, 27. Februar 2009, Brüssel will Hedgefonds und Private Equity regulieren. ■■■■■