

Die Private Equity Branche boomt und hat im politischen Umfeld unter dem Stichwort «Heuschrecken» eine lebhafte Diskussion ausgelöst. Angesichts ihrer gewaltigen Finanzstärke und dem auf Kapitalgewinn fokussierten Vorgehen steht die Öffentlichkeit der Branche vor allem in Kontinentaleuropa mit gemischten Gefühlen gegenüber. Das erwartete Wachstum ist jedoch enorm, und damit nimmt die Bedeutung von PE-Firmen in der Rolle als Wandeltreiber und -initiatoren von umfassenden Veränderungsprojekten wie Restrukturierungen, Akquisitionen und Verselbständigungen entsprechend zu.

Wenn Geld den Wandel treibt

Private Equity und Change Management

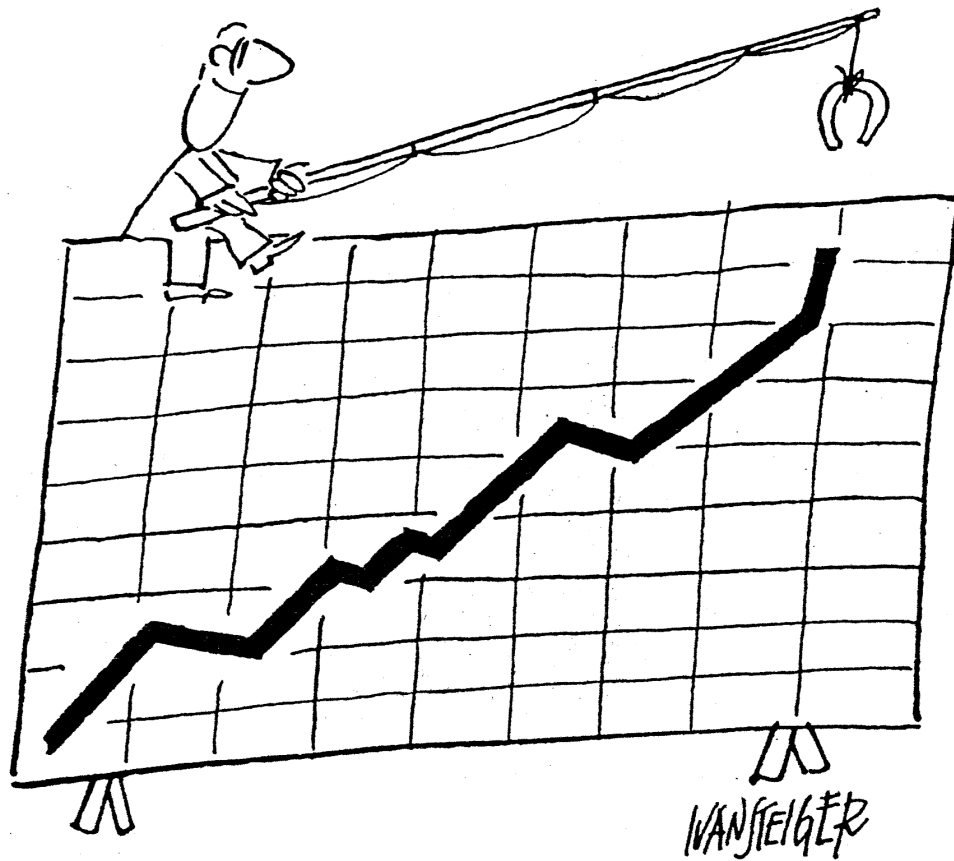
Das Schwerpunktthema «Wenn Geld den Wandel treibt» besteht aus drei Teilen. Dieser erste Einführungsteil enthält Hintergrund-Informationen zur Private Equity Branche, erklärt, woher die Mittel stammen, zeigt, wie eine typische Transaktion funktioniert und erläutert die wichtigsten Kritikpunkte am Vorgehen der PE-Firmen.

Im zweiten Teil beleuchtet Charlie Green, Managing Director der in Großbritannien börsennotierten Private Equity Gesellschaft «Candover» sein Verständnis von Change Management aus der Perspektive eines Private Equity Hauses.

Im dritten Teil erläutert Dr. Ludwig Bertsch seine Erfahrungen als Mitglied der Geschäftsleitung des weltweit führenden, unabhängigen Ground Handling Unternehmens, das im Jahr 2002 von Candover übernommen und drei Jahre später an eine spanische Industriegruppe verkauft wurde.

Kurze Einführung in die Private Equity Branche

Die Private Equity Branche hat in den vergangenen Jahren einen spektakulären Aufschwung erlebt. Das Investitionsspektrum dieser Finanzinvestoren reicht von Venture Kapital bis zu Beteiligungen an reifen Unternehmen, die sich in Schwierigkeiten befinden. Aufsehen erregt hat kürzlich der Erwerb der amerikanischen Spitalgesellschaft HCA durch verschiedene Beteiligungsgesellschaften für 33 Milliarden US Dollar, mithin die größte Private-Equity-Transaktion seit Bestehen der Branche. Auch wenn in Kontinentaleuropa die Transaktionen noch nicht diese Größenordnungen erreichen, so geht man davon aus, dass die Entwicklung ähnlich sein wird wie im angelsächsischen Raum. Die zur Verfügung stehenden Ressourcen sind enorm. Man schätzt, dass allein im Jahr 2006 zwischen 200-300 Milliarden Dollar der Private Equity (PE)-Bran-



che zufließen. Geht man davon aus, dass mit jedem Dollar Eigenkapital fünf Dollar Fremdkapital von Banken zu Verfügung stehen, so beläuft sich das Kapital, das gegebenenfalls für Investitionsobjekte zur Verfügung steht, auf schätzungsweise 1.500 Milliarden Dollar.

Die typischen und größten Private Equity Unternehmen sind Beteiligungsgesellschaften, die mehrheitlich von institutionellen Anlegern wie Versicherungen, Pensionsfonds, Banken, mitunter auch von Privatinvestoren Gelder einsammeln, welche sie in nicht-börsennotierte, aber marktstarke und solide Unternehmen investieren. Dadurch werden diese Beteiligungsgesellschaften Mehrheits-eigentümer mit entsprechendem Einfluss auf die Unternehmensstrategie.

Der typische Private Equity Deal ist als *Management Buyout* (MBO) konzipiert. Das heißt, das aktuelle Management und die Private Equity Gesellschaft bilden ei-

ne Käufergemeinschaft, welche dem Eigentümer die Firmenanteile abkauft. Dabei wird nur ein kleiner Teil des Kaufpreises über Eigenkapital finanziert. Der größte Teil wird über eine Fremdkapitalaufnahme durch das Unternehmen selbst finanziert, was die Zinsaufwendungen substantiell erhöht. Die Private Equity Gesellschaft versteht sich nicht als langfristiger Investor, sondern hat das Ziel, die Anteile nach zwei bis fünf Jahren mit Gewinnen, die ein Vielfaches des Kapitaleinsatzes betragen können, wieder zu veräußern. Dieser so genannte *Exit* geschieht entweder über den Verkauf an einen industriellen Investor (*Trade sale*), über einen Börsengang (IPO) oder über eine Veräußerung der Anteile an eine weitere Private Equity Gesellschaft (*Secondary Buyout*).

Die Branche ist selbst großen Veränderungen ausgesetzt. Durch die zunehmende Anzahl von PE-Firmen wird der

WAS IST PRIVATE EQUITY?

Private Equity bedeutet im engeren Sinn eine spezifische Anlageklasse, die aktiv in Unternehmen mit überdurchschnittlichem Entwicklungspotenzial investiert und diese mit Rat, Kontakten, Wissen und Erfahrung unterstützt. Je nach Unternehmensphase unterscheidet man dabei in *Venture Capital* für die Finanzierung einer frühen Unternehmensphase und *Buyouts* für die Finanzierung von späteren Phasen.

Markt für PE-Transaktionen immer transparenter, mit der Folge, dass traditionellen Erfolgsrezepte immer weniger greifen. Früher, als der Markt für Private Equity Aktivitäten noch nicht so effizient war wie heute, haben die PE-Gesellschaften ihre beachtlichen Gewinne vor allem über das Ausnutzen von Informationsgefällen erwirtschaftet. Das heißt, sie haben eine Firma zu einem gewissen Preis gekauft und sofort zu einem höheren Preis an einen interessierten Investor weitergeleitet. Das nennt sich «Multiple Arbitrage», weil sich der Preis oft aufgrund eines Vielfachen (*Multiples*) des Jahresgewinns (oder EBIT, EBITDA) berechnet. Dies ist heutzutage, wo verschiedene PE-Firmen im Rahmen von Auktionen um eine Firma in Konkurrenz stehen, und die Informationen über potenzielle Interessenten viel breiter erhältlich sind, immer weniger möglich.

Ein zweite Art, Mehrwert zu schaffen, führt über das *Financial Engineering*. Das heißt, es werden alle finanztechnischen Möglichkeiten ausgeschöpft, um die Schuldenbasis einer Firma möglichst günstig zu halten. Was früher spezialisierten Unternehmen vorbehalten war, steht heute als *Commodity* allen Finanzakteuren zur Verfügung. Aus diesen Gründen verfolgen immer mehr PE-Unternehmen den Ansatz, über eine aktive Beeinflus-

Die Private Equity Branche ist selbst großen Veränderungen ausgesetzt. Der Markt für PE-Transaktionen wird immer transparenter.

zung der Unternehmensstrategie (*Active Ownership*), die Performance der Unternehmung substantiell zu erhöhen. Im aktuellen, transparenten Marktumfeld wird der größte Teil des Mehrwertes über diesen Weg geschaffen. Die üblichen Vorgehensweisen beinhalten Akquisitionen, Devestitionen, Effizienzsteigerungsprojekte, Schließung von unrentablen Teilen – mitunter Veränderungen, die einen großen Einfluss auf das gesamte Unternehmen und seine Kultur haben.

Damit übernehmen die PE-Häuser immer mehr die Rolle des Wandeltreibers und -Initiators. Sie müssen sich den zentralen Aspekten des Change Managements zuwenden, das heißt, Einfluss darauf nehmen, wie die angestrebten Veränderungen geplant, designt, umgesetzt und überwacht werden sollen.

In die Kritik geraten sind die PE-Häuser aus verschiedenen Gründen. Grundsätzliche Kritik ist verbunden mit der Tatsache, dass in der Branche Renditen von 30 Prozent erwirtschaftet werden – ohne Rücksicht auf die übernommenen Unternehmen und ihre Mitarbeiter. Einer Übernahme folgt fast immer eine rigorose betriebswirtschaftliche Fitnesskur. Das heißt: Unrentable Betriebsteile werden geschlossen, Preisstrukturen werden für nicht-profitable Kunden angepasst, Abläufe werden einer Optimierung unterzogen. Dies geht in den meisten Fällen mit massiven Veränderungen und mitunter auch mit Arbeitsplatzverlusten einher. Die davon betroffenen Menschen und Mitarbeiter/-innen spielen in den strategischen Überlegungen zumeist eine untergeordnete Rolle.

Ein zweiter Kritikpunkt zielt auf die Entlohnung der beteiligten Akteure ab. Sowohl PE-Manager als auch die einzelnen Führungspersonen der Unternehmung, welche über einen *Equity Incentive Plan* eingebunden sind, verdienen an einer erfolgreichen Transaktion Beträge, die ein Mehrfaches der normalen, ohnehin bereits heftig diskutierten Management-Gehälter ausmachen.

Ein dritter, wichtiger Kritikpunkt besteht darin, dass PE-Firmen den Über-

nahmepreis mit Fremdkapital finanzieren, welches durch die übernommene Firma verzinst und zurückbezahlt werden muss. Je nach Geschäftslage kann diese Zinslast so groß werden, dass sie zur Existenzbedrohung wird. In diesem Fall kann sich das Management nur noch auf die Bedienung der Zinsen konzentrieren. Die zukunftsorientierte Entwicklung des Geschäfts kann nicht mehr mit der notwendigen Sorgfalt und Aufmerksamkeit vorangetrieben werden.

Ein letzter Kritikpunkt setzt an den so genannten Rekapitalisierungen an. Es gehört zur Praxis einiger PE-Firmen, die übernommenen Unternehmen mit zusätzlichem Fremdkapital zu «beladen», um mit diesem durch die Firma aufgenommenen Cash ausserordentliche Dividenden an die Anteilseigner, das heißt an die PE-Firmen auszuschütten. Das übergeordnete Ziel der PE-Firma besteht darin, ihren Fondsgebern möglichst schnell zu hohen Ausschüttungen zu verhelfen – ohne Rücksicht auf die unternehmerische Substanz, die mit dieser Praxis ausgehöhlt werden kann.

Prominente deutsche Beispiele für Rekapitalisierungen sind der Verlag Springer Science und der Raststättenbetreiber Tank & Rast. Rekapitalisierungen haben aus Sicht der PE-Firma den Vorteil, dass sie das finanzielle Risiko relativ schnell auf Null bringen. Das hat mit unternehmerischer Leistung wenig zu tun, und es stellt sich dann die Frage, wie intensiv sich die PE-Firmen noch um ihre Anteile kümmern, wenn sie ihre Investition wieder im Trockenen haben. Aus diesen Gründen wird die Praxis der Rekapitalisierung auch branchenintern heftig diskutiert. Es gibt große, bekannte PE-Firmen, wie beispielsweise Kohlberg, Kravis Roberts (KKR), die aus prinzipiellen Überlegungen auf Rekapitalisierungen verzichten.

In jüngster Zeit macht sich auch in der Ecke der institutionellen Kapitalgeber Kritik breit. Diese Akteure, welche im Durchschnitt ein bis zwei Prozent des Anlagevermögens in PE investieren, beteiligen sich aus Diversifikationsgründen an mehreren PE-Fonds. Angesichts der schie-

ren Größe der möglichen Deals schließen sich nun immer mehr PE-Fonds zu einer Übernahmegemeinschaft, zu einem so genannten «Club Deal» zusammen. Dies hat zur Folge, dass das Kapital, welches die Anleger zuvor über mehrere Fonds gestreut haben, sich nun an derselben Risikostelle wieder findet, was dem Ziel der Diversifikation zuwider läuft. Wenn man bei der Analyse ausschließlich auf diese Kritikpunkte fokussiert, so wird verständlich, wie das Bild der Heuschrecken entstehen konnte: sie kaufen Firmen zu einem tiefen Preis, schließen Firmenteile, entlassen Mitarbeiter, zahlen sich Extradividenden aus der Unternehmenssubstanz und verkaufen die Filetstücke zu einem hohen Preis – und verschwinden von der Bildfläche. Und das alles innerhalb kürzester Zeit mit möglichst minimalen Kapitaleinsatz und Risiko.

Dieses Bild ist jedoch zu einseitig. Für eine balancierte Beurteilung der PE-Branche sind auch positive Wirkungen zu beleuchten. Zum Beispiel die Professionalisierung des Managements, die Schaffung von Arbeitsplätzen und die Generierung von unternehmerischer Substanz wie das Beispiel der Swissport aufzeigt. In der Zusammenarbeit mit PE-Firmen eröffnen sich Chancen – eine generelle Verteufelung ist fehl am Platz. Für eine betroffene Führungskraft, die mit einer PE-Firma im Rahmen eines möglichen Buyouts im Kontakt steht, stellen sich neben den grundsätzlichen Betrachtungsweisen aber ganz praktische Fragestellungen. So zum Beispiel die Frage, wie man als Managementteam optimal mit der PE-Firma verhandelt, welche Themen zu welchem Zeitpunkt angesprochen werden sollen, etc. Typischerweise verfügen Manager in Kontinentaleuropa über wenig Erfahrung in solchen Angelegenheiten und zahlen deshalb Lehrgeld, denn PE-Firmen sind absolute Professionals wenn es um solche Verhandlungen geht. Es empfiehlt sich deshalb, sich über neutrale Quellen schnell Unterstützung zu holen oder sich die Expertise für plötzlich auftauchende Opportunitäten im Rahmen von Weiterbildungen anzueignen.

Caspar Fröhlich

GLOSSAR

- _____ **Active Ownership:** Ansatz zur Generierung von Mehrwert durch die PE-Firma während der Phase, in der eine Unternehmung im Portfolio ist. Der Ansatz meint die aktive Einflussnahme auf die Geschäftsstrategie, im Gegensatz zur traditionellen Politik eines Finanzinvestors.
- _____ **Akquisition:** Prozess der Übernahme einer Unternehmung durch eine andere.
- _____ **Capex:** Abkürzung für Capital Expenditure. Investitionen, die einen Liquiditätsabfluss zur Folge haben.
- _____ **Due Diligence:** Prüfung der Bücher und Geschäftsunterlagen durch die Firma, welche eine Unternehmung kaufen möchte; eine Due Diligence hat das Ziel, eine Wert- und Risikoanalyse der Unternehmung vorzunehmen.
- _____ **Devestition:** Veräußerung eines Vermögensteiles einer Unternehmung, Gegenteil einer Investition.
- _____ **EBIT:** Abkürzung für Earnings before Interests and Taxes, beschreibt den operativen Gewinn einer Unternehmung.
- _____ **EBITDA:** Abkürzung für Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation, eine Näherungsgröße für den Cash Flow einer Unternehmung.
- _____ **Equity Incentive Plan:** Vereinbarung zwischen PE-Firma und Management zur Beteiligung des Managements am Eigenkapital der Firma. In einem Management Buyout beteiligt sich das Management üblicherweise mit 5-15 Prozent am Eigenkapital der Firma. Je höher der erzielte Preis zum Zeitpunkt des Exits ist, desto mehr profitieren die Aktionäre und das beteiligte Management. Die so erzielten Kapitalgewinne können das Mehrfache der normalen Management-Gehälter betragen.
- _____ **Exit:** Begriff für den Zeitpunkt des Verkaufs der Firmenanteile an einen Dritten. Aus Sicht der PE-Firma ist es ein «Ausstieg» aus dem Investment. Es gibt drei grundsätzliche Arten, einen Exit zu gestalten: Entweder über einen IPO, einen Trade Sale oder einen Secondary Buyout.
- _____ **Institutionelle Anleger:** Überbegriff für die Gesamtheit der Anleger deren Geschäft das Anlegen von Kapitalien ist wie zum Beispiel Versicherungen, Pensionskassen und Banken. Diese Anleger legen schätzungsweise ein bis zwei Prozent ihres Anlagevermögens in PE-Fonds an. Damit wird klar, dass über den Kreislauf der Rentensysteme, die im PE-Sektor erwirtschafteten Renditen auch den Versicherten zufließen.
- _____ **IPO:** Abkürzung für Initial Public Offering. Der Gang einer Unternehmung an die Börse.
- _____ **Leverage:** Auf English «Hebel», meint den Grad der Fremdfinanzierung eines Unternehmenskaufes. Je mehr Fremdmittel für eine Transaktion aufgewendet werden, desto limitierter ist das Risiko für die PE-Firma, die dann relativ weniger Eigenkapital einsetzen muss. Aus Sicht der übernommenen Firma kann ein großer Hebel, also der Einsatz von viel Fremdkapital, bei schlechtem Geschäftsgang schnell Existenz bedrohend wirken.
- _____ **Management Buyout:** Begriff für den Kauf einer Unternehmung durch das Management. Bei den meisten großen PE-Transaktionen beteiligt sich das Management am Kauf der Unternehmung. In diesem Sinne können diese Transaktionen als Management Buyouts bezeichnet werden.
- _____ **Rekapitalisierung:** Meint allgemein die Neustrukturierung der Finanzierungsstruktur einer Unternehmung. Im PE-Kontext wird der Begriff für die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital für die Ausschüttung von ausserordentlichen Dividenden verwendet
- _____ **Secondary Buyout:** Verkauf des Unternehmens an eine andere PE-Firma.
- _____ **Trade Sale:** Verkauf des Unternehmens an einen industriell interessierten Investor.