

# Mega-Übernahmen entgehen dem Debakel

Die befürchtete Pleitewelle ist ausgeblieben. Einige Großtransaktionen der vergangenen Jahre werden sich für die Investoren doch noch auszahlen.

hpa. FRANKFURT, 2. Juni. Die Milliardenübernahmen aus den Jahren vor der Finanzkrise hätten zum Debakel für die großen Finanzinvestoren werden können. Knapp 30 Konzerne mit Bewertungen zwischen 7 und 45 Milliarden Dollar wurden in Amerika und Europa in den Jahren 2005 bis 2007 von Finanzinvestoren mit Hilfe großer Schuldenberge erworben. Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise galt es als sicher, dass so gut wie alle diese Übernahmen sich am Ende als Verlustgeschäft für die Investoren erweisen würden. Doch inzwischen hat sich das Bild deutlich gewandelt, und viele Private-Equity-Fonds werden wohl mit einem blauen Auge davonkommen.

Knapp ein Drittel dieser sogenannten Mega-Übernahmen könnten doch noch eine ordentliche Rendite – mindestens das 1,2-fache des eingesetzten Kapitals – erreichen, schätzt die Schweizer Investmentgesellschaft Adveq auf Basis eigener Untersuchungen. „Wenn das konjunkturelle Umfeld sich jetzt nicht drastisch ändert, sind die Chancen gut, dass viele der Milliardenübernahmen den Investoren noch einen Gewinn bringen“, sagt Adveq-Geschäfts-

führer Nils Rode. Insbesondere die europäischen Konzerne aus dieser Liste (der Pharmagroßhändler Alliance Boots, der Energiekonzern TDC, der Halbleiterproduzent NXP) stünden derzeit gut da. „Europäische Großübernahmen schneiden meist besser ab als die amerikanischen“, sagt Rode. Ein Grund dafür sei der noch höhere Einsatz von Fremdkapital in Amerika während der Boomjahre.

Bei acht der großen Übernahmen müssen die Geldgeber laut Adveq weiterhin damit rechnen, mindestens die Hälfte ihrer Investition zu verlieren, darunter auch im Fall des texanischen Energiekonzerns TXU, der mit 44,5 Milliarden Dollar Transaktionswert die Rangliste nach Größe klar anführt. Bis die Schlussbilanz der Mega-Übernahmen gezogen werden kann, dauert es ohnehin noch einige Jahre, da der Weiterverkauf dieser Konzerne ein langwieriger Prozess ist. „Von daher ist es für eine endgültige Entwarnung auch noch zu früh“, schränkt Rode ein. Positiv bewertet er, dass es aus der Liste der größten Übernahmen bislang nur zu zwei Insolvenzen gekommen ist: der Autobauer Chrysler und der Glücksspielkonzern Station Casinos.

Marktbeobachter hatten viel mehr Pleiten erwartet. Entscheidend für die Wende sei auch gewesen, dass die Konzerne ihre Finanzierung nach der Krise teilweise umschichten und Bankschulden verlängern oder auch durch Anleiheemissionen ablösen konnten. „Viele Private-Equity-Manager haben sich sehr schnell um das The-

ma Refinanzierung gekümmert, mit den Banken konsequent verhandelt und sich auch durchgesetzt“, sagt Jeremy Golding, Gründer der Dachfondsgesellschaft Golding Capital Partners. Ein wenig geholfen hätten dabei ausgerechnet jene in Verruf geratenen Kreditklauseln aus den Boomjahren, die den Finanzinvestoren kaum Fesseln anlegten („covenant light“). „Sie gaben den Unternehmen mehr Zeit, sich zu refinanzieren“, erläutert Golding.

Inzwischen konnten Private-Equity-Fonds wieder mit Erfolg einige Anteilspakete von großen Konzernen an die Börse

bringen, etwa bei der Erstnotiz des amerikanischen Hospitalkonzerns HCA im März dieses Jahres. Zu den Zeiten, als Mega-Übernahmen und Fonds mit zweistelligem Milliardenvolumen zur Tagesordnung gehörten, wird die Private-Equity-Branche aber wohl so schnell nicht wieder zurückkehren. „Viele große Investoren von damals sind inzwischen nicht mehr so aktiv im Markt, Banken und Stiftungen können keine so großen Summen in Private Equity mehr investieren“, erläutert Golding. Auch fehlt es derzeit an den ganz großen Kaufgelegenheiten im Markt. „Die größten Transaktionen in Europa hatten im vergangenen Jahr ein Volumen von 2,5 bis 3,5 Milliarden Euro, von dieser Sorte wird es weitere geben“, prognostiziert Rode.

Einerseits verfügen die großen Private-Equity-Gesellschaften allein in Europa derzeit noch über 55 Milliarden Euro in ihren Fonds, die ausgegeben werden müssen. Andererseits sind die Preise für die wenigen Übernahmeziele längst wieder am Steigen. Im Durchschnitt muss für eine Übernahme derzeit der acht- bis neunfache Wert des operativen Gewinns (Ebitda) gezahlt werden. Davor schrecken viele Private-Equity-Manager, geprägt von der jüngsten Krise, noch zurück. Sie beschäftigen sich mehr mit dem Verkauf ihrer Besitztümer als mit neuen Zukäufen, bestätigen die Fachleute der Sozietät CMS Hasche Sigle. „Dabei setzen die Finanzinvestoren vor allem auf die Investitionsbereitschaft der Strategen“, sagt CMS-Partner Joachim Dietrich. (Kommentar, Seite 20)



Verlustreiche Übernahme: TXU Foto Corbis