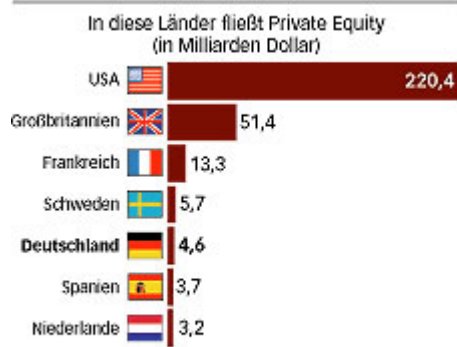


Auf dem Trockenen Deutschland abgeschlagen



Quelle: IFSL Research

Wirtschafts
Woche

Finanzkrise»

Die Krise bei Private Equity, Banken und Hedgefonds dauert an. Wie die Finanzinvestoren mit den Problemen umgehen und was noch auf die Märkte zukommt.

Die 400 reichsten Amerikaner besitzen 1540 Milliarden Dollar – und die meisten Aufsteiger in die Liga der reichen Ladys und Gentlemen kommt aus der Anlagebranche: Allein 45 Hedgefondsmanager rückten vor in den Kreis der Superreichen. Ob sich Finanzinvestoren in den kommenden Jahren weiter wie zuletzt dreistellige Millionengehälter pro Jahr aufs Konto buchen können, ist allerdings inzwischen mehr als fraglich. Die Finanzkrise verdirbt den smarten Geldjongleuren das Geschäft. Gerade bei sogenannten Buyouts, also Übernahmen auch sehr großer Konzerne durch Private-Equity-Häuser, ist das schnelle Geld nicht mehr so leicht zu verdienen.

Vor der Krise war das anders: Allein 2006 kauften Großfonds für knapp 740 Milliarden Dollar Unternehmen auf – am liebsten auf Kredit. Das Eigenkapital, das ihnen Anleger auf der Suche nach Extrarenditen zur Verfügung stellten, tasteten die Fonds nur so spärlich wie nötig an. Deshalb sind die aufgenommenen Eigengelder der Fonds von 400 Milliarden Dollar aus dem Jahr 2006 bei Weitem noch nicht voll investiert, auch nicht die 260 Milliarden Dollar, die in der ersten Hälfte 2007 noch dazukamen. Wie viel Geld genau noch auf der hohen Kante der Fonds liegt, weiß keiner so genau. Bis zu 700 Milliarden Dollar sollen bei Finanzinvestoren noch brachliegen, heißt es in Branchenkreisen. Zusammen mit bereits zugesagten Krediten warten wohl etwa 2000 Milliarden Dollar auf eine Neuanlage. „Der Stau trifft vor allem die Fonds, die große Übernahmen stemmen wollen“, sagt Uwe Fleischhauer, Geschäftsführer der Münchner FHP Private Equity Consultants.

Milliardenkredite für geplante Firmenkäufe liegen noch auf Eis. Bis zum Beginn der Kreditkrise Anfang Juli hatten Finanzinvestoren und Unternehmen Übernahmen im Gesamtwert von 3400 Milliarden Dollar angekündigt – 60 Prozent mehr als im Vorjahreszeitraum und schon genauso viel wie im gesamten Rekordjahr 2006.

Alles passé. Im August brachen von Finanzinvestoren getriebene Übernahmen um zwei Drittel gegenüber dem Vorjahreszeitraum auf nur noch 16,6 Milliarden Dollar zusammen. Im Spitzenmonat Mai waren es noch 150 Milliarden Dollar.

In London stellt sich die Private-Equity-Branche auf die neuen Herausforderungen und schwierigeren Marktbedingungen ein. „Wir denken jetzt stärker an Beteiligungen, weniger an teure Übernahmen“, sagt ein Londoner Banker. Jenseits der traditionellen Märkte halten Mitarbeiter von Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften nun auch in Emerging Markets und in Russland nach neuen Deals Ausschau. Die amerikanische Subprime-Krise hat Osteuropa und Russland weit weniger getroffen als die USA und Westeuropa.

Sich auf schwierigere Marktbedingungen einzustellen heißt auch, mit kleineren Gewinnmargen zu leben. Angesichts der momentanen Liquiditätsengpässe hat sich die Kreditaufnahme an den Kapitalmärkten verteuert, trotz sinkender Leitzinsen in den USA und stabilen in Europa: „Die Zeiten des billigen Geldes sind erst einmal vorbei“, seufzt ein Insider. Die Banken, die mit den Private-Equity-Häusern kooperieren, müssen die Kredite länger in den eigenen Büchern halten oder in Kauf nehmen, sie nur mit spürbaren Abschlägen weiterzureichen. Gleichzeitig suchen die Gesellschaften kreative Möglichkeiten, die Finanzierung bereits vor Monaten abgeschlossener Deals umzumodeln. So planen die US-Private-Equity-Firma Kohlberg Kravitz Roberts (KKR) und die US-Bank Citigroup einen Fonds, mit dem Investoren diese Kredite aufkaufen sollen.

Welche Kreise die Krise noch zieht, lässt sich kaum abschätzen. „Eine Kettenreaktion ist möglich. Vielleicht gibt es noch einmal eine Zwischenblase, befeuert von Zinssenkungen der Notenbanken. Doch die

Bewertungen an den Märkten sind einfach immer noch zu hoch“, sagt Hans Albrecht. Er ist einer, der es wissen muss: Als Gründer und Manager des Münchner Finanzinvestors Nordwind Capital legt er selbst dreistellige Millionenbeträge in Unternehmen an.

Harte Zeiten waren die zuletzt so erfolgsverwöhnten Finanzinvestoren schon früher gewohnt. 1987 ließ das Kursdesaster an der Börse von 23 Prozent Verlust an nur einem Tag die Durchschnittsrendite der Private-Equity-Fonds für die gesamten Achtzigerjahre auf weniger als zehn Prozent zusammenschnurren, weil die Finanzinvestoren ihre Beteiligungen nicht mehr zu den zuvor kalkulierten Preisen losschlagen konnten. Albrecht: „Die Renditen der Finanzinvestoren könnten auch jetzt massiv sinken.“

Sollten die Renditen unter zehn Prozent rutschen, sähe das zwar optisch immer noch gut aus. Jedoch hat die Performance der Finanzinvestoren dicke Schönheitsfehler. Denn im Gegensatz zu klassischen Renditen mit Aktien oder Anleihen trumpfen Private-Equity-Investoren mit einer eigenen Rechenmethodik auf, den sogenannten internen Renditen. Der Trick: Die Branche berechnet die Rendite nur für einzelne Phasen der Gesamtinvestition. Üblicherweise rufen die Fonds, die wiederum in andere Fonds oder direkt in Unternehmen investieren, die Anlegergelder in drei oder vier Tranchen über mehrere Jahre verteilt ab. Wer in Private-Equity-Fonds anlegt, hat also einen Teil des Kapitals über längere Zeiträume niedrig verzinst beispielsweise auf einem Tagesgeldkonto liegen. Anschließend hängt das Geld nochmals mehr oder weniger unverzinst im Fonds fest, bevor es tatsächlich in eine Unternehmensbeteiligung investiert wird. Ihre Rendite-Uhr lassen die Finanzinvestoren aber nur für die Laufzeit der tatsächlichen Engagements ticken – daher sind die Zahlen nicht mit konkurrierenden Anlageformen vergleichbar.

Selbst aufgehübscht schaffen dauerhaft nur drei Prozent aller Fonds Traumrenditen von mehr als 20 Prozent. Und große Branchenindizes, die Pleiten von Finanzinvestoren selten erfassen, legten auch in der Boomphase der vergangenen drei Jahre weniger als 20 Prozent pro Jahr zu. Der Dax schaffte im selben Zeitraum jährlich gut 28 Prozent, der MDax gar rund 40 Prozent pro Jahr. Der Preisindex Listed Venture Capital hingegen schaffte in den vergangenen zehn Jahren kümmerliche 2,6 Prozent Rendite pro Jahr.

Wegen der Krise werden die Renditen fallen – zumindest im Geschäft mit Großübernahmen. Die mit Private Equity finanzierten Großunternehmen sitzen auf enormen Schulden, deren Refinanzierung zunehmend teurer wird. Der Chrysler-Verkauf an Cerberus wird mit 50 Milliarden Dollar Schulden belastet, den geplanten Kauf des Energieunternehmens TXU wollen Kohlberg Kravis Roberts (KKR), Texas Pacific Group (TPG) und Goldman Sachs Private Equity mit etwa 37 Milliarden Dollar Schulden stemmen.

Auch die bisher so beliebten Karussell-Verkäufe der Unternehmen von einer Heuschrecke zur anderen werden schwieriger. Noch 2006 machten sie knapp zwei Drittel aller Finanzinvestoren-Einnahmen aus. Da war der liebste Partner der vermeintlich feindliche Konkurrent: Für etwa 50 Milliarden Euro tauschten Finanzinvestoren in Europa Beteiligungen. Börsengänge (IPO) spielten dagegen nur 25 Milliarden Euro ein. Der IPO-Markt läuft weiter flau: 40 größere Börsengänge erwarteten Frankfurter Investmentbanker zu Jahresbeginn 2007. Mit Glück werden es jetzt etwas mehr als halb so viel.



Seit dem Motorenbauer Tognum Anfang Juli hat es in Frankfurt kein größeres IPO mehr gegeben. Die Tognum-Aktie dümpelte zuletzt nahe ihrem Ausgabepreis. „Die Situation an den Kreditmärkten hat sich auf die Stimmung der Investoren ausgewirkt“, sagt Josef Ritter, Investmentbanker in der Kapitalmarktgruppe der Deutschen Bank. Schlechte Stimmung bedeutet vor allem: Scheu vor Risiken. Die trifft potenzielle Neulinge.

Ein weiteres Problem laut Ritter: „Investoren schauen auch darauf, was sie bisher in diesem Jahr mit IPOs verdient haben.“ Gerade bei den von Private-Equity-Fonds angestoßenen Börsengängen war das nicht berauschend. Im Schnitt verloren Anleger mit den sieben von Finanzinvestoren platzierten Aktien seit Börsenstart 16 Prozent, doppelt so viel wie mit von Gründern oder Konzernen verkauften Unternehmen. Mit 65 Prozent minus am schlimmsten erwischte es den Festnetzbetreiber Versatel, von der britischen Apax an die Börse gebracht. Die Chance, dass Finanzinvestor Apax die bei eigenen Fonds verbliebenen 43 Prozent von Versatel in absehbarer Zeit losschlagen kann, geht gegen null.

„Investoren schauen bei Private-Equity-IPOs jetzt besonders genau auf die Solidität der Bilanz und den Preis“, sagt Peter Conzatti, Fondsmanager bei Lupus Alpha in Frankfurt. Börsengänge, die nur veranstaltet werden, damit Unternehmen die ihnen von Private Equity aufgeladenen Schulden abbauen können, sind nicht mehr gefragt. Völlig am Boden sind nach den Kursverlusten der vergangenen Monate die Immobilienaktien. Fatal: Gerade aus dieser Branche hatten sich Investmentbanker besonders viele IPOs erhofft. Bessere Chancen dürften Börsengänge haben, die nicht aus der Private-Equity-Ecke kommen, etwa die für Anfang November anstehende Privatisierung des Hamburger Hafenbetreibers HHLA. „Die Nervosität im Markt führt dazu, dass Investoren große Sympathie für Unternehmen haben, hinter denen anfassbare Werte und eine bewährte Geschichte stehen“, hofft HHLA-Chef Klaus-Dieter Peters. Zugeständnisse beim Preis werden aber wohl alle machen müssen. „Wir sind in einem Käufermarkt“, sagt Conzatti.

Die Krise der Heuschrecken aber nährt die Krise. Private Equity muss verkaufen, Hedgefonds wiederum, die viele misstrauisch gewordene Investoren auszahlen müssen, haben kaum Geld flüssig.

Im ersten Halbjahr, berichteten Investmentbanker wie Hermann Prella von der UBS, nahmen Hedgefonds bei größeren IPOs den Banken 30 bis 50 Prozent der Aktien ab. Diese Zeiten sind vorbei: „Der Appetit der Hedgefonds auf neue Aktien ist geringer als im ersten Halbjahr“, sagt Deutschbanker Ritter. „Klassische Fonds dagegen sehen schon wieder die Chance, günstig bei guten Unternehmen einsteigen zu können.“

Die Aktien der Heuschrecken selber zählen aber nicht zu dieser Kategorie: Die im Mai an der Börse gestartete Aktie von Blackstone verlor seither etwa ein Viertel an Wert. Der US-Index Standard & Poor's 500 legte im selben Zeitraum rund sieben Prozent zu. Vor Beginn der Finanzkrise ins Gespräch gebrachte Börsengänge aus der Finanzinvestoren-Szene wie der von KKR oder des Hedgefonds Citadel sind in einem solchen Umfeld utopisch.

Auch wenn der Weiterverkauf von Unternehmensbeteiligungen an andere Finanzinvestoren und über die Börse schwierig geworden ist: Kompletzt zu ist der Markt noch nicht. Die Freudenberg-Gruppe schlug gerade ihre Bausparte an die Finanzinvestoren Capiton und L-Eigenkapitalagentur los. Die Münchner Aurelius verleihte sich den Herrenbekleider Pohland aus dem Portfolio der Handelsgruppe Douglas ein. Primondo (früher Quelle) verkaufte seinen Werbeartikel-Versender Saalfrank an die Beteiligungsgesellschaft Avida. „Wir sehen im Mittelstandssektor keine Probleme. Stimmen die Sicherheiten, finanzieren die Banken ohne Probleme auch weiter zu guten Konditionen“, sagt Clemens von Berger, Managing Partner bei Avida Advisors in Düsseldorf.

„Bei Aufkäufen bis 250 Millionen Euro gibt es keinen Stau“, bestätigt Private-Equity-Experte Fleischhauer. Auch bei den Mega-Übernahmen gab es zuletzt zumindest einen Lichtblick: KKR stemmte vor knapp zwei Wochen den 29 Milliarden Dollar schweren Kauf des Zahlungsdienstleisters First Data.

Der schwarze Peter liegt nun bei den Banken. Eine Gruppe rund um die Credit Suisse wollte ursprünglich 14 Milliarden Dollar an Krediten aus dem First-Data-Geschäft weiterverkaufen. Bisher konnten sie aber nur fünf Milliarden davon los werden zu einem um vier Prozent reduzierten Preis.

Die größte Schweizer Bank UBS wird im dritten Quartal erstmals seit neun Jahren sogar rote Zahlen schreiben. UBS-Chef Marcel Rohner muss Abschreibungen » von vier Milliarden Franken in die Bilanz packen.

Dunkle Zeiten für Hedgefonds. „Wir werden noch weit mehr Hedgefonds- Pleiten als bisher sehen“, so Nordwind-Gründer Albrecht. Aus Sicht privater Anleger taugen die vermeintlichen Wundermänner der Finanzmärkte ohnehin nicht viel: Nach einer Studie der Princeton University sind die Renditedarstellungen der Hedgefonds-Branche hoffnungslos übertrieben. Der einfache Grund: Hedgefonds, die pleite gegangen sind, melden keine Daten mehr.

Ähnlich wie bei Private Equity: Junge Fonds melden Renditen erst, wenn sie Gewinne machen. So war es auch 1998. Als der milliardenschwere Hedgefonds LTCM vor der Pleite stand und das weltweite Finanzsystem ins Wanken brachte, störte das die ausgewiesene Performance der Branche nicht. LTCM machte zwischen Oktober 1997 und Oktober 1998 zwar 92 Prozent Verlust. Mit einem Eigenkapital von 4,8 Milliarden Dollar ging das Management risikoreiche Anleihegeschäfte von mehr als 100 Milliarden Dollar ein, angeheizt mit Großkrediten. Doch obwohl LTCM damals zu den größten Fonds überhaupt zählte, tauchte das Desaster in keinem Hedgefonds-Index auf.

In Wahrheit bringen beispielsweise Dach-Hedgefonds (Fonds, die in andere Fonds investieren) wegen ihrer hohen Gebühren im Durchschnitt nicht einmal drei Prozent Rendite pro Jahr – deutlich weniger als manches Tagesgeldkonto. Jährlich gehen etwa zehn Prozent aller Hedgefonds pleite. So meldeten 1996 knapp mehr als 600 Fonds Daten. Von diesen existierten 2004 lediglich noch 124, nicht einmal ein Viertel.

Dennoch vervielfachte die Hedgefonds-Industrie ihr Kapital. Vor 20 Jahren agierte sie mit einem Kleckerbetrag von nicht einmal 50 Milliarden Dollar. Heute verwalten 9000 Hedgefonds ein Anlegerkapital von 2500 Milliarden Dollar. Und sie bewegen noch viel höhere Summen: Für jeden Euro Anlegergeld leihen sie sich oft zehn Euro zusätzlich für Finanzwetten. Deshalb haben sie an den Kapitalmärkten so viel Einfluss wie niemand sonst.

Obwohl die Finanzindustrie nach den Pleiten vieler Großfonds entzaubert ist, glaubt kaum jemand an ihr Ende. So steigerte der weltgrößte börsennotierte Hedgefonds, die Londoner Man Group, trotz Krise ihr verwaltetes Vermögen seit Ende März von 61,7 Milliarden auf 68 Milliarden Dollar. [09.10.2007] christof.schuermann@wiwo.de, yvonne esterhazy, thomas katzensteiner, hauke reimer Aus der WirtschaftsWoche 41/2007.