

Geringerer Verkaufserlös, höhere Abschreiber oder gar Kollaps

Wettlauf um Rückzahlung von Übernahmekrediten – Druck von Investoren auf Verringerung der Fondsvolumen – Weniger Interesse an Folgefonds

STEFAN HEPP

Spätestens mit den Jahresendbewertungen von Private Equity lernen Investoren, was Aktienanleger schon wissen: Die Abwärtsspirale der Bewertung dreht sich schnell, egal, ob ein Unternehmen kotiert ist oder nicht. Da können Private-Equity-Manager noch so lange mit dem Buchprüfer diskutieren oder von gelockerten US-Bewertungsvorschriften Gebrauch machen, die eine Bilanzierung zum diskontierten erwarteten Gewinn (Cashflow) erlauben – Investoren beeindruckt dies nicht. Anteile an Private-Equity-Fonds handeln mit einem Abschlag von 30 bis 60% zur Jahresendbewertung, was einen Abschreiber von mindestens 50% gegenüber Einstandskosten impliziert.

Sind solche Tiefpreise zu pessimistisch? Die Fähigkeit der Banken und der Kapitalmärkte, neue Kredite zu vergeben, ist nachhaltig gemindert. Selbst eine Erholung des Volumens von Übernahmefinanzierungen (Leveraged Loans) wird bei weitem nicht reichen, um fällig werdende Kredite in den nächsten Jahren zu refinanzieren. Konkurse werden zunehmen. Lag die Ausfallrate von Leveraged Loans 2007 auf nur 0,3%, so stieg sie 2008 auf 3,8%. Die Ratingagentur Moody's rechnet mit einem Anstieg auf 15%.

Unternehmen müssen im Wettlauf mit der Zeit Kredite zurückzahlen, da sie in Zukunft nur einen Bruchteil davon refinanzieren können. Verpassen sie dieses Ziel, werden sie zum Sanierungsfall. Der Eigenkapitalgeber bzw. der Fonds läuft Gefahr eines Vollabschreibers.

400 Mrd. \$ investierbar

Trotz der getriebenen Aussichten steht Private Equity vergleichsweise gut da. Zum einen verfügen viele Fonds noch über reichliche Kapitalzusagen, die den Einschuss von zusätzlichem Eigenkapital in Portfoliogesellschaften ermöglichen. Zum anderen sind in den vergangenen Jahren grosse Gewinne effektiv realisiert worden. Dieses Geld ist im Gegensatz zu kotierten Aktienportfolios nicht mehr im Risiko. Auch wenn die Verluste prozentual in ähnlicher Grössenordnung liegen, so betreffen sie in Private-Equity-Fonds lediglich das noch investierte Kapital.

Für jüngere Fonds, die noch keine Verkaufsgewinne aufweisen, gilt dieses Argument nicht. Sie können aber von tiefen Einstiegspreisen profitieren. Die Branche dürfte über mehr als 400 Mrd. \$ an nicht investierten Kapitalzusagen verfügen.

Angesichts des dramatischen Rückgangs der Unternehmensbewertungen

würde man einen Anstieg des Transaktionsvolumens erwarten. Das Gegenteil ist jedoch der Fall. Das angekündigte Volumen von Übernahmetransaktionen (Buy-outs) hat im ersten Quartal 2009 lediglich 17 Mrd. \$ betragen, gegenüber 129 Mrd. im Vorjahresquartal und gar 634 Mrd. im ersten Jahresviertel 2007.

Gründe für diesen Aktivitätsrückgang sind die Unsicherheit über die Entwicklung der Unternehmensgewinne, der Mangel an Fremdfinanzierung sowie die Weigerung Verkaufsinteressierter, die aktuellen Bewertungen zu akzeptieren. Somit finden Transaktionen vor allem dort

statt, wo eine bestehende Fremdfinanzierung übernommen werden kann oder der Eigentümer unter Zugzwang steht.

Wie in den zurückliegenden Zyklen wird die Branche schrumpfen. Es war vor Beginn der Finanzkrise kaum vorstellbar, welcher Schaden in ehemals renommierten Institutionen (AIG, Citigroup, Lehman Brothers, Fortis Bank, RBS, Merrill Lynch etc.) entstehen würde. Fast alle diese Anbieter verfügten über Private-Equity-Teams, deren Fonds sie mit signifikanten Zeichnungen aus Eigenmitteln unterstützten. Die Bedienung dieser Anteile ist in vielen Fällen fraglich oder unmöglich, was die Aussichten dieser Fonds und ihrer Teams in Frage stellt. Verschiedentlich musste die Fondsgrösse reduziert werden. Dies geschieht teilweise auf Druck der Investoren, vor allem amerikanischer Stiftungen und einiger Pensionskassen, die sich angesichts von Anlageverlusten und Ausbleiben des Mittelrückflusses in Liquiditätsschwierigkeiten befinden.

Im Sekundärmarkt handeln Subskriptionen, die noch kaum abgerufen wurden, zu einem Diskont von etwa 20%. Man stelle sich dies vor: Investments, die noch nicht einmal vollzogen sind, können zu 80% des Nominalbetrags erworben werden. Diese Entwicklungen werden die Zukunft einiger Manager in Frage stellen.

Für junge Teams, die in der Euphorie Fonds auflegten und rasch investierten, wird es schwierig, im gegenwärtigen Umfeld einen Folgefonds zu plazieren. Die Managementgebühren reichen somit bald nicht mehr, um die personelle Infrastruktur aufrechtzuerhalten. Nur eine vergleichsweise kleine Zahl von Private-Equity-Häusern wird über das Kapital und den Investorenzuspruch verfügen, die aussergewöhnlichen Chancen des gegenwärtigen Marktumfelds zu nutzen.

Dicke Chance für wenige

Die Branche steht vor einer Marktberreinigung, die durch heftige Abschreiber und Totalverluste auf Beteiligungen, geringe Devestitions Gewinne, schrumpfende Neuplazierungen (Fund Raising) und den Kollaps von Fonds oder ganzen Private-Equity-Häusern gekennzeichnet ist. Gleichzeitig gehen Manager, die die Krise überstehen und funktionsfähig bleiben, goldenen Zeiten entgegen. Nach den Gesetzen von Angebot und Nachfrage müssen die Investments der nächsten Jahre zu den besten Anlagen zählen, die die Branche in den letzten Jahrzehnten eingehen konnte.

Stefan Hepp ist Gründer von SCM Strategic Capital Management.

Aufholpotenzial?

