



**Und wieder lockt der Buy-out**

*Nach Jahren der Krise erlebt die Private-Equity-Branche momentan einen neuen Boom. Zugleich zeigen sich mögliche Folgen solcher Marktphasen in den USA, wo der bisher größte Leveraged Buy-out in der Insolvenz des Unternehmens endete. Ist diese Pleite lediglich eine Altlast vergangener Tage? Oder müssen Investoren damit rechnen, dass sich solche Ereignisse wiederholen?*

*Von Ralf Kolbe*

Kultinvestor Warren Buffett liegt nicht immer richtig. Eine zwei Milliarden US-Dollar umfassende Investition in Anleihen des texanischen Energieversorgers Energy Future Holdings (EFH) hat seiner Investmentgesellschaft Berkshire Hathaway vor Steuern einen Verlust in Höhe von 873 Millionen Dollar beschert. Buffett hat diese Investition als „einen großen Fehler“ bezeichnet. Er gilt als Investor, der aus solchen Fehlern lernt.

Ob das auch für die übrigen EFH-Investoren gilt, ist eine andere Frage. Ende April hat das Unternehmen in Delaware die Aufnahme eines Insolvenzverfahrens nach Chapter 11 beantragt. Verbindlichkeiten in Höhe von rund 49,7 Milliarden Dollar haben zu diesem Zeitpunkt Aktiva von 36,5 Milliarden Dollar gegenüberstanden. Die Pleite von EFH ist damit eine der größten Insolvenzen in der Geschichte der Vereinigten Staaten.

Doch sie ist mehr als das: Sie besiegelt zugleich das Ende der größten fremdkapitalfinanzierten Unternehmensübernahme, die die Welt bisher gesehen hat. 2007 hatten KKR, die Texas Pacific Group und Goldman Sachs das damals noch unter dem Namen TXU Corporation firmierende Unternehmen für 45 Milliarden Dollar übernommen. Im Rahmen dieser neudeutsch auch als „Leveraged Buy-out“ bezeichneten Transaktion haben die Private-Equity-Investoren dem Unternehmen Schulden in Höhe von 40 Milliarden Dollar aufgebürdet. Marktbeobachter bezeichneten das Geschäft als groß angelegte Wette auf die Energiepreise. EFH betreibt in erster Linie Kohlekraftwerke, die zum Zeitpunkt der Übernahme sehr günstig produzieren konnten, weil die Strompreise in Texas an den Preis für Erdgas gebunden sind, das damals relativ teurer war. Doch die Wette ging

nicht auf, die US-Gaspreise sind seit 2008 infolge der Wirtschaftskrise und des Fracking-Booms um mehr als 50 Prozent gefallen. Der Energieversorger geriet in wirtschaftliche Schwierigkeiten und konnte die Last der rund vier Milliarden Dollar, die er jährlich an Zinsen zu zahlen hatte, nicht länger tragen.

Angesichts des neuerlichen Booms der Private-Equity-Branche stellt sich für Investoren die Frage, wie sie diese Buy-out-Pleite einordnen sollen. „Das ist sicher eine Altlast“, meint Bernd Kreuter, Managing Partner der auf Sachwertanlagen spezialisierten Investmentboutique Palladio Partners. Wie andere große Übernahmen sei dieser Buy-out sehr komplex strukturiert gewesen. Er sei kurz vor Ausbruch der Finanzkrise erfolgt und vor allem aus zwei Gründen gescheitert: Fallende Gaspreise in den USA haben die Profitabilität des Stromanbieters unterminiert, und die Finanzkrise hat die Refinanzierung der Schulden erschwert, die dem Unternehmen im Zuge des Buy-outs aufgebürdet wurden.

Auch heute gibt es Kreuter zufolge Anzeichen für eine Überhitzung des Private-Equity-Marktes. „Die Preise für Unternehmen sind stark gestiegen“, führt er ein Symptom an. Die gestiegene Zahl der Exits, also der Unternehmensverkäufe durch Private-Equity-Gesellschaften, deute zudem darauf hin, dass zahlreiche Manager die derzeitigen Preisniveaus für attraktiv halten. Zudem seien die Bedingungen für die Finanzierung von Buy-outs und anderer Private-Equity-Transaktionen seit ein, zwei Jahren wieder deutlich günstiger geworden. „Mittlerweile werden auch in Europa viele Kredite von bankenunabhängigen Akteuren vergeben – seien es Versicherungen oder Private-Debt-Fonds“, betont Kreuter. Vor allem bei institutionellen Investoren seien Anlagen in Infrastrukturprojekte und Private Equity momentan gefragt, weil Anleihen bester Bonität und auch viele Hochzinsanleihen keine ausreichenden Renditen abwerfen.

Eine neuerliche Krise des Private-Equity-Marktes hält Kreuter derzeit dennoch für wenig wahrscheinlich. Das liege vor allem daran, dass die Buy-outs heute stabiler finanziert seien als während des letzten großen Zyklus. Institutionelle Investoren wie Versicherungen und Debt-Fonds engagierten sich oft sehr langfristig in diesem Bereich. Während der jüngsten Krise habe das größte

# pvm

wird herausgegeben von: portfolio Verlagsgesellschaft mbH,  
Kleine Hochstraße 9–11, 60313 Frankfurt

wird insgesamt verantwortet von: Patrick Eisele (V.i.S.d.P.)  
[p.eisele@portfolio-verlag.com](mailto:p.eisele@portfolio-verlag.com)

wird redaktionell verantwortet von: Ralf Kolbe  
[r.kolbe@portfolio-verlag.com](mailto:r.kolbe@portfolio-verlag.com)

wird gestaltet von: Jan Erdmann und Detlef Heyer  
[grafik@portfolio-verlag.com](mailto:grafik@portfolio-verlag.com)

wird gedruckt von:  
Silber Druck oHG  
Am Waldstrauch 1, 34266 Niestetal

erscheint: sechsmal im Jahr 2014

wird mit drei thematischen Sonderheften verschickt

wird als Abonnement auf Rechnung vertrieben  
zum Preis von: 53,40 Euro (inklusive Mehrwertsteuer)

wird als Einzelheft auf Rechnung verkauft  
zum Preis von: 9,90 Euro (inklusive Mehrwertsteuer)

## Autoren in diesem Heft:

Kerstin Bendix, Volker Bieta, Tobias Bürger,  
Julia Groth, Ralf Kolbe, Hellmuth Milde

## Schreiben

Sie uns Leserbriefe, Kritik oder Anregungen an  
[r.kolbe@portfolio-verlag.com](mailto:r.kolbe@portfolio-verlag.com)

## Bestellen

Sie das Heft bei  
[r.rose@portfolio-verlag.com](mailto:r.rose@portfolio-verlag.com)

Sie die Mediadaten  
auf [pvm-magazin.com](http://pvm-magazin.com) unter „Mediadaten“ oder bei  
[h.samadi@portfolio-verlag.com](mailto:h.samadi@portfolio-verlag.com)

## Kaufen

Sie ältere Hefte bei  
[r.rose@portfolio-verlag.com](mailto:r.rose@portfolio-verlag.com)

Sie Anzeigen bei  
[m.hofmann@portfolio-verlag.com](mailto:m.hofmann@portfolio-verlag.com)

Sie ein Sponsorship  
für unser Trendforum bei  
[m.hofmann@portfolio-verlag.com](mailto:m.hofmann@portfolio-verlag.com)

## Vernetzen Sie sich!

Das nächste Trendforum Vermögensmanagement findet am  
4. November 2014 statt! Die Anzahl der Teilnehmer ist begrenzt.  
Mehr auf [trendforum-vm.de](http://trendforum-vm.de)

© Copyright portfolio Verlagsgesellschaft mbH  
Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger schriftlicher Genehmigung des Verlags. Den Artikeln, Empfehlungen und Grafiken liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag jedoch nicht übernehmen.

Problem darin bestanden, dass die als Finanzierer unentbehrlichen Banken plötzlich total ausgefallen sind. Derzeit schein die Situation stabiler, weil das Kapital aus weit besser diversifizierten Quellen stammt und Banken bei der Finanzierung eine viel geringere Rolle spielen. „Von der Finanzierungsseite her droht keine Krise“, ist sich Kreuter sicher. „Viele Versicherungen bauen derzeit eigene Teams für Private-Equity- und Infrastrukturinvestitionen auf. Und die Versicherungen verfügen über so viel Geld, dass ein schnelles Ende des Booms derzeit nicht zu erwarten ist.“

Ein grundsätzliches Problem bei Buy-out-Investitionen bestehe darin, dass die Fondsmanager oft ein starkes Interesse daran haben, mit hohen Finanzierungshebeln zu arbeiten – selbst wenn die Investoren das gar nicht wünschen. „Für Private-Equity-Manager bedeutet ein höherer Leverage auch bessere Renditen, weil sie dann höhere Performance-Gebühren einnehmen und einen besseren Track Record ausweisen können“, erläutert Kreuter. Gerade in Zeiten, in denen Leverage so günstig ist wie derzeit, wollten viele Manager nicht auf diese Gelegenheit verzichten, zumal ein größerer Hebel angesichts der momentan guten Refinanzierungsmöglichkeiten auch weniger riskant erscheint.

Insofern wundert es nicht, dass Buy-out-Manager die eingesetzten Finanzierungshebel in den vergangenen Jahren wieder deutlich erhöht haben. „2009 war der Markt tot“, erinnert sich Philippe Roesch, Managing Partner des auf Private Equity spezialisierten Beratungsunternehmens RIAM Alternative Investments. „Seitdem sind die Preise für Unternehmen stetig gestiegen, und Private-Equity-Gesellschaften bekommen auch wieder leichter Kredite.“ Um Risiken durch hohe Kredithebel einzuschränken, habe die Federal Reserve den großen US-Banken noch 2013 empfohlen, Kredite an Private-Equity-Gesellschaften für den Kauf von Unternehmen auf das Sechsfache der operativen Gewinne (Ebitda) zu beschränken. „Schon 2014 haben wir in den USA wieder Finanzierungen mit einem Leverage in Höhe des sieben- bis achtfachen Ebitda beobachtet“, sagt Roesch. Der Anteil der Buy-out-Transaktionen mit einem Leverage jenseits des sechsfachen Ebitda sei dort wieder auf fast 40 Prozent gestiegen; 2007, vor Beginn der Krise,

hatte er mit 52 Prozent seinen bisherigen Höchststand erreicht. Auch in Europa gebe es bei großen Buy-outs mittlerweile einzelne Fälle, die mit einem sieben- bis achtfachen Ebitda fremdfinanziert werden.

Diese Entwicklung hat auch mit den gestiegenen Preisen für Unternehmen zu tun. „Je mehr ein Private-Equity-Manager für ein Unternehmen bezahlen muss, desto geringer sind seine Renditen. Viele Manager versuchen daher, ihren Eigenkapitaleinsatz zu limitieren, um entsprechend höhere Renditen zu erzielen“, erläutert Roesch. Dabei kommt ihnen entgegen, dass sich die Cashflows der meisten Unternehmen wieder deutlich verbessert haben und daher auch höhere Kosten für Kredite vertretbar erscheinen.

Roesch sieht eine weitere wichtige Risikoquelle: Viele Banken haben ihre Bedingungen für die Kreditvergabe wieder gelockert, weil sie im Kreditgeschäft höhere Margen erzielen möchten, die in Bereichen wie Mezzanine, High Yield oder Senior Debt bei der Finanzierung von Leveraged Buy-outs möglich sind. Aus dem direkten Private-Equity-Geschäft haben sich die Banken dagegen weitgehend zurückgezogen. „Banken investieren nicht mehr in Private Equity. Viele haben sich sogar über Sekundärverkäufe von ihren Private-Equity-Portfolios getrennt“, sagt Roesch. Früher seien 30 bis 40 Prozent der Gelder in diesem Anlagesegment von den Banken gekommen. Auch Dachfondsmanager hätten derzeit oft Schwierigkeiten, Gelder einzusammeln, und Family Offices würden immer häufiger direkt in Unternehmen statt in Private-Equity-Fonds oder Dachfonds investieren. Die hieraus entstandenen Nachfragerücken bei Private-Equity-Fonds seien insbesondere von institutionellen Investoren gefüllt worden. Insofern hat sich der Buy-out-Markt in den vergangenen Jahren stark verändert.

An Geldern für Investitionen fehlt es offenbar nicht: „Private-Equity-Manager stehen unter starkem Druck, die eingeworbenen Mittel zu investieren“, warnt Roesch. „Es gibt derzeit weltweit über eine Billion Dollar, die investiert werden müssen.“ Viele Manager seien nicht in der Lage gewesen, die Gelder ihrer Kunden innerhalb der vereinbarten Frist zu investieren und hätten mit ihren Investoren eine Verlängerung der Investitionsphase vereinbaren müssen. Grundsätzlich haben die Manager ein starkes Interesse daran, diese Gelder zu investieren, weil

ihre Verwaltungsgebühren nach der Anlageperiode nur noch auf Basis des investierten Kapitals und nicht mehr auf Basis der Commitments berechnet werden. Alles, was nicht investiert wurde, bringt dann keine Gebühren mehr ein. Vor diesem Hintergrund besteht durchaus die Gefahr, dass der aktuelle Boom erneut in einer Krise enden könnte. Allerdings hält es Roesch für möglich, dass die Aufsichtsbehörden eine solche

Entwicklung diesmal rechtzeitig beenden werden. Was bedeutet all dies für Investoren? Selbst wenn die Aussagen von Experten wie Roesch und Kreuter insgesamt nicht besorgniserregend erscheinen und Energy Future Holdings tatsächlich nur eine Altlast der „Goldenen Ära“ der Private-Equity-Branche sein sollte, bleibt eines gewiss: Wenn viel Geld in kurzer Zeit in eine einzige Anlageklasse fließt, hat das oft auch Fehlinvestitionen oder riskante Wetten zur Folge. Insofern können und werden Investitionen von heute die Altlasten von morgen sein. Investoren sollten daher folgende Warnung von Philippe Roesch beherzigen: „Insbesondere angelsächsische Manager treten oft ausgesprochen selbstbewusst und optimistisch auf. Wenn man alles glaubt, was man erzählt bekommt, wird man möglicherweise enttäuscht.“



**Erstklassige Renditen**  
mit hochwertigen Unternehmensanleihen

**Schroder ISF EURO Corporate Bond**  
[www.schroders.de](http://www.schroders.de)

**Schroders**

Schroder ISF steht für Schroder International Selection Fund.