

Der 840-Milliarden-Wahnsinn

Die Private-Equity-Branche hat mehr Geld zur Verfügung, als sie verwenden kann. Das hilft CFOs als Verkäufern – und setzt sie unter Druck, wenn ihre Firmen zum Übernahmziel werden. Text: Florian Bamberg



Noch nie hatten Finanzinvestoren so viel Geld zur Verfügung. Halten die Superhelden, was die Versicherungen und Pensionskassen von ihnen erwarten?

— **In der Apotheke** sind Stada-Produkte wie die Sonnenschutzcreme Ladival oder die Erkältungskapsel Grippostad ziemlich billig zu haben. Doch die Herstellerfirma kommt Bain Capital und Cinven um so teurer. Im April beendeten die beiden Private-Equity-Häuser den härtesten Bieterkampf, den der deutsche M&A-Markt seit langem gesehen hat.

Für jede Stada-Aktie legen die Finanzinvestoren 66 Euro hin. Das entspricht einer Unternehmensbewertung von 5,3 Milliarden Euro, gut das Dreizehnfache des Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (Ebitda). Und das für einen Hersteller von Nachahmerpräparaten und rezeptfreien Medikamenten, der keine wertvollen Patente und damit keine große Preismacht hat. Dazu kommt, dass Cinven und Bain versprechen mussten, Stada nicht zu zerschlagen und dem Pillenhersteller aus Bad Vilbel auch kein umfangreiches Stellenstreichprogramm zu verordnen. Damit wären die einfachsten Werthebel schon mal tabu. „Hier auf eine vernünftige jährliche Rendite zu kommen wird schwer“, resümiert ein Banker.

Stada ist zudem börsennotiert – das bedeutet, dass aller Wahrscheinlichkeit nach ein aufwendiges Delisting ansteht, bevor die Finanzinvestoren wirklich durchgreifen können. Dass mindestens vier Private-Equity-Investoren sich dennoch derart um den Konzern gebalgt haben, unterstreicht das prekäre Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage am M&A-Markt, das Kaufinteressenten immer mehr zu Bittstellern macht.

Viel Geld, wenige Übernahmeziele

Der Fall Stada steht stellvertretend für die Lage von Private Equity im Jahr 2017: Angesichts niedriger Zinsen und damit marginaler Renditeaussichten in konservativeren Anlageklassen überweisen Versicherungen und Pensionskassen den Beteiligungsgesellschaften Rekordmengen an Geld. Damit ist die Branche knapp acht Jahre nach der Wirtschaftskrise so bedeutsam wie nie.

Die wiedererstarteten Private-Equity-Superhelden KKR, Cinven, Advent & Co. nehmen das Geld dankend an, denn je mehr Mittel sie verwalten, desto mehr Managementgebühren fallen für sie ab, und desto reicher werden letztlich die Inhaber. Doch es fehlt ihnen an Übernahmezielen. Ein Höchststand von 842 Milliarden US-Dollar an so genanntem Dry Powder lag laut dem Datendienstleister Preqin zuletzt bei den Fonds – Kapital, das die institutionellen Investoren schon zugesagt haben, für das aber noch keine Kaufkandidaten gefunden sind.

Banken und Schattenbanken schnüren den Private-Equity-Investoren immer größere und gewagtere Verschuldungspakete. Die Leverages neh-

men im Vergleich zum Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (Ebitda) stramm Kurs auf das Vorkrisenniveau. Auch, weil die sogenannten Private-Debt-Anbieter – Nichtbanken, die Kapital von institutionellen Investoren einsammeln und dieses für Kredite zur Verfügung stellen – die Banken besonders im Midmarket immer öfter mit verführerischen Angeboten übertrumpfen (mehr ab Seite 60). „Was wir teilweise im Markt sehen, ist eine gefährliche Überhitzung“, resümiert ein Leveraged-Finance-Banker.

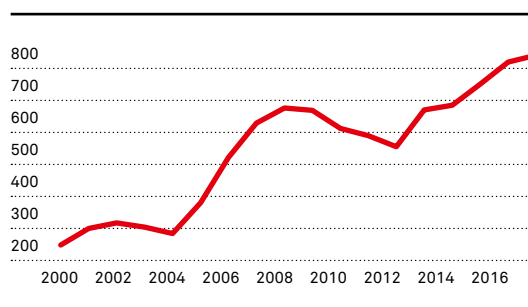
Ein weiterer Preistreiber für Private-Equity-Deals ist die zunehmende Konkurrenz durch kauflustige Konzerne. „Strategen haben als Käufer dazugelernt“, sagt Jochen Czelecz, Co-Chef Corporate Finance der deutschen Dépendance der französischen Großbank BNP Paribas. „Sie sind genauso schnell wie Private-Equity-Investoren, ebenso strukturiert, und sie wenden zum Teil sogar dieselben Finanzierungsstrukturen an.“

Bayer lässt die Muskeln spielen

Das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage am M&A-Markt verschärft sich dadurch, dass Konzerne als Verkäufer zurzeit kaum Druck verspüren, Deals abzuschließen. Besonders machtvoll hat das dem Vernehmen nach zuletzt Bayer-Chef Werner Baumann demonstriert. Der Konzern hatte nach FINANCE-Informationen eigentlich vor, die Sparte für rezeptpflichtige Hautpflegeprodukte für 1 Milliarde Euro zu verkaufen und damit vor der 66-Milliarden-Dollar-Übernahme von Monsanto die Kassen zu füllen.

Der US-amerikanische Private-Equity-Investor Ares war der Meistbietende, soll mit seinem Angebot aber unter dem geforderten Preis geblieben sein, wie mehrere mit der Sache vertraute Personen unabhängig voneinander gegenüber FINANCE ausführten. Das lag vor allem daran, dass Bay- »

Das Konto läuft über (Bei den Private-Equity-Häusern liegt weltweit immer mehr Dry Powder – Geld, für das diese noch keine Zukaufsziele haben.)



Quelle: Preqin, Angaben in Mrd. US-Dollar

Multiples im Himmel

Das Ebitda-Multiple von 13,3x für Stada erscheint hoch, passt aber zu den allgemein gestiegenen Bewertungen. Im Healthcare-Bereich sind Ebitda-Vielfache von 12x inzwischen gängig.

er Dermatology, wie die Sparte in M&A-Kreisen heißt, keine eigenständige Verwaltung und IT hat und damit einem Finanzinvestor zunächst einmal einiges an Kosten verursachen würde, bevor dann vielleicht das Geld hereinkäme.

Bayer und Ares waren sich der Erzählung zufolge einig, die Anwälte und Berater bereiteten den Abschluss vor – bis Baumann den Deal in letzter Minute absagte. Die Deutungswiese, die herumgeht: Baumann wollte ein Zeichen setzen, dass Bayer gar nichts verkaufen muss, Monsanto hin oder her. Dabei hatte der CEO dem Vernehmen nach den anstehenden Verkauf der Radiologiesparte im Blick, die 4 Milliarden Euro einspielen soll und im Gegensatz zur Dermatology auch ohne erheblichen Mehraufwand als eigenständiges Asset funktioniert. Das würde sie für Private-Equity-Investoren interessant machen. Die Radiologiesparte ist zuletzt auf der Deal-Liste eines einschlägigen Leveraged-Finance-Dienstleisters aufgetaucht, in die FINANCE Einblick hatte. Bayer kommentierte auf Anfrage, dass weder die Sparte Dermatology noch Radiologie zum Verkauf stünden. Die Frage, ob es Verhandlungen mit Ares gab, beantwortete der Konzern nicht.

Kredite sitzen locker

Private-Debt-Anbieter und Banken kämpfen um Leveraged-Finance-Kunden. Die Folge: Die Verschuldungsgrade sind mit bis zu 7x Ebitda brenzlich hoch.

Private Equity als Bittsteller

Das Gerücht verdeutlicht: Die Private-Equity-Gesellschaften sind als Käufer in der Bittstellerposition. Sie müssen den Hörer in die Hand nehmen – und sympathisch auf den Vorstand wirken, oder zumindest erträglich. Denn die Manager haben die Wahl, an wen sie verkaufen. Bei großen Deals gehen die Altgesellschafter von Unternehmen nach FINANCE-Informationen immer mehr dazu über, sogenannte Kamingespräche zu veranstalten, be-



Christian Mogge ist bei BC Partners bereits ganz oben angekommen.

vor der eigentliche Verkaufsprozess losgeht. Dafür werden strategische Bieter und einige ausgewählte Finanzinvestoren nacheinander einbestellt, damit die Firmenlenker sie beschnuppern können. Wenn es zur Auktion kommt, sind diejenigen Bieter, denen das Top-Management Sympathiepunkte gibt, klar im Vorteil.

Auch bei Stada haben sich Bain und Cinven FINANCE-Informationen zufolge letztlich gegen Advent und Permira durchgesetzt, weil sie beim Management den besseren Eindruck hinterlassen hatten. Dem Vernehmen nach soll Advent gute Chancen auf den Buy-out gehabt haben, bis der Finanzinvestor dem Stada-Management im Februar eine viertägige Frist setzte, um das Übernahmeangebot anzunehmen – dieses Manöver stieß den Unternehmenslenkern laut einem Insider übel auf. Als das Wettbieten in die heiße Phase ging, konnte das Management den Prozess demzufolge derart beeinflussen, dass die Chancen des zweiten Konsortiums stiegen.

Die neuen Investmentmanager

Die plötzliche Notwendigkeit des Gemochtwerdens führt dazu, dass eine neue Generation auch CFOs gegenüber völlig anders auftritt. „Es gibt drei Kategorien von Investmentmanagern“, unterscheidet Rupert Bell, Deutschlandchef des Private-Equity-Headhunters PER. „Erstens die wirklich bescheidenen. Zweitens diejenigen, die eigentlich arrogant sind, das aber überspielen können. Und drittens die offensichtlich überheblichen und aggressiven. Je näher die Person an der ersten Kategorie ist, desto erfolgreicher ist sie im Dealsourcing.“

Die überzeichneten Alphamännchen sind in die Minderheit geraten. Das bedeutet nicht, dass mehr Frauen ihren Weg in die Branche finden würden, Investmentmanagerinnen wie Sonja Terraneo von CD&R sind immer noch Einzelfälle. Aber immerhin treten an die Stelle der ergrauten Private-Equity-Pioniere inzwischen Nachwuchsmanager, die genauso smart sind und außerdem besser und spezifischer ausgebildet, aber daraus kein Überlegenheitsgefühl ableiten.

Dazu gehört etwa Christian Mogge, der erst 37 Jahre alt ist, es bei BC Partners aber schon zum Partner-Status gebracht hat. Seine unpräzise Art hat ihm dabei geholfen, die Laborkette Synlab unter dem Deutschland-Geschäftsführer von BC, Ewald Walgenbach, mit 63 Zukäufen zu erweitern – meist kleine Wettbewerber, die Mogge den Laborärzten gemeinsam mit Synlab in mühsamer Detailarbeit abkaufte. Oder aber Ranjan Sen. Der eloquente Endvierziger kam für Advent bei Stada zwar nicht zum Zuge, doch er kann den komple-



Advent

Ranjan Sen hat Douglas für Advent umgebaut.

den Umbau des einstigen Einzelhandelskonglomerats Douglas zur reinen Parfümeriekette vorweisen – wahrscheinlich der ausschlaggebende Grund für Sens Aufstieg zum Managing Partner und damit auf die höchste Hierarchieebene des Finanzinvestors. Ein besonders exponierter Vertreter der neuen Generation ist Philipp Freise. Der 43-Jährige leitet bei KKR die Investments in europäische Technologie- und Medienunternehmen. Zuletzt ist der angeschlagene Nürnberger Marktforscher GfK in Freises Portfolio gerückt.

Immer komplexere Deals

Der Case GfK übertrifft Stada noch an Komplexität. Der Nürnberger Marktforscher ist wie der Generikahersteller börsennotiert. Dazu kommt, dass KKR nur Minderheitsaktionär ist, Mehrheitseigner ist nach wie vor der GfK-Verein, der sich mit dem Finanzinvestor verbündet hat. Alles in allem ein Investment, das Freise ein hohes Maß an Fingerspitzengefühl abverlangt. Der dürfte stark auf die mit KKR verbandelten Unternehmensberater von Capstone setzen, um das kriselnde Unternehmen in die digitale Zukunft zu führen.

Angesichts astronomischer Unternehmenspreise müssen sich die Finanzinvestoren immer verwickelteren Fällen zuwenden. Denn große Firmen, die gut laufen und wenige offensichtliche Baustellen haben, sind einfach zu teuer geworden. „Früher hat der Private-Equity-Investor die Firmen fremdfinanziert gekauft, mit dem Ziel, Kosten zu optimieren“, sagt Jochen Czelez von der BNP Paribas. „Durch Recaps war das eingesetzte Eigenkapital oft bereits nach ein bis zwei Jahren wieder eingespielt. Heute sind die Kaufpreise deutlich höher, der Investor muss also viel tiefer in das Geschäftsmodell des Un-

ternehmens eintauchen, um auf den erwünschten Return zu kommen.“

Und für den zahlenmäßigen Erfolg oder Misserfolg all dieser Umbauten steht vor dem Private-Equity-Investor nicht zuletzt der CFO in der Verantwortung. Durch die gestiegenen Kaufpreis-Multiples sind die Prognosen der Unternehmen beim Buy-out aggressiver geworden, dadurch ist die Fehlertoleranz für den Finanzchef so gering wie nie. Das gilt nicht nur für typische CFO-Zahlen wie Verschuldungsgrad oder Cashflow, sondern auch für den Umsatz. Der Finanzchef muss vor dem Investmentmanager alle Zahlen vertreten.

Zu den ambitionierteren Zielen kommt eine erhöhte Schlagzahl im Berichtswesen. „Der CFO muss unter Private Equity meist monatlich und ausführlich reporten“, sagt Jürgen Zapf, der die Transaktionsabteilung des deutschsprachigen Ablegers der globalen Beratungsfirma Alvarez & Marsal leitet. Trotz der steigenden Anforderungen werde die Finanzabteilung nach dem Übergang in Private-Equity-Besitz in den seltensten Fällen ausgebaut. „Die Herausforderung ist also, mit der gleichen Mannschaft viel anspruchsvollere Aufgaben zu erledigen.“

Für das neue Anforderungsprofil unter Private Equity kursiert in der Branche das Stichwort „CFO plus“. Der hat neben den Finanzen auch die ope-

Fundraising auf Rekord

Weil institutionelle Investoren Druck haben, Geld anzulegen, sammelt Private Equity kräftig ein: Knapp 2.000 Fonds sind im Fundraising, so viele wie noch nie, ergeben Daten von Preqin.



picture alliance/Sueddeutsche Zeitung Photo

Philipp Freise leitet für KKR das Investment in GfK.

relative Seite im Blick, und vor allem ist er durchsetzungsstark genug, um zwei starken Gegenparteien Paroli zu bieten: Dem CEO, wenn der unwirtschaftlich agiert, und dem Finanzinvestor, wenn er der Firma in seinem Renditestreben Risiken auferlegt, unter denen diese zusammenzuberechnen droht.

Erschwerend kommt hinzu, dass Konzern-CFOs meist einiges an Luxus aufgeben müssen, »

Die 10 wichtigsten Private-Equity-Investoren

Name	Deutschlandchef(s)	Ausgewählte Investments in Deutschland
Advent	Ronald Ayles, Ralf Huep, Ranjan Sen	Douglas (verkauft), Concardis
Bain Capital	Felix Hauser, Michael Siefke	Stada (geplant), Wittur
BC Partners	Ewald Walgenbach, Stefan Zuschke	Springer Nature, Synlab (verkauft)
Blackstone	Axel Herberg	Jack Wolfskin, Leica
Carlyle	Gregor Böhm, Ian Jackson, Michael Wand	KAP Beteiligungs AG, VWD
CVC	Alexander Dibelius	Douglas, Ista
Cinven	Thilo Sauter, Bruno Schick	Stada (geplant), CBR
Goldman Sachs Capital Partners	Matthias Hieber	windeln.de, Kion (Exit durch IPO)
KKR	Johannes Huth (Europachef)	Hertha BSC, GfK
Permira	Jörg Rockenhäuser	Teamviewer, Schustermann & Borenstein

Quelle: FINANCE-Recherche

wenn sie in Private-Equity-Besitz wechseln. „Die Anforderungen an einen Private-Equity-CFO unterscheiden sich zum Teil erheblich von denen bei klassischen Unternehmen“, sagt Barclays-Deutschlandchef Alexander Doll. „Der Dienstwagen fällt da schnell weg, geführt wird durch kurze Entscheidungswege, harte operative Benchmarks, Renditevorgaben, und motiviert wird durch Sweet Equity. Meist zeigt sich schnell, ob das zur Person passt oder nicht.“ Zu zwei Dritteln aller CFOs passt es letzten Endes nicht, und es kommt zum Wechsel entweder gleich zu Beginn, oder im Laufe der Haltedauer, schätzt Nadja Essmann, die bei dem Private-Equity-Headhunter PER das CFO-Recruiting leitet. Manche Finanzinvestoren tauschen FINANCE-Informationen zufolge gar in 80 Prozent der übernommenen Unternehmen den CFO aus.

Die Private-Equity-Investoren sehen die Auswechselei eher als notwendiges Übel an, schließlich kostet sie viel Arbeit, und es verursacht Unruhe, einen Top-Manager auszutauschen. Gute Karten haben darum CFOs, die schon erfolgreich unter Private-Equity-Regiment gedient haben. „Der Einfluss des Managements ist dann hoch, wenn der Verkäufer auch ein Finanzinvestor ist und die Beteiligung gut lief“, sagt Gert Niemeyer, der bei der Crédit Agricole den Bereich Leveraged Finance in Deutschland leitet. „Dann vermutet der Käufer, dass der CFO wahrscheinlich auch unter dem neuen Besitzer gute Arbeit leisten wird.“

Die Risiken lauern

Was passiert, wenn Private-Equity-Manager zu viel Spaß am Risiko haben, zeigt sich gerade im Fall Jack Wolfskin. Blackstone hatte den hessischen Outdoor-Ausrüster 2011 übernommen und eine ehrgeizige China-Expansion auf den Weg gebracht. Doch der Plan ging nicht auf. Jetzt verliert der Pri-

vate-Equity-Riese das Unternehmen wohl an eine Gruppe von Hedgefonds, die als Fremdkapitalgeber eingestiegen waren (FINANCE 2-2017).

Auch bei Stada dürfte der Turnaround eine fordernde Aufgabe werden. Zuerst einmal steht wohl Kostenmanagement an, selbst wenn die neuen Eigner versprochen haben, nicht im großen Stil betriebsbedingt zu kündigen. Besonders in den Prozessen und im Einkauf sehen Beobachter Sparpotential. Welche Rolle CFO Helmut Kraft bei dem Umbau spielt, bleibt offen. Als „CFO plus“ gilt er nicht: Stadas Finanzabteilung inklusive IT umfasste zum Ende des vergangenen Jahres 707 Mitarbeiter, wie im Geschäftsbericht steht. Ein luxuriöses Staffing für einen MDax-Konzern. Zum Vergleich: Indexpaar Kion ist mit einem Börsenwert von 6,6 Milliarden Euro knapp 3 Milliarden Euro schwerer, hat aber in den beiden Bereichen zusammen weniger als halb so viele Angestellte. Zwar ist ein Großteil von Stadas Finanzmitarbeitern in Niedriglohnländern angestellt. Dennoch glaubt ein Konzernkenner, dass sich in dem Bereich locker 20 bis 30 Prozent pro Jahr sparen ließen. Nicht das beste Zeugnis für Kraft aus Sicht eines Investmentmanagers, denn es würde bedeuten, dass er nicht einmal seine eigene Abteilung auf Effizienz getrimmt hat.

Effizienz aber ist für die Private-Equity-Branche heute so wichtig wie nie zuvor. Denn die hohen Kaufpreise am M&A-Markt haben die jährlichen Renditen, die sie ihren institutionellen Investoren überweisen, in den vergangenen Jahren in vielen Fällen von einstmaligen 25 Prozent auf unter 20 Prozent schmelzen lassen. Wenn die Raten weiter zurückgehen, gibt es irgendwann für Versicherungen und Pensionsfonds keinen Grund mehr, Geld in Private Equity zu investieren – und die vermeintliche Ertragskraft der Private-Equity-Superhelden würde so unecht wirken wie die Gummimuskeln an Spielzeugfiguren.

florian.bamberg@finance-magazin.de

IRRs unter Druck

Die Internal Rate of Return (IRR) ist die Rendite, die Private-Equity-Fonds pro Jahr abwerfen. Weil die Kaufpreise zurzeit hoch sind, werden niedrigere IRRs erwartet.