

Oliver Faber

Finanzinvestoren in Deutschland

Portraits und Investitionsbeispiele

unter besonderer Berücksichtigung der Auswirkungen auf die Beschäftigung

September 2005

Der Autor

Oliver Faber ist Diplom-Volkswirt und arbeitet seit 1994 freiberuflich für die Hans-Böckler-Stiftung. Herr Faber hat mehrere Jahre für nationale und internationale Beratungsgesellschaften mit dem Schwerpunkt Planung und Finanzierung gearbeitet. Seit 2001 ist er bei der Deutschen Telekom AG im Bereich Konzernstrategie und -politik beschäftigt. Derzeit promoviert er nebenberuflich an der Universität Hannover.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort

1. Problemstellung	5
2. Goldman Sachs.....	8
2.1 Überblick	8
2.2 Management.....	11
2.3 Investitionspolitik	12
2.4 Goldman Sachs in Deutschland	13
3. Texas Pacific Group (TPG)	14
3.1 Überblick	14
3.2 Management.....	14
3.3 Investitionspolitik	15
3.4 TPG in Deutschland	16
3.4.1 Grohe.....	16
3.4.2 Mobilcom.....	18
4. Carlyle.....	19
4.1 Überblick	19
4.2 Strategie	19
4.3 Management.....	21
4.4 Investitionspolitik	22
4.5 Carlyle in Deutschland.....	25
5. Premiere	26
5.1 Überblick	26
5.2 Effekte auf Premiere.....	28
5.3 Ertragssituation.....	29
5.4 Finanzierungsstruktur	30
5.5 Auswirkungen auf die Beschäftigung.....	30
5.6 Bewertung	31
6. Kabel Deutschland.....	33
6.1 Überblick	33
6.2 Effekte auf KDG.....	37
6.3 Ertragssituation.....	37
6.4 Finanzierungsstruktur	38
6.5 Auswirkungen auf die Beschäftigung.....	38
6.6 Bewertung	39
7. Beru	41
7.1 Überblick	41
7.2 Effekte auf Beru.....	43
7.3 Ertragssituation.....	43
7.4 Finanzierungsstruktur	44
7.5 Auswirkungen auf die Beschäftigung.....	44
7.6 Bewertung	44
8. Zusammenfassung und Ausblick	48

Vorwort

„Finanzinvestoren in Deutschland – Portraits und Investitionsbeispiele“ ist Teil einer Reihe von Arbeiten, die wir in diesem Jahr angesichts des energischen und bisher ungebremsten Eintritts internationaler Finanzinvestoren in den deutschen Markt veröffentlicht haben. Dabei ist es unser vorrangiges Ziel, jenseits von Emotionen sachlich über die Hintergründe aufzuklären und über die tatsächlichen Aktivitäten von Finanzinvestoren zu informieren:

Im Mittelpunkt dieser Broschüre steht die Frage: Wer sind die Investoren? Woher stammt ihr Kapital? Wie haben sich die erworbenen Gesellschaften nach dem Verkauf entwickelt?

Der Autor hat konkrete Transaktionen ausgewählt, an denen er die Strategien, Ziele und die Anlagepolitik namhafter Investoren exemplarisch für viele andere Fälle untersucht und die wirtschaftlichen Auswirkungen auf die Zielunternehmen und ihre Beschäftigten darstellt.

Die vorliegende Arbeit basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen und Unterlagen. Da nicht alle der betrachteten Gesellschaften publizitätspflichtig sind, ist die Datenlage zum Teil allerdings eingeschränkt. Dies gilt insbesondere für die Texas Pacific Group (TPG), die nicht einmal eine öffentlich zugängliche Website betreibt. Hilfsweise wird die Vorgehensweise der Investoren anhand von Beispielen und unter Bezugnahme auf Artikel der Wirtschaftspresse sowie auf öffentlich verfügbare Dokumente (z. B. Pflichtmitteilungen der Unternehmen) gezeigt.

Trotz der eingeschränkten Datenlage ermöglicht der Autor so Einblicke in einen Markt, die zum Verständnis des „Phänomens Finanzinvestoren“ beitragen, das zwar für sich genommen nicht neu ist, dessen Einfluss und Auswirkungen aber angesichts der Internationalisierung der Wirtschaft an Bedeutung gewonnen haben.

Alexandra Krieger

Hans-Böckler-Stiftung

Referatsleiterin Wirtschaft I

1. Problemstellung

In den letzten Jahren übernehmen auch in Deutschland private Finanzinvestoren verstärkt Anteile an Unternehmen. Das so genannte „Private Equity“, das immer häufiger auch in Deutschland nach Anlagemöglichkeiten sucht, wird in der Regel von spezialisierten Private Equity-Häusern in Fonds gesammelt und im Wege von Unternehmensbeteiligungen investiert.

Private Equity bedeutet im Kern, dass Beteiligungen an Unternehmen eingegangen werden. D. h. auf diesem Wege wird Miteigentum am Eigenkapital des Unternehmens außerhalb des öffentlichen Kapitalmarktes erworben (daher: „Private“). Der Begriff „Private Equity“ bezieht sich also sowohl auf die Herkunft der Anlagemittel als auch auf die Mittelverwendung.

Dabei investieren nicht nur Privatpersonen in die entsprechenden Fonds, sondern, vor allem im angelsächsischen Raum, viele Pensionsfonds. Daneben gehen auch andere institutionelle Anleger wie Investment- oder Geschäftsbanken diesen Weg der Kapitalanlage.

Dabei wird üblicherweise nicht nur Eigenkapital in die Beteiligungsgesellschaft eingebracht, sondern ein Mix aus Eigen- und Fremdkapital, letzteres entweder als Gesellschafterdarlehn oder über Kredite bzw. Anleihen. Damit sollen im Wesentlichen drei Ziele erreicht werden:

- Risikostreuung durch Verteilung der Investitionslast auf mehrere Schultern
- Finanzierung größerer Kaufpreise / Möglichkeit zum Kauf größerer Firmen
- Erhöhung der Eigenkapitalrendite, also der Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals (Leverage-Effekt¹)

Was aber macht Private Equity aus Sicht der Unternehmen interessant?

Vor dem Hintergrund des schlechten Börsenklimas, hoher Kosten eines Börsenganges sowie erheblicher Auflagen seitens der

¹ Als Leverage-Effekt wird die Hebelwirkung der Finanzierungskosten des Fremdkapitals auf die Eigenkapitalverzinsung bezeichnet. Unter bestimmten Bedingungen gilt: Sofern die Gesamtkapitalrendite r_{GK} (Interner Zinsfuß der Investition) höher ist als der Fremdkapitalzinssatz i_{FK} , erhöht sich mit zunehmendem Verschuldungsgrad V (Verhältnis von Fremd- und Eigenkapital) die Rendite r_{EK} des eingesetzten Eigenkapitals. (...) Der Leverage-Effekt kann indes auch negative Auswirkungen auf die Eigenkapitalverzinsung hervorrufen: Liegt die Gesamtkapitalrentabilität unter dem Fremdkapitalzins, verringert sich die Eigenkapitalrentabilität umso stärker, je größer der Anteil der Fremdfinanzierung an der Gesamtfinanzierung der Investition ausfällt. Quelle: Wikipedia.

Börsen wird die Kapitalbeschaffung über die öffentlich zugänglichen und regulierten Kapitalmärkte immer komplizierter und teurer. Gleichzeitig nimmt der Druck auf die Unternehmen weiter zu, eine angemessene Eigenkapitalausstattung bzw. ein hinreichendes Rating vorzuweisen („Basel II“). Das betrifft besonders den Mittelstand. Nicht zuletzt suchen viele Eigentümer mittelständischer Unternehmen nach Nachfolgern. Aber auch die Tendenz von Großkonzernen, durch Konzentration auf ihre Kernaktivitäten Unternehmensteile zu veräußern, zieht zunehmend Private Equity-Häuser als potenzielle Käufer an.

Die pauschale Aussage, viele Finanzinvestoren seien „Heuschrecken“, wird in Deutschland derzeit im Rahmen einer „Kapitalismusdebatte“ diskutiert. Die Ankündigung vieler mit positiven Ergebnissen wirtschaftenden Unternehmen, Arbeitsplätze abzubauen, und der Ruf vieler Finanzinvestoren nach rein betriebswirtschaftlichen (oder marktwirtschaftlichen) Kriterien vorzugehen, hat angesichts der hohen Arbeitslosigkeit in Deutschland die Strategien der Investoren in die Kritik gebracht.

Die Vorgehensweise der Finanzinvestoren wird dabei oberflächlich betrachtet oft wie folgt dargestellt:

- Kauf eines Unternehmens
- Aufnahme hoher zinspflichtiger Verbindlichkeiten (Kredittranche des Kaufpreises); Kapitaldienst muss vom erworbenen Unternehmen aufgebracht werden
- Zinslast geht zu Lasten der finanziellen Leistungsfähigkeit des Unternehmens
- Entnahme liquider Mittel zur Refinanzierung oder Tilgung des Fremdkapitals
- Rationalisierung und ggf. Zerschlagung des erworbenen Unternehmens („Fokussierung auf das Kerngeschäft“)
- Verkauf des Unternehmens oder von Teilen des Unternehmens, z. B. über die Börse

Ziel dieser Arbeit ist es, einen Einblick in die Geschichte, das Management und die Vorgehensweise ausgewählter Finanzinvestoren zu geben und anhand einiger praktischer Beispiele die Auswirkungen der Maßnahmen von Finanzinvestoren auf ihre Übernahmeobjekte zu analysieren. Die Auswahl der Beispiele richtete sich dabei zum einen nach der öffentlichen Verfügbarkeit von Informationen über die Beteiligungen, zum anderen wird versucht, konkrete Beispiele von Investitionen der vorgestellten Private Equity-Häuser aufzuführen (Goldman Sachs / Kabel Deutschland; Carlyle / Beru). Dabei sollen insbesondere die Beschäftigungsentwicklung, Ertragssituation, Finanzierungsstruktur und, wo zutreffend, das gewählte Ausstiegsszenario untersucht werden.

Außerdem soll die unterschiedliche Bedeutung der Rendite- und Risikogewichtung der einzelnen Finanzierungsmethoden und -strukturen analysiert werden:

Investoren entscheiden über Anlagen anhand von Risiko-Rendite Abwägungen: Je höher das Risiko, desto höher der Renditeanspruch. Dabei wird das Risiko zum einen aus der Branche begründet sein (Bsp.: Unternehmen mit lang laufenden Verträgen in oligopolistischen Märkten, wie z. B. Stromversorger, repräsentieren eine niedrigere Risikoklasse als bspw. ein mittelständischer Automobilzulieferer mit wenigen Kunden und vielen Wettbewerbern); vor allem aber sind durch die unterschiedlichen Rangfolgen, nach denen die Eigenkapitalgeber und Gläubiger im Falle einer Insolvenz bedient werden, die Risikoeinschätzungen für Fremd- und Eigenkapital systematisch unterschiedlich. Denn im Insolvenzfall wird der Eigentümer zuletzt bedient (und geht oft mangels Masse leer aus).

Vor allem auch dieser Zusammenhang ist es, der die Renditeanforderungen von Unternehmen begründet, die außerhalb des Kapitalmarktes Beteiligungen eingehen - also Eigentümer werden -.

2. Goldman Sachs

2.1 Überblick

Goldman, Sachs & Co. (Goldman Sachs) wurde 1869 vom deutschen Emigranten Marcus Goldman gegründet.

Goldman Sachs als weltweit aktive Investmentbank mit Sitz in New York ist in vielen Sparten des internationalen Finanzwesens aktiv. Schwerpunkte liegen vor allem in der Vermögensverwaltung, Mergers & Acquisitions, Emissionen von Wertpapieren, Investment Research und im Handel mit Aktien, Anleihen, Devisen und Rohstoffen.

Goldman Sachs betreibt Niederlassungen in 20 Ländern weltweit. Außerhalb der USA verfügt Goldman Sachs über Niederlassungen in London, Tokio und Hongkong. London, Sitz von Goldman Sachs International, betreut Westeuropa sowie die „Emerging Markets“ in Mittel- und Osteuropa, im Nahen Osten und in Afrika. Frankfurt, Sitz der Goldman, Sachs & Co. oHG, betreut den gesamten deutschsprachigen Raum. Die deutsche Niederlassung von Goldman Sachs wurde 1990 gegründet und liegt gemessen am Umsatz auf Rang fünf im Unternehmensverbund.

2004 erwirtschafteten Goldman Sachs mit weltweit rund 20.700 Mitarbeitern einen Vorsteuergewinn von 6,67 Mrd. USD.² Mit Wertpapiergeschäften in fremdem und in eigenem Namen sowie im Rahmen ihres Anlagemanagements verwaltet Goldman Sachs ein Vermögen von rund 452 Mrd. USD.

Bis 1999 war Goldman Sachs als Partnerschaft organisiert, seitdem ist Goldman Sachs eine börsennotierte Gesellschaft (Handel an der New York Stock Exchange, NYSE). Auch nach dem Börsengang befindet sich der größte Teil der Gesellschaft in den Händen der Mitarbeiter, vor allem des Managements. Insgesamt halten die Mitarbeiter von Goldman Sachs selbst schätzungsweise 40 % der Unternehmensaktien.³

² Quelle: Geschäftsbericht Goldman Sachs, 2004.

³ Quelle: Form 10-K 2004, Goldman Sachs.



Abbildung 1: Kursentwicklung Goldman Sachs

Quelle: www.wallstreetonline.de (Kurs per 27.07.2005 in EUR)

Seit dem Börsengang Mitte 1999 hat die Aktie von Goldman Sachs eine leicht positive Entwicklung genommen. Die Kurve reflektiert deutlich die Entwicklung von 1999 bis Ende 2001, als die so genannte „new economy“ extreme Aktienbewertungen zuließ und das Kerngeschäft von Goldman Sachs (vor allem das Investmentbanking) von der großen Anzahl von Börsengängen und regem Handel mit Wertpapieren profitieren konnte. Bis Mitte 2000 war nahezu jeder Börsengang erfolgreich, so dass begleitende Investmentbanken über Erfolgsprämien hohe Gewinne erzielen konnten – zum Beispiel, wenn sie als Berater des an die Börse strebenden Unternehmens (Global Co-ordinator) tätig waren. Parallel dazu stiegen auch die Gewinnaussichten, die wiederum positiv auf den Aktienkurs wirkten und den Handel mit Aktien stimulierten und so Umsätze und Gewinne von Unternehmen wie Goldman Sachs weiter nach oben trieben. Aber nicht nur von Börsengängen, dem IPO (initial public offering), sondern auch von Maßnahmen zur Kapitalerhöhungen oder dem Verkauf weiterer Aktienpakete (secondary offering) konnte Goldman Sachs in dieser Zeit besonders profitieren.

Investmentbanken sprachen vor allem für die Internetbranche fast ausschließlich Kaufempfehlungen aus, so dass Goldman Sachs auch mit dem Handel von Aktien, deren Kurse bzw. deren Handelsfrequenz seiner Zeit auf hohem Niveau lagen, hohe Gewinne erwirtschaften konnte. Goldman Sachs gilt als einer der Verursacher für das Entstehen der „Internet-Blase“, indem schon 1999 Kaufempfehlungen für Internetunternehmen ausgesprochen wurden, die oft vor einem Börsengang standen und kaum mehr

als eine Idee und einen Geschäftsplan vorweisen konnten (vgl. das Zitat unten). Mit diesen Empfehlungen wurde die Aufmerksamkeit auf die neuen Internetgeschäftsmodelle gelenkt und ein Prozess in Gang gesetzt, der sich bis zu seinem Ende, mit dem „Platzen der Internetblase“, letztlich immer wieder selbst verstärkt hat.

So schrieb das „Handelsblatt“ bereits am 17.06.2001 in einem allgemeinen Rückblick auf den Absturz der Aktienkurse seit Mitte 2000 und auf die Rolle von Goldman Sachs im Besonderen:

„(...) Hat eine Bank eine Aktie selbst an die Börse gebracht, waren ihre späteren Empfehlungen ein sicherer Weg in den Ruin: Der Anleger, so Investars⁴, hätte im Schnitt 51 % des eingesetzten Kapitals verloren. (...) Die Erklärung ist einfach: Auf inflationär viele Kaufempfehlungen kamen praktisch keine Verkaufsratschläge. Selbst als die Technologie-Aktien sich längst im Sturzflug befanden, setzten die mit Millionengehältern bedachten Star-Analysten diese weiterhin auf die Kaufliste. Dieser inflationäre Gebrauch des Urteils „Kaufen“ hat zwei Gründe: Einerseits wollen die führenden Investmentbanken das Verhältnis zu potenziellen aber auch bestehenden Firmenkunden nicht belasten. Verkaufsempfehlungen kommen deshalb kaum vor – schon ein „hold“ gilt als verschleiertes „sell“. Andererseits spielt auch der Herdentrieb eine Rolle. Kaum ein Analyst wagt es, eine Aktie gegen den allgemeinen Trend noch auf dem Höhenflug zum Verkauf zu empfehlen. Schlechte Urteile bekommt eine Aktie gewöhnlich erst, wenn es bereits zu spät ist.

Goldman lag krass daneben

So veröffentlichte zum Beispiel die Investmentbank Goldman Sachs im April 1999 ihre erste Analyse zur Internet-Aktie Priceline.com mit dem Urteil „Strong Buy“ – also einer deutlichen Kauf-Empfehlung. Der damalige Kurs der Aktie: 104,44 US-Dollar. Während der folgenden Talfahrt der Aktie folgte fünfmal das Urteil „Strong Buy“. Goldman Sachs stufte sie erst herab, als der Kurs im November 2000 auf 4,56 Dollar gefallen war. Bei der ersten Erholung des Kurses auf 6,05 Dollar im Mai 2001 setzt Goldman Sachs die Aktie wieder auf „Kaufen“. Seither hat sie erneut 14 % abgegeben. Wäre der Investor sämtlichen Empfehlungen gefolgt, hätte er 94 % seines Einsatzes verloren.

Der weitere Kursverlauf zeigt einen deutlichen Einbruch der Kursentwicklung, nicht nur durch den „11. September“, sondern auch durch eine Vertrauenskrise bedingt, die Investmentbanken aufgrund von scheinbar nicht sauber gesteuerten Interessenskonflikten zwischen Analyse- und Handelsseite von Investmentbanken Anfang des ersten Jahrzehnts des 21. Jahrhunderts traf. So hatten

⁴ Quelle: www.investars.com.

Investmentbanken noch kurz bevor Unternehmen wie Enron oder Worldcom aufgrund Bilanzbetrugs Gläubigerschutz beantragten, Kaufempfehlungen für diese Unternehmen ausgesprochen. (...)“.

Die Aufarbeitung dieser Situation ist noch immer nicht vollständig abgeschlossen. Allerdings haben als teilweise „Wiedergutmachung“ für die bei Aktionären entstandenen Verluste Goldman Sachs und elf weitere Banken das so genannte Global Research Analyst Settlement (globale Einigung zu Aktienanalysen) vereinbart. Sie verpflichten sich dabei, künftig Aktienanalyse und Firmenkundengeschäft (vor allem die Handelsseite) strikt zu trennen.

Gleichzeitig erklären sie sich zur Zahlung von fast 1,5 Mrd. USD bereit. Diese Summe umfasst zum einen Strafzahlungen an den US-Staat, Geld für Anleger-Bildungsmaßnahmen, die Finanzierung unabhängiger Aktienanalysen und einen 433 Mio. USD schweren Entschädigungsfonds. Das Geld des Fonds stammt aus einem außergerichtlichen Vergleich im Rahmen einer Untersuchung wegen angeblich geschönter Aktienanalysen. In den Fonds haben führende Investmentbanken eingezahlt.

So hatten bei der Investmentbank Merrill Lynch firmeninterne E-Mails bewiesen, dass Merrill Lynch Aktien intern als schlecht einstufte, aber gleichzeitig Kaufempfehlungen für diese Aktien abgab, um die Unternehmen als Kunden nicht zu verlieren oder als Neukunden zu gewinnen.⁵ Zu den Unterzeichnern des Vergleiches gehören neben Goldman Sachs die Deutsche Bank, Citigroup, die US-Töchter der Schweizer Banken UBS und Credit Suisse sowie die Investmentbank Morgan Stanley.

2.2 Management

CEO Henry M. Paulson, Jr.

Paulson, 54, wurde im Mai 1999 zum Chairman und Chief Executive Officer berufen, nach etwa fünf Jahren in anderen leitenden Funktionen. Bevor er zu Goldman Sachs stieß, war Paulson unter anderem als Mitarbeiter der US-Regierung im Weißen Haus Assistent im Stab des Präsidenten der Vereinigten Staaten bzw. in gleicher Funktion im Büro des Verteidigungsministers im Pentagon tätig. Er ist Harvard-Absolvent (Master of Business Administration) bzw. Alumnus des Dartmouth College.

In den vergangenen Jahren arbeitete Paulson vor allem daran, der US-Bankenaufsicht SEC entgegenzutreten, die im Jahr 2003 unter anderem Goldman Sachs vorgeworfen hatte, vor allem Telekommunikationsunternehmen und Unternehmen der „new

⁵ Quelle: www.finanztip.de.

economy" zu oberflächlich bzw. euphorisch analysiert und damit Investoren zu Fehlinvestitionen verleitet zu haben.

Paulson sprach sich in dieser Zeit für umfassende Reformen der amerikanischen Unternehmenskontrolle, Rechnungslegung und Kapitalmarktregulierung aus und initiierte bei Goldman Sachs einen neuen Unternehmenskodex, der auf die Wiedergewinnung des Anlegervertrauens zielt.

Lloyd C. Blankfein

Blankfein wurde Anfang 2004 zum so genannten Chief Operating Officer berufen. Schon zuvor war er knapp zwei Jahre Vice Chairman. Seine Hauptverantwortung lag in der Führung der „Fixed Income, Currency and Commodities Division (FICC)“, dem Handel mit Wertpapieren (Equities Division). Blankfein arbeitet seit 1994 für Goldman Sachs. Blankfein, ebenfalls Harvard-Absolvent (Jura, 1978), stieß 1982 zu Goldman Sachs.

Alexander C. Dibelius

Alexander Dibelius, 44, ist seit Ende 2004 alleiniger Geschäftsführer des deutschen Büros in Frankfurt am Main. Er arbeitet seit 1993 für Goldman Sachs, seit 1998 als Partner. Zuvor war er – bereits mit 24 Jahren promoviert – als Chirurg tätig, dann wechselte er zur Beratungsgesellschaft McKinsey & Comp., wo er schnell zum Partner aufstieg. Dibelius' „Kundenkartei“ ist umfangreich und umfasst Unternehmen wie Adtranz, Conti, Dasa, Henkel, KPMG, TUI, Rheinmetall und v. a. Zu den Aktivitäten von Dibelius DaimlerChrysler: Dibelius war lt. Manager Magazin einer der wichtigsten Architekten des Zusammenschlusses von Daimler Benz und Chrysler.⁶

2.3 Investitionspolitik

Bei Goldman Sachs als Investmentbank mit mehreren Sparten ist das Geschäft „Private Equity“ ein Bereich von vielen. „Private Equity“ gehört zu dem Geschäftsbereich „Trading and Principal Investments“, in dem 2004 bei einem Umsatz von 13,3 Mrd. USD ein Vorsteuergewinn von rund fünf Mrd. USD (mehr als 80 % des Gesamtergebnisses) erzielt wurde. Dabei stieg der Umsatz allein dieses Geschäftsbereiches um 28 % und der Vorsteuergewinn um 44 %. Das investierte Kapital („Segment Assets“) im Geschäftsbereich „Principal Investments“ belief sich 2004 auf insgesamt 358,1 Mrd. USD.

Goldman Sachs verfolgt eine relativ klassische Portfoliostrategie der Risikostreuung, indem in globalem Maßstab, also an allen führenden Wertpapierhandelsplätzen bzw. in den wichtigsten Wirtschaftsregionen USA, Europa und Asien, sowohl in Wertpapiere (Aktien, Schuldverschreibungen) als auch in Immobilien investiert wird. Darüber hinaus werden Transaktionen wie Leveraged Buyouts, Akquisitionen und auch Beteiligungen an

⁶ Vgl. Manager Magazin online, 05.12.2002.

Investmentfonds betrieben, sei es durch Auflage eigener Private Equity-Fonds oder indem in Fonds anderer Private Equity-Häuser investiert wird.

An eigenen Fonds, die wie der 2005 von Goldman Sachs aufgelegte GS Capital Partners V ein Volumen von bis zu 8,5 Mrd. USD erreichen, beteiligt sich Goldman Sachs oft auch selbst (in diesem Fall mit rund 2,5 Mrd. USD). Die restlichen Mittel wurden unter anderem von Stiftungen und institutionellen Investoren aufgebracht. Der GS Capital Partners V ist als Buy-Out-Fonds konzipiert und investiert in reife Unternehmen, die schon länger am Markt sind. Dabei geht es vor allem um die mehrheitliche Übernahme von etablierten, nicht-börsennotierten Unternehmen, die bereits profitabel arbeiten.⁷

Neben den eigenen Aktivitäten im „Private Equity“-Geschäft strebt Goldman Sachs Vorteile aus der Partnerschaft mit anderen Private Equity-Investoren an:

1. Risikodiversifikation: Das Ausfall- oder Verlustrisiko wird auf mehrere Investoren verteilt.
2. Finanzierungskraft: Durch das abgestimmte Vorgehen mehrerer Private Equity-Häuser oder anderer Investoren können auch größere Investitionsvolumina finanziert werden.

Ein gutes Beispiel für den Beitrag von Goldman Sachs in diesem Zusammenhang ist die Akquisition der Texas Genco, eines US-amerikanischen Energieerzeugers, durch vier Finanzinvestoren (Blackstone, Hellman & Friedman, KKR & Co., Texas Pacific Group). Die Transaktion mit einem Volumen von 3,6 Mrd. EUR wurde von Goldman Sachs strukturiert.⁸ Dabei wurde besonderer Wert auf die Absicherung von Ergebnisrisiken bei Texas Genco gelegt, die aus stark schwankenden Gaspreisen herrühren und die mit entsprechenden Besicherungsgeschäften abgedeckt wurden.⁹

2.4 Goldman Sachs in Deutschland

In Deutschland hat Goldman Sachs unter anderem gemeinsam mit der Allianz Capital Partners rund 66 % der Messer Griesheim GmbH übernommen (2001), im Jahr 1999 Teile der Siemens Nixdorf Retail and Banking Systems GmbH, Paderborn, (gemeinsam mit Kohlberg Kravis Roberts & Co.) sowie gemeinsam mit APAX und Providence Equity Partners die Kabel Deutschland GmbH.

⁷ Quelle: wirtschaftsblatt online, 13.04.2005.

⁸ Bei der Strukturierung einer Transaktion geht es im Wesentlichen um die Ermittlung des optimalen Verhältnisses von Eigen- zu Fremdkapitaleinsatz für den Kaufpreis (vor allem unter Berücksichtigung der individuellen Kapitalausstattung und der steuerlichen Situation der Konsorten).

⁹ Vgl. Goldman Sachs Geschäftsbericht 2004.

3. Texas Pacific Group (TPG)

3.1 Überblick

TPG mit Sitz in Fort Worth, Texas, steht im Private Equity- bzw. Buyout-Umfeld dafür, Unternehmen zu kaufen bzw. sich daran zu beteiligen, die für viele andere Wettbewerber uninteressant sind. TPG, die ein Anlagevolumen von etwa 20 Mrd. USD verwaltet, ist bekannt dafür, eine wirksame Kontrolle über die Unternehmen zu übernehmen, in die sie investiert, z. B. über eine Aufsichtsratsmehrheit, den Aufsichtsratsvorsitz oder den Versuch, eine Mehrheit der Präsenzstimmen in Hauptversammlungen von Unternehmen mit hohem Streubesitz zu erlangen. Dabei liegt der Branchenschwerpunkt auf Unternehmen mit bekanntem (Marken)-Namen im Konsumgüter- oder Luxusgutbereich, die wirtschaftlich geschwächt sind. Aber auch Technologiefirmen finden sich im TPG Beteiligungsportfolio, so z. B. Seagate Technology und ON Semiconductor (Halbleiter). Andere Beispiele sind Burger King, Ducati (Konsumgüter, Franchise), Handel (J. Crew, Petco bis 2004), aber auch Fluggesellschaften, wie Continental und America West oder auch Metro-Goldwyn-Mayer als Beispiel aus der Unterhaltungsindustrie.

Auch in Europa ist TPG stark engagiert, z. B. über eine Beteiligung in „Gate Gourmet“, dem weltweit zweitgrößten Airline Caterer, der 2002 von der zahlungsunfähigen Swissair übernommen wurde. Darüber hinaus hält TPG Anteile an der Luxusmarke Bally Managements (zusammen mit Apax Partners) sowie eine Mehrheitsbeteiligung beim griechischen Mobilfunknetzbetreiber TIM Hellas Telecommunications (Transaktionsvolumen von 1,4 Mrd. USD). In Deutschland ist TPG in jüngster Vergangenheit vor allem durch ihre Beteiligung an der Grohe AG, Hemer (gemeinsam mit Credit Suisse First Boston) und Mobilcom AG, Büdelsdorf, bekannt geworden.

TPG beteiligt sich häufig an Transaktionen mit großen Volumina. So hat der Investor Anfang 2005, gemeinsam mit sechs anderen Private Equity-Häusern, unter anderen Silver Lake Partners, für 11,3 Mrd. USD das Technologieunternehmen SunGard Data Systems übernommen. Allein der Kauf des Hollywood-Studios Metro-Goldwyn-Mayer, den TPG gemeinsam mit Comcast, Sony und zwei Finanzhäusern (Providence Equity Partners und DLJ Merchant Banking Partners) tätigte, hatte ein Gesamtvolumen von 4,9 Mrd. USD. Im Mai 2005 kündigte TPG an, gemeinsam mit Warburg Pincus das amerikanische Handelshaus Neiman Marcus für 5,1 Mrd. USD zu übernehmen.

3.2 Management

Die Entwicklung von TPG ist eng verbunden mit ihrem Gründer, David Bonderman, einem ehemaligen Jura-Professor und Anhänger der Demokratischen Partei. Er hat sich seine

Reputation als Investor zunächst mit einer langjährigen Beratertätigkeit für Robert Bass, Ölmilliardär und Gründer des Private Equity-Hauses Oak Hill Capital Partners, aufgebaut.

Nach rund zehn Jahren gründete Bonderman 1992 sein eigenes Private Equity-Unternehmen, Texas Pacific Group, zusammen mit James Coulter, Kollege bei Oak Hill. Weitere Partner sind: William Price, Ex-Mitarbeiter von Bain & Company und Berater bei einigen Akquisitionen von Oak Hill.

Bondermans erster großer Erfolg war die Sanierung von Continental Airlines im Jahr 1993 – nach ihrer zweiten Insolvenz. Bonderman restrukturierte das Unternehmen, tauschte das Management aus und machte Continental zur fünftgrößten amerikanischen Fluggesellschaft – in einer Zeit, in der die US-Luftfahrtindustrie von hohen Verlusten und Schwäche gekennzeichnet war, ein eher unerwarteter Erfolg. Im Jahr 1998 verkaufte TPG seinen Anteil an Continental an den Wettbewerber Northwest Airlines.

3.3 Investitionspolitik

In der Regel hält TPG ihre Beteiligungen für mindestens fünf Jahre, aber rentable Anlagen werden auch auf unbestimmte Zeit weiter gehalten. Dabei hat TPG vom Trend profitiert, dass Finanzmittel aus den schwachen Aktienmärkten seit 2001 in andere Anlageformen umgeschichtet wurden. Dadurch wurde eine höhere Liquidität in das Private Equity-Segment gespült, so dass Anzahl und Wert der Transaktionen signifikant gewachsen sind.

Einen guten Eindruck von der Geschäftspolitik und der Unternehmenskultur der TPG vermittelt das folgende Zitat aus der Süddeutschen Zeitung:

„(...) Während viele professionelle Firmenkäufer versuchen, gesunde Unternehmen billig zu übernehmen, ziehen die TPG-Partner Kandidaten vor, bei denen nicht alles wie am Schnürchen läuft. Gute Renditen, sagt Gründungspartner James Coulter, könne man dort bekommen, wo Chaos herrsche - vorausgesetzt, das Unternehmen habe einen inneren Wert (...).

Schon TPGs erstes Investment vor einem Jahrzehnt, die bankrotte Fluggesellschaft Continental Airlines, galt als schier hoffnungsloser Fall. Heute fliegt die Airline immer noch (...).

Freilich gehen auch bei Texas Pacific Deals schief, rund ein oder zwei von zehn. So haben die Partner jeden Cent verloren, den sie auf der Höhe des Booms in die Telekommunikationsfirma Convergent gesteckt hatten. Doch trotz einiger Fehlgriffe bringt es TPG (...) nach Branchengerüchten immer noch auf eine ungewöhnlich gute

Rendite von mehr als 30 Prozent. Das Unternehmen will diese Zahl weder bestätigen noch dementieren.

TPG übernimmt nicht selbst das Management seiner an die 40 Beteiligungen – dafür wäre die Personaldecke mit rund 40 Finanzprofis auch viel zu dünn. Dennoch wacht es scharf über seine Anlagen, zumeist über Sitze im Verwaltungsrat. Mitunter tauscht es auch Manager aus (...).

Die Gruppe ist erst seit gut eineinviertel Jahren wieder auf Einkaufstour; davor hatte sie sich eineinhalb Jahre zurückgehalten: Die Firmen waren zu teuer. Jetzt, wo die Aktienkurse eingebrochen sind, Konzerne sich auf ihr Kerngeschäft konzentrieren, der Weg an die Börse zumeist versperrt ist und strategische Investoren nicht mehr Schlange stehen, schlägt die Stunde von Texas Pacific – zumal es sein Pulver trocken gehalten hat und bei einigen Investments noch auf der Höhe des Marktes Kasse gemacht hat. Damit hat es die Mittel, um im Verbund mit anderen Käufern große Brocken wie Burger King und die Bankgesellschaft zu stemmen. Um so mehr, als sich momentan gelegentlich ganz nette Rabatte herauschlagen lassen. So ließ sich Burger-King-Verkäufer Diageo nach schwachen Zahlen um ein Drittel auf 1,5 Milliarden Dollar herunterhandeln. Und den Siliziumwafer-Produzenten MEMC bekam TPG vor einem guten Jahr von Eon sogar für sechs Dollar".¹⁰

Im Jahr 2004 hat TPG eher desinvestiert, indem Anteile an unter anderem Del Monte (USA, Lebensmittel), Petco (USA, Tierbedarf) und Paradyne (USA, Technologie) veräußert wurden. Über die Gewinne oder Verluste dieser Transaktionen liegen aufgrund der restriktiven Kommunikationspolitik von TPG keine Informationen vor.

3.4 TPG in Deutschland

TPG ist in jüngster Zeit hierzulande vor allem durch die Beteiligung an der Grohe AG im Jahr 2004 und an Mobilcom im Jahr 2005 in den Blickpunkt des öffentlichen Interesses hierzulande gerückt.

3.4.1 Grohe

Die neuen Eigentümer von Grohe (TPG und CSFB Private Equity) haben einen harten Sparkurs bei Grohe eingeschlagen. Drei Vorstände haben seit dem Einstieg der Investoren ihr Amt verloren; bis 2007 sollen rund 150 Mio. EUR eingespart werden. Das Sanierungskonzept sieht vor, dass bspw. die Zahl der Lieferanten um mehr als zwei Drittel auf maximal etwa 1.500 reduziert werden soll. Gleichzeitig sollen die Komplexität und

¹⁰ Vgl. Süddeutsche Zeitung, 27.01.2003.

Anzahl der 18.000 Produktvarianten um bis zu zwei Drittel reduziert werden.

Kern des Konzeptes jedoch ist eine Verlagerung von großen Teilen der Produktion in Länder mit niedrigeren Lohnniveaus. Grohe hat zurzeit noch eine Wertschöpfung in der inländischen Produktion von rund 80 Prozent, obwohl nur noch etwa 20 Prozent der Produkte auch im Inland abgesetzt werden. Hier vermuten die Investoren neben Lohnkostensenkungspotenzial auch Effizienzgewinne aus größerer Nähe von Produktions- und Absatzmärkten und eine größere Unempfindlichkeit gegen Währungsschwankungen.

Noch 2003 hatte Grohe in einem erfolgreichen Geschäftsjahr 885 Mio. EUR umgesetzt und einen operativen Gewinn (vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen) von 185 Mio. EUR erzielt, allerdings bei einem Nettoverlust nach Steuern von 19 Mio. EUR. Trotz wachsenden Umsatzes kam Grohe 2004 operativ nach eigenen Angaben durch steigende Rohstoffpreise, wachsende Einkaufsmacht deutscher Großhändler, lahmende inländische Baukonjunktur und durch die Dollarschwäche auch im Export zunehmend unter Druck.

Die britische Investorengesellschaft BC Partners, die Grohe 1999 für rund 900 Mio. EUR erworben hatte, lehnte 2004 einen vom Management angestrebten Börsengang ab und verkaufte Grohe Mitte 2004 für rund 1,5 Mrd. EUR an die Texas Pacific Group.

Aber nicht nur das Wettbewerbsumfeld belastete Grohe. Auch die Akquisitionskosten aus dem Erwerb durch BC Partners drückten die Ertragskraft – am negativen Nettoergebnis 2003 gut ablesbar. Sie hatte den Kaufpreis auch mit Fremdkapital finanziert („leveraged buyout“) und war deswegen bestrebt, ein Maximum aus dem operativen Profit aus dem übernommenen Unternehmen zu entnehmen, um die Finanzierungskosten zu tragen.

Die Weitergabe an die neuen Eigentümer um TPG hat diese Situation zusätzlich verschärft, für die Grohe nach Angaben des Manager Magazins (24.05.2005) eine hoch verzinsliche Anleihe in dreistelliger Millionenhöhe aufnehmen musste. Die Schulden des Unternehmens sollen sich nun auf mehr als eine Milliarde EUR belaufen – auch bei einer Eigenkapitalquote von rund 30 % (lt. Die Zeit 24/2005) eine hohe Belastung.¹¹

Die Unternehmensberatung McKinsey hatte im Jahr 2005 und auf Betreiben der neuen Investoren ein Restrukturierungsgutachten erstellt, das in unterschiedlichen Szenarien den Abbau von Arbeitsplätzen in Deutschland in einer Größenordnung zwischen rund 1.500 und 3.000 Stellen beschreibt. Am 08.06.2005 gab Grohe dann mit einer Pressemitteilung die

¹¹ Grohe ist keine börsennotierte Aktiengesellschaft, so dass nur eine eingeschränkte Pflicht zur Veröffentlichung von Finanzdaten besteht und daher keine umfangreichen Finanzinformationen seitens des Unternehmens vorgelegt werden.

Verhandlungsergebnisse von Vorstand und Betriebsrat bekannt: über 940 betriebsbedingte Kündigungen bis Ende 2006, zusätzlich wird von knapp 300 wegfallenden Stellen ausgegangen (Auslauf befristeter Verträge, Fluktuation etc.).

3.4.2 Mobilcom¹²

Am 02.05.2005 teilte die Mobilcom AG, Büdelsdorf, mit, dass TPG insgesamt 27,3 % der Anteile an Mobilcom (im Wesentlichen vom Alteigentümer France Telecom) übernehme. Seit dem 01.06.2005 stellt TPG drei Mitglieder des Aufsichtsrates (unter anderen auch David Bonderman). Damit betritt TPG die Bühne während der beschlossenen, aber noch nicht vollzogenen Verschmelzung der Mobilcom AG mit ihrer Tochtergesellschaft Freenet AG; im Zuge der geplanten Verschmelzung war der bisherige Mobilcom-Vorstandschef Thorsten Grenz bereits aus dem Unternehmen ausgeschieden.

Nach der Verschmelzung wird die neue Gesellschaft zum einen über hohe Barmittel verfügen;¹³ zum anderen versprechen stille Reserven, die im Zuge der Verschmelzung gehoben würden und das Eigenkapital entsprechend erhöhen, durch den Wechsel des Bilanzansatzes von Buch- auf Zeitwerte Potenzial für eine höhere Aufnahme von Fremdkapital.

Das Kalkül von TPG: Es bietet sich die Gelegenheit, das aus ihrer Sicht zu hohe Eigenkapital auszuschütten. Über Personalmaßnahmen wird hier derzeit nicht diskutiert.

¹²Quellen: Manager Magazin online, 24.05.2005, Die Zeit 24/2005.

¹³ Sowohl Mobilcom als auch Freenet verfügen über Barmittel aus den jeweiligen Börsengängen bzw. dem operativen Geschäft. So verfügte Freenet laut Verschmelzungsbericht Ende 2004 über 145,4 Mio. EUR und Mobilcom zum selben Zeitpunkt über 172,8 Mio. EUR.

4. Carlyle

4.1 Überblick

Carlyle¹⁴ wurde 1987 gegründet und ist ein privates, global aktives Unternehmen mit Sitz in Washington D.C. Als Partnerschaft, also als Personengesellschaft, ist Carlyle überwiegend im Besitz des eigenen Managements („Managing Directors“). Außerdem ist einer der großen amerikanischen Pensionsfonds, CalPERS, mit 5,5 Prozent an Carlyle beteiligt.¹⁵

Abgesehen von CalPERS sind keine Informationen über Carlyles Investoren erhältlich, denn es ist Carlyles erklärte Politik, über keinen ihrer Investoren, egal ob institutionelle Anleger oder vermögende Privatpersonen, öffentlich Rechenschaft abzulegen. Bekannt ist allerdings, dass Carlyle in den USA enge Verbindungen zu republikanischen Kreisen pflegt – so arbeiten unter anderem der ehemalige US-Außenminister James Baker und Ex-Präsident George Bush senior für den Konzern. Und der ehemalige, konservative Premierminister Großbritanniens, John Major, leitet das Europageschäft.

Die Schwerpunkte der Tätigkeit von Carlyle liegen in der Strukturierung und Durchführung von Buyouts, strategischen Minderheitsbeteiligungen, Restrukturierungen und Konsolidierung sowie Wachstumsfinanzierung. Mit derzeit 550 Mitarbeitern, davon rund 300 Experten und 90 Partnern (zuzüglich denen in der Verwaltung) ist Carlyle in 14 Ländern präsent, vor allem in Nordamerika, Europa und Asien. Über die Finanzierungsstruktur und -ergebnisse liegen keine öffentlichen Informationen vor.

4.2 Strategie

Carlyle als eine der größeren, weltweit aktiven Gesellschaften verwaltete Ende 2004 rund 30 Mrd. USD in mehr als 30 Fonds, die für vier unterschiedliche Investitionsschwerpunkte aufgelegt wurden: Buyouts, Wagniskapital, Immobilien und leveraged finance, also Transaktionen mit einem Mix aus Eigen- und Fremdkapital. Der überwiegende Teil der Fonds jedoch ist im Buyout-Geschäft investiert.

¹⁴ Vgl. www.carlyle.com.

¹⁵ CalPERS (=California Public Employees' Retirement System) ist eine Pensionskasse für Mitarbeiter des kalifornischen öffentlichen Dienstes und einer der größten institutionellen Anleger weltweit.

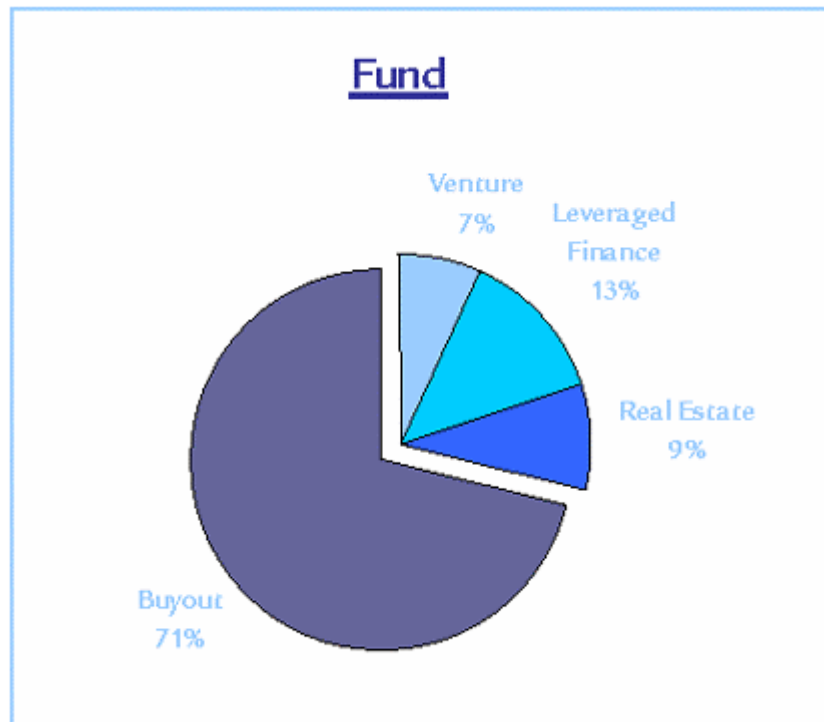


Abbildung 2: Anlagemix Carlyle

Quelle: www.carlyle.com

Als global orientiertes Unternehmen stellt Carlyle gleichzeitig auch fundierte Kenntnisse lokaler Märkte und Gegebenheiten in den Mittelpunkt der Strategie. Dabei versteht sich Carlyle als Gesellschaft, die grundsätzlich für jede Investition in die oben genannten vier Kategorien offen ist, jedoch Schwerpunkte in den folgenden Industrien hat:

- Luftfahrt- und Verteidigungsgüterindustrie,
- Automobil- und Transportwesen,
- Konsumgüter und Handel,
- Gesundheitswesen,
- Immobilien,
- Technologie/ Investitionsgüter,
- Telekommunikation und Medien.

Carlyle reklamiert für sich eine hohe interne Wertschöpfung und betreibt die Einwerbung neuer Mittel für Fonds, laufende Erfolgskontrolle, Akquisition von Transaktionen und Due Diligence¹⁶ weitgehend selbst.

¹⁶ Due Diligence bezeichnet die „gebotene Sorgfalt“, mit der beim Kauf bzw. Verkauf von Unternehmensbeteiligungen oder Immobilien das Vertragsobjekt im Vorfeld der Akquisition geprüft wird. Due-Diligence-Prüfungen beinhalten insbesondere eine systematische Stärken-/Schwächen-Analyse des Kaufobjekts, eine Analyse der mit dem Kauf verbundenen Risiken sowie eine

Vom so gewonnenen umfassenden Einblick verspricht sich Carlyle ein tiefes Verständnis der Märkte und Zielunternehmen als Voraussetzung, den Wert der Investitionen für sich zu steigern.

Mehr als 800 Investoren, die anders als CalPERS nicht öffentlich namentlich benannt werden, aus 55 Ländern haben bei bzw. mit Carlyle investiert. Darüber hinaus ist auch Carlyle selbst mit rund einer Mrd. USD in eigenen Fonds engagiert.¹⁷

4.3 Management

William E. Conway, Jr.,

ist Mitbegründer und Managing Director. Seine wesentlichen Aufgaben umfassen neben seiner Führungsrolle („Chairman of the board“, vergleichbar mit einem Vorstandsvorsitz) die Führung des weiter unten detaillierter beschriebenen US-Buyout-Geschäfts. Zuvor arbeitete Conway drei Jahre lang für die MCI Communications Corporation (Telekommunikationsanbieter in den USA, nach Fusion mit Worldcom und Gläubigerschutz derzeit von Qwest und Verizon umworben), zuletzt als Finanzchef. Zuvor war Conway bei der First National Bank of Chicago angestellt.

Conway, MBA der Universität von Chicago, bekleidet weitere Ämter in US-amerikanischen Unternehmen, bspw. als Aufsichtsratsvorsitzender (Chairman of the board) von Nextel Communications, Inc. und United Defense Industries.

Daniel A. D’Aniello

Bevor D’Aniello Carlyle mitbegründete, arbeitete er in führender Position im Finanz- und Unternehmensentwicklungsbereich der Marriott Corporation. Außerdem verfügt D’Aniello über Praxiserfahrung im Finanzbereich von Pepsi und TWA. Über Mandate in Aufsichtsräten oder Beteiligungsunternehmen von Carlyle liegen keine weiteren Informationen vor. D’Aniello, MBA, ist Absolvent der Harvard Business School.

David M. Rubenstein,

fundierte Bewertung des Objekts. Gegenstand der Prüfungen sind etwa Jahresabschlüsse, personelle und sachliche Ressourcen, strategische Positionierung, rechtliche und finanzielle Risiken, Umweltlasten. Gezielt wird nach so genannten Dealbreakern gesucht, d. h. nach Sachverhalten, die einem Kauf entgegenstehen könnten - z. B. Altlasten beim Grundstückskauf oder ungeklärte Markenrechte beim Unternehmenskauf. Erkannte Risiken können entweder Auslöser für einen Abbruch der Verhandlungen oder Grundlage einer vertraglichen Berücksichtigung in Form von Preisabschlägen oder Garantien sein. Grundlage ist sinnvollerweise ein Vorvertrag, in dem ein angemessener Zeitraum für die Due-Diligence-Prüfung vereinbart wird. (...) Zur Durchführung einer Due Diligence sind auf diesen Gebieten erfahrene Anwälte und Wirtschaftsprüfer notwendig. Neben nachgewiesenen Due Diligence-Erfahrungen müssen diese auch über genügend erfahrene Mitarbeiter verfügen. Je nach Größe und Branche des zu kaufenden Unternehmens sind Due Diligence-Teams mit 20 und mehr Mitgliedern durchaus denkbar (...).

Quelle: www.wikipedia.de.

¹⁷ Quelle: Carlyle. www.carlyle.com.

gründete mit einem Eigenanteil von fünf Mio. USD 1987 die Carlyle Group mit.

Louis V. Gerstner, 63,

ist Aufsichtsratsvorsitzender („Chairman“), ehemals Aufsichtsratsvorsitzender und Chief Executive Officer von IBM (1993 bis 2002). Zuvor hatte Gerstner verschiedene Führungspositionen bei IBM und American Express inne, nachdem er 1965 als Unternehmensberater bei McKinsey & Co. gestartet war. Auch Gerstner ist MBA mit Abschluss von der Harvard Business School.

Er ist außerdem auch Mitglied des Beirates des Vorstands von DaimlerChrysler. Er hatte in der Vergangenheit ähnliche Positionen inne, unter anderem bei der New York Times, American Express, AT&T, Caterpillar und der RJR Nabisco Holdings Co., und dürfte demnach über exzellente Kontakte im internationalen Geschäftsleben verfügen.

4.4 Investitionspolitik

Carlyle bezeichnet seine Investitionspolitik als konservativ und eher langfristig orientiert, unter anderem auch dadurch begründet, dass sich auch die Mitarbeiter des Investors häufig mit eigenem Kapital an den Investitionen beteiligen, was nach Carlyles¹⁸ Erfahrungen einem vorsichtigeren bzw. gründlicheren Investitionsvorgehen förderlich ist.

Die Anleger müssen mindestens fünf Mio. USD mitbringen, um investieren zu können (Untergrenzen für Mitarbeiter werden nicht genannt). Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2004 wurde an die beteiligten Investoren so viel wie nie zuvor ausgeschüttet – über zwei Mrd. USD.

Carlyle ist aus externer Perspektive nur schwierig zu analysieren; gleichwohl lassen sich einige Hinweise auf die Investitionspolitik und den Investitionserfolg gewinnen, z. B. bezogen auf die Fonds der so genannten „U.S. Group“.

Der erste Buyout-Fonds von Carlyle wurde 1990 aufgelegt und konnte mit 100 Mio. USD ausgestattet werden, die von US- und internationalen Investoren beigebracht wurden. Der zweite Fonds, konnte bereits 1,3 Mrd. USD auf sich versammeln, die in insgesamt 29 Transaktionen vollständig investiert wurden. Der Fonds ist immer noch investiert. Hier sind aus 22 Transaktionen annähernd 2,5 Mrd. USD an die Investoren ausgeschüttet worden.

Auf dieser Basis konnte Carlyle einen dritten Fonds auflegen, der noch erfolgreicher startete und im Dezember 2000 3,9 Mrd. USD an Investorengeldern „einsammelte“. Beflügelt von den Erfolgen hatten hier rund 90 % der Investoren des zweiten Fonds

¹⁸ Quelle: Carlyle, www.carlyle.com.

mitgezeichnet. Insgesamt zählen rund 200 Investoren zu den Anlegern dieses Fonds, der bis heute 27 Investitionen getätigt hat und annähernd vollständig investiert ist.

Die U.S. Buyout-Fonds konzentrieren sich insbesondere auf US-Transaktionen (Kauf von US-amerikanischen Unternehmen) in allen oben bereits genannten Industrien (Luftfahrt, Konsumgüter, Verteidigung, Gesundheitswesen, Produktion, IT, Telekommunikation/Medien und Logistik).

Carlyle beschreibt seine Investitionsprinzipien bei diesen Buyout-Fonds wie folgt:

- Konservativ und kontrolliert: Carlyle sucht sinnvolle Investitionen in Firmen mit exzellenten Management Teams -- strebt also per se keine Auswechslung von Schlüsselfiguren an, sondern baut auf das vorhandene Know-how. Dabei wird nach eigenen Angaben nur in begrenztem Maße Fremdkapital eingesetzt.
- Spezialisierung: Gutes Verständnis für und Erfahrung mit spezifischen Industrien als Mittel zur Akquisition und Umsetzung von Transaktionen. Wesentliche Voraussetzungen sind fundierte Due Diligences, bei denen vor allem auch das vorhandene Management evaluiert werden soll, denn ihm misst Carlyle eine Schlüsselrolle in der Partnerschaft zu – nicht zuletzt auch, um später potenzielle Käufer der Carlyle-Anteile zu identifizieren.
- Transaktionsart: Carlyle vermeidet Verkaufssituationen mit intensivem Wettbewerb unter potenziellen Käufern („Auktionen“) weitgehend, um einen Preiswettkampf und damit überhöhte Kaufpreise zu vermeiden.

Ein wesentlicher Schwerpunkt von Carlyle sind so genannte „Management-led buyouts“, bei denen das vorhandene Management eines Unternehmens sich an der Firma, bei der es angestellt ist, als (Mit-)Eigentümer beteiligt, bzw. bei denen es die Gesellschaft komplett übernimmt. Es beteiligen sich also sowohl Carlyle als auch das vorhandene Management an der Transaktion. Üblicherweise wird eine Mischung aus Fremd- und Eigenkapital eingesetzt, d. h. Carlyle und das Management gehen zum einen eine Unternehmensbeteiligung ein, zum anderen finanziert sich das Beteiligungsunternehmen mit Fremdkapital („leveraged buyout“). Carlyle steuert bei derartigen Investitionen Eigenkapital aus den diversen Anlegerfonds bei, während das Fremdkapital von Geschäftsbanken bereitgestellt wird. Auch das Management der Beteiligungsunternehmen bringt Eigenkapital mit ein. Die gesamte Transaktionsstruktur (Unternehmensbewertung, Kombination von Fremd- und Eigenkapital, Verhandlungen, Vertragsgestaltung etc.) wird von Carlyle gestaltet; außerdem managt der Fonds den Transaktionsablauf.

Darüber hinaus setzt Carlyle gezielt auf riskantere, aber bei Erfolg auch entsprechend hoch profitable Investitionen. Mit Obligationen (sog. Collateralized Debt Obligations, eine speziellen Form der Verpfändung von Forderungen¹⁹) wird vor allem in Anlageformen investiert, die keinen „investment grade“ besitzen, also nach dem Urteil namhafter Ratingagenturen wie Standard & Poor's ein hohes Ausfallrisiko bergen. Viele institutionelle Anleger haben interne Regelungen, die vorsehen, dass nur bis zu einer bestimmten Ratingstufe investiert werden darf, damit das Ausfallrisiko für die Anleger begrenzt werden kann. Sie dürfen daher in derartige Anlagen nicht investieren. Carlyle nutzt diese Lücke als Wettbewerbsvorteil, indem zum Zwecke der Risikominderung Eigenkapital eingebracht wird, das bei Erfolg mit hohen Renditen verzinst werden kann.

Der Investor geht ebenfalls so genannte „Mezzanine“ Finanzierungen ein, bei denen es sich um Finanzinstrumente handelt, die eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital darstellen²⁰. Der Vorteil von Mezzaninem Kapital liegt unter Risikogesichtspunkten darin, dass es ähnlich hoch verzinst werden kann wie Eigenkapital, im Insolvenzfall ggf. vorrangig vor den anderen Gläubigern bedient wird. Für den Geldgeber stellt es daher ein geringeres Risiko als Eigenkapital dar, das im Insolvenzfall die Verbindlichkeit an der letzten Rangstelle darstellt.

Der aus Sicht der aktuell in Deutschland geführten Kapitalismusdebatte sicher interessanteste Bereich bei Carlyle ist der, in der die Gesellschaft so genannte „strategische Investitionen“ vornimmt. Hier wird Fremdkapital an *operativ* gesunde, aber *finanziell* stark angespannte Unternehmen gewährt. Typischerweise steigt Carlyle hier bei US-amerikanischen Unternehmen mittlerer Größe ein, hat aber mittlerweile auch Investitionen in den übrigen Regionen ihres Aktionsgebietes in diesem Bereich getätigt.

Das Einbringen von Fremd- statt Eigenkapital in die entsprechende Unternehmung bringt Carlyle hier wiederum in die Position eines Finanziers mit vorrangigem Kapital. Dadurch gewinnt der Investor angesichts des operativ für gesund befundenen Unternehmens ein vergleichsweise hohes Maß an Sicherheit hinsichtlich der Begrenzbarkeit des Ausfallrisikos.

Ein fundiertes Urteil über die operative Qualität des Unternehmens und damit eine Einschätzung über das Risiko der Investition gewinnt Carlyle dadurch, dass es diese Engagements insbesondere in den oben angesprochenen Schwerpunktindustrien

¹⁹ Vgl. Der Finanzbetrieb, 1/2003, S. 37 – 43.

²⁰ „Mezzanine“ Finanzierungen sind Finanzierungsformen, die sowohl Merkmale von Eigen- als auch von Fremdkapital besitzen. Mezzanines Kapital kann flexibel auf den Einzelfall hin ausgestaltet werden, so dass es in Abhängigkeit von den Finanzierungsbedingungen eher Eigen- oder Fremdkapitalcharakter hat.

eingeht, in denen Carlyle durch Erfahrung und Expertise das nötige Urteilsvermögen besitzt.

Für die Geschäftspolitik, Transaktionen selber zu akquirieren, Auktionen zu vermeiden und intensive Kontakte zum Management der Akquisitionen zu halten (vor und nach der Transaktion) sind auch Mitarbeiter wie der Aufsichtsratsvorsitzende Gerstner oder die ehemals ranghohen Politiker hilfreich, um die Unternehmensziele zu erreichen. Denn sie verfügen über langjährige Führungserfahrung im US-amerikanischen und internationalen Umfeld (bspw. DaimlerChrysler), sind sicherlich sehr gut vernetzt und können daher frühzeitig attraktive Investitionsziele ausmachen und die Transaktionen für Carlyle anbahnen.

4.5 Carlyle in Deutschland

Deutsche Beteiligungen hält Carlyle bspw. (von 2000 bis November 2004) am Automobilzulieferer BERU AG, Ludwigsburg, dem Automobilzulieferer Fennel Technologies AG, Löhne, und an einer Immobilie in Hamburg (130 tqm). Eine ausführliche Darstellung der Beru AG ist in Kapitel 7 dargestellt.

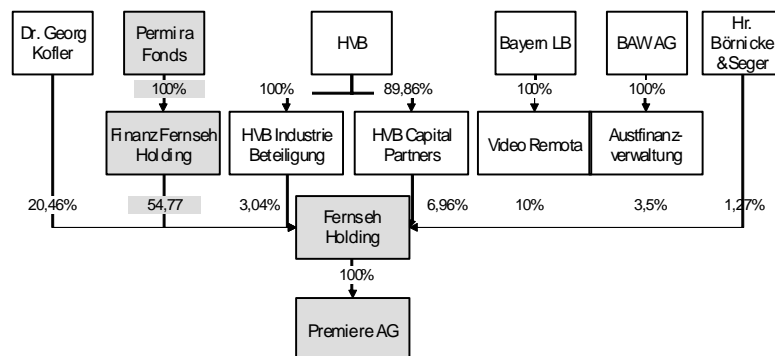
5. Premiere

5.1 Überblick

Im Februar 2002 stieg das Private Equity-Haus Permira²¹ bei Premiere ein. Über den Kaufpreis wurde Stillschweigen vereinbart, gemeinsam mit den finanzierenden Banken wurde jedoch eine Einzahlung von bis zu 220 Mio. EUR an frischem Kapital und die Übernahme der Kredite bis zu einer Höhe von 150 Mio. EUR vereinbart. Am 13.12.2003 wurden alle Gesellschaftsanteile der Blitz02-134 GmbH, der jetzigen Premiere AG, von der so genannten Fernsehholding erworben. Die Anteile der Fernsehholding wurden vom Permira-Fonds, der Bayern LB, der HVB und der BAWAG (bzw. ihren Beteiligungsgesellschaften) sowie von drei Mitgliedern des Vorstands der Premiere AG gehalten.²²

Anfang 2005 wurde Premiere dann an die Börse gebracht:

Aktionärsstruktur vor der Umstrukturierung (per 31.12.2004)



0

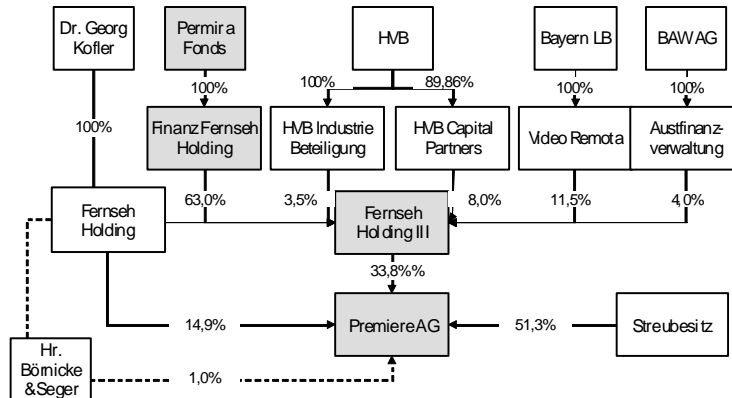
Abbildung 3: Aktionärsstruktur Premiere vor Umstrukturierung

²¹ Permira sieht sich selbst als einen der größten Private Equity-Spezialisten in Europa. Als unabhängiges Unternehmen befindet es sich im Besitz der Partner und wird von diesen geführt. 110 Mitarbeiter in Frankfurt, London, Mailand, Paris und New York beraten die Permira-Fonds, deren Gesamtwert sich auf annähernd sechs Mrd. EUR beläuft. Seit 1985 haben die Permira-Fonds mehr als 300 Private Equity-Transaktionen abgeschlossen. Die heutigen Beteiligungen der Permira Fonds erzielen einen Umsatz von etwa 15,2 Mrd. EUR und haben ca. 65.000 Mitarbeiter. Quelle: Permira.

²² Börsenprospekt Premiere, S. 247.

Geplante Anteilseignerstruktur nach dem Börsengang²³:

Nach Verkauf neuer + Altaktien (einschl. Greenshoe)



1

Abbildung 4: Aktionärsstruktur nach Verkauf

Laut dem Börsenprospekt²⁴ von Premiere war vorgesehen, dass Permira über die Finanz Fernsehholding rund 35 % des aus den Altaktien stammenden Erlöses zufließen sollte. 46 % der Erlöse sollten für die Änderung der Finanzstruktur der Premiere AG verwendet werden. Die Einnahmen aus dem Emissionserlös in Höhe von rund 1.178 Mio. EUR verteilen sich auf 30,1 Mio. Aktien der Altaktionäre (inkl. eines Greenshoe²⁵ in Höhe von 5,5 Mio. Aktien wg. der über 12-fachen Überzeichnung des Angebotes) sowie auf weitere zwölf Mio. junge Aktien aus einer Kapitalerhöhung. Somit flossen den Altaktionären insgesamt 843 Mio. EUR zu – dem Unternehmen mit 336 Mio. EUR deutlich weniger.

Die finanzierenden Banken und der Vorstandsvorsitzende Dr. Kofler, die nach der Insolvenz der Kirchgruppe die Zwischenfinanzierung von Premiere übernommen hatten, konnten rund 104 Mio. EUR Erlösen. Jeweils sechs Prozent des auf die Altaktionäre entfallenden Mittelzuflusses flossen an die Bayerische Landesbank und die Hypo Vereinsbank (jeweils 32,9 Mio. EUR). Die Bank für Arbeit und Wirtschaft (BAWAG)

²³ Börsenprospekt Premiere, S. 247.

²⁴ Börsenprospekt Premiere, S. 131.

²⁵ Option einer Konsortial-Bank, im Zuge einer Neuemission zusätzlich Papiere des von ihr betreuten Unternehmens auszugeben; diese werden aus dem Aktienbesitz der Altaktionäre zur Verfügung gestellt. „Überzeichnungsréservé“, die den Käufern bei hoher Nachfrage zusätzlich zum Emissionsvolumen angeboten werden kann.

konnte rund elf Mio. EUR, Dr. Kofler rund 28 Mio. EUR verbuchen.

Permira hat durch den IPO rund 295 Mio. EUR Erlöst. Nach dem Börsengang hält Permira zusammen genommen bzw. direkt und indirekt noch immer rund 21 % an der Premiere AG²⁶. Diese Beteiligung hatte zum 31.03.2005 einen Marktwert von rund 600 Mio. EUR²⁷.

Angenommen, Permira hätte an der oben erwähnten Kapitalerhöhung in Höhe von 220 Mio. EUR genau anteilig teilgenommen, also rund 120 Mio. EUR frisches Kapital eingebracht, so hätte das Unternehmen einen Bruttogewinn aus dem IPO von rund 170 Mio. EUR oder 140 % erzielt!

5.2 Effekte auf Premiere

Premiere war fest in das Unternehmensgeflecht der Kirch-Gruppe eingebunden, deren Beteiligungsgesellschaften im Laufe des Jahres 2002, nach der Zahlungsunfähigkeit der Obergesellschaft, nach und nach ebenfalls in die Insolvenz gingen bzw. die nach Auffanglösungen suchten. Im Fall Premiere betraf das vor allem die Kirch Pay-TV KGaA bzw. die Pay-TV Rechtehandels-GmbH & Co. KG, die im Mai 2002 Insolvenz anmeldeten.²⁸

²⁶ Börsenprospekt Premiere, S. 130.

²⁷ Vgl. Quartalsbericht Premiere, 1/2005.

²⁸ So stieg 2003 der auf Medienkonzerne fokussierte amerikanische Investor Saban Capital Group mit einem Anteil von etwa 80 % bei der, damals schon an der Börse notierten, ProSiebenSat1 Mediengruppe ein.

Tabelle 1: Kennzahlen Premiere**Premiere**

GuV	2001	2002	2003	2004	CAGR 01-04 ¹
Umsatz	799,9	804,8	918,6	984,8	7,2%
Wachstum		0,6%	14,1%	7,2%	
Rohertrag	-906,4	-346,3	103,1	220,6	
Rohertragsmarge	-113,3%	-43,0%	11,2%	22,4%	
Zinsaufwand	-79,1	-33,5	-71,2	-76,0	
Zinsaufwand / Umsatz	10%	4%	8%	8%	
Jahresfehlbetrag	-1.279,9	-166,8	-204,4	-80,6	
EBITDA	-775	-243,1	-21,2	82,9	
EBITDA Marge	-96,9%	-30,2%	-2,3%	8,4%	
EBIT	-120,4	-501,4	-119,8	1,0	
EBIT Marge	-15,1%	-62,3%	-13,0%	0,1%	
Bilanz					
Flüssige Mittel	24,1	68,7	69,4	61,0	
EK	-602,5	-876,9	-161,8	418,9	
Finanzschulden langfristig	238,8	288,2	1034,8	415,1	20,2%
Finanzschulden kurzfristig	87,6	155,3	34,8	16,0	-43,3%
Finanzschulden gesamt	326,4	443,5	1069,6	431,1	9,7%
FK zu EK	-54,2%	-50,6%	-661,1%	102,9%	
Vollzeitkräfte					
Jahresende	2.408	1.635	1.790	1.595	-12,8%
Jahresdurchschnitt	2.309	1.933	1.686	1.666	-10,3%
Personalaufwand	74,004	83,891	84,613	105,416	12,5%
PA / Mitarbeiter	32,1	43,4	50,2	63,3	25,4%
PA Quote	9,3%	10,4%	9,2%	10,7%	
Rev/MA	0,346	0,416	0,545	0,591	19,5%
EBITDA / MA	-0,336	-0,126	-0,013	0,050	

Quelle: Börsenzulassungsprospekt

*) CAGR (Compound Average Growth Rate; durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)

5.3 Ertragssituation

In den Jahren zuvor hatte die Premiere AG bzw. ihre Vorgängergesellschaften zu keiner Zeit einen positiven Konzernüberschuss erwirtschaftet, in den Jahren 2001 bis 2002 war sogar der Rohertrag rot²⁹. Allein in diesen beiden Jahren wurde bei einem Umsatz von kumuliert rund 1,6 Mrd. EUR ein Jahresfehlbetrag von in Summe rund -1,4 Mrd. EUR erwirtschaftet. Obwohl angesichts der engen Verflechtungen der vielen Konzerngesellschaften der Kirch-Gruppe, z. B. wegen des Erwerbs von Senderechten, keine vollständige Vergleichbarkeit mit einem unabhängigen Einzelunternehmen gegeben ist, ist unbestritten, dass es sich bei Premiere um einen Sanierungsfall gehandelt hat.

Gleichzeitig entwickelten sich die operativen Kennzahlen durchaus positiv. So konnte Premiere seine durchschnittliche Kundenzahl in den Jahren von 2001 bis 2004 von 2,356 Mio. auf 3,078 Mio. Kunden steigern. Parallel dazu stieg der durchschnittliche Kundenumsatz pro Jahr („Average Revenue per User“ – ARPU) von 260 EUR auf 286 EUR. Die Kündigungsquote sank kontinuierlich von 20 % auf rund 14 %, und auch die Kundengewinnungskosten sanken signifikant (von rund 400 EUR pro Kunde auf rund 200 EUR, vor allem bedingt dadurch, dass

²⁹ Vgl. Börsenzulassungsprospekt Premiere, S. 9.

Neukunden den nötigen Decoder nun von Premiere kaufen statt mieten mussten und gleichzeitig die Einkaufspreise gesenkt werden konnten). Trotz der dramatischen Ertrags- und Finanzsituation gab es also auch gute Argumente, an die Überlebensfähigkeit von Premiere zu glauben, denn eine Kundennachfrage bzw. -zahlungsbereitschaft war deutlich erkennbar.

Kurz vor dem Börsengang konnte Premiere erstmals einen positiven operativen Ertrag (EBITDA – Earnings before interest, taxes, depreciation, amortisation = Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen und den aus der Konsolidierung entstandenen Goodwill) verbuchen. 2004 konnte erstmals ein positives operatives Ergebnis vor Zinsen (EBIT, Earnings before interest, taxes) gezeigt werden, dass aber materiell eher einer „schwarzen Null“ gleichkommt.

5.4 Finanzierungsstruktur

Die flüssigen Mittel nahmen konstant zu, ähnlich positiv entwickelte sich die Eigenkapitalquote durch Bereinigung des negativen Eigenkapitals bei gleichzeitiger, mit knapp 10 % Wachstum aber nur moderater Zunahme der lang- und kurzfristigen Finanzschulden. Moderat auch deswegen, da sich das Verhältnis von Zinsaufwand zu Umsatz seit 2001 verbesserte und seit 2002 konstant bei acht Prozent liegt.

5.5 Auswirkungen auf die Beschäftigung³⁰

Zum 31.12.2004 hatte Premiere 1.595 fest angestellte Vollzeitbeschäftigte (1.666 im Jahresdurchschnitt für 2004) – gegenüber 1.790 zum Jahresende 2003 (Durchschnitt: 1.686). Dieser hohe Beschäftigungsrückgang um rund 10,8 % wird etwas relativiert, wenn die Zahl um Konsolidierungseffekte (im Wesentlichen handelt es sich dabei um den Effekt aus dem Verkauf von Unternehmensbeteiligungen) bereinigt wird; dann ergibt sich ein Rückgang um 3,5 %. Premiere ist nach eigenen Angaben in keinem Arbeitgeberverband Mitglied und nicht tarifgebunden. Die durchschnittliche Betriebszugehörigkeit bei Premiere liegt nach Angaben des Börsenzulassungsprospektes bei 3,9 Jahren – bei einem Durchschnittsalter der Beschäftigten von 33,7 Jahren.

Das Management von Premiere hat im Zuge der Restrukturierung geprüft, an welchen Standorten das Unternehmen präsent sein will bzw. muss. Man hat sich für eine Konzentration in München entschieden. Der bisherige zweite Hauptstandort Hamburg wird bezogen auf die für die Unternehmensleitung wichtigen Funktionen aufgegeben. Rund 60 Mitarbeiter sollen von Hamburg nach München umziehen, 400 sollen am Standort Hamburg aber weiterhin vor allem IT-Services erbringen. Für die übrigen

³⁰ Vgl. Börsenzulassungsprospekt Premiere, S. 106.

Mitarbeiter in Hamburg sei ein Sozialplan verabschiedet worden. Angaben über die genaue Höhe des Mitarbeiterabbaus in Hamburg liegen nicht vor. Gleichzeitig stiegen die Personalaufwendungen seit 2001 um zehn Prozent an, die Ursache wird in der Quelle nicht weiter beschrieben, kann aber in einem Sozialplan begründet sein.

Deutliche Effekte zeigen sich vor allem bei den Personalzahlen – die Anzahl der Mitarbeiter ging seit 2001 mit durchschnittlich zehn Prozent p. a. deutlich zurück, gleichzeitig aber blieb trotz des Umsatzwachstums die Personalkostenquote unverändert, was auf eine Änderung in der Mitarbeiterstruktur in Richtung höherer Qualifikation schließen lässt. Gleichzeitig jedoch wird ein positives operatives Ergebnis (EBITDA) pro Mitarbeiter erzielt, und der Pro-Kopf-Umsatz stieg von rund 350.000 EUR im Jahr 2001 auf knapp 600.000 EUR im Jahr 2004.

5.6 Bewertung

Mit der Insolvenz der Kirch-Gruppe wurde offenbar, dass Premiere ein Sanierungsfall war, dessen Eigenkapital aufgezehrt war und das schon operativ Verluste machte - von einem Jahresüberschuss ganz zu schweigen. In dieser Situation sprangen (der bayerischen Landesregierung sicher nahe stehende) Banken ein, um die Gesellschaft bis zur Findung einer tragfähigen Lösung weiter zu finanzieren – gut ablesbar an der zwischenzeitlich hohen Fremdkapitalausstattung von Premiere, aber auch an den Eigenkapitalbeteiligungen der oben genannten finanzierenden Banken.

Für die Zukunftsfähigkeit sprach zum einen ein erfahrenes, für eine eigene Beteiligung offenes Management sowie die wachsenden Kundenzahlen bzw. steigenden Umsätze pro Kunde. Mit Permira wurde ein Investor gefunden, der bereit war, Eigenkapital zu geben (statt wie die Banken zuvor Fremd- in Eigenkapital umzuwandeln).

Mit dem letztlich erfolgreichen Börsengang wurden den Investoren auf Eigen- und Fremdkapitalseite große Teile des investierten Kapitals zurückgegeben und gleichzeitig auch das Problem des negativen Eigenkapitals von Premiere „geheilt“. Die Erlösstruktur des Börsengangs (vgl. Abschnitt 5.2 Effekte auf Premiere) zeigt jedoch, dass die Investoren eher an einer frühzeitigen Rückgewähr ihrer Mittel als an einem langfristigen Investment interessiert sind. Die Erlöse aus dem Börsengang, die zu einer Kapitalerhöhung geführt haben, sind vergleichsweise gering geblieben.

Den Investoren ist zu Gute zu halten, dass sie keine systematische Erhöhung des Fremdkapitals betrieben haben, wie sich an der Kennzahl Zinsaufwand im Verhältnis zum Umsatz ablesen lässt, die per 2004 mit 8 % unter dem Niveau von 2001 lag. Die Verschuldung war bis Ende 2004 nach der

Zwischenfinanzierungsphase, in der die Verschuldung 2003 bis auf über 1,0 Mrd. EUR anstieg, wieder deutlich zurückgegangen. Gleichwohl zeigen Kursentwicklung und operative Kennzahlen von Premiere an, dass die Sanierung gelungen ist. Permira wird als Miteigentümer von dieser Entwicklung weiter profitieren können, so lange der Aktienkurs über dem Niveau des Einstiegskurses bleibt.

6. Kabel Deutschland

6.1 Überblick

Kabel Deutschland (KDG) betreibt Kabelnetze in den Bundesländern Hamburg, Schleswig-Holstein, Mecklenburg-Vorpommern, Niedersachsen, Bremen, Berlin, Brandenburg, Sachsen, Sachsen-Anhalt, Thüringen, Rheinland-Pfalz, Saarland und Bayern und versorgt rund zehn Mio. angeschlossene TV-Haushalte in Deutschland³¹. Damit ist Kabel Deutschland der größte Kabelnetzbetreiber hierzulande - und außerdem in Europa.

KDG kann neben 30 bis 35 analogen Videokanälen (bzw. 36 Radiosendern) bis zu 17 digitale Kanäle mit Kapazität für jeweils zwölf Programme bereitstellen. Darüber hinaus verfügt der Betreiber über eine Plattform zur Verschlüsselung digitaler Videosignale sowie in 1,5 Mio. der 15,6 Mio. technisch erreichbaren Haushalte über einen so genannten Rückkanal, der es erlaubt, nicht nur Informationen oder Daten in Richtung des Empfängers zu übermitteln, sondern auch an den Sender – wichtig vor allem für die Internetnutzung.

Das analoge Standardprodukt wird dabei entweder direkt zu eigenen Endkunden geliefert oder den Betreibern bzw. Vermittlern von Hauskabelnetzen (so genannte Netzebene 4, bspw. eine Wohnungsbaugesellschaft) gegen eine monatliche Nutzungsgebühr übergeben.

Darüber hinaus erhebt KDG Gebühren bei Programmanbietern für die Einspeisung von (analogen und digitalen) TV-Signalen in das Netz der KDG, deren Höhe in der Regel von der Anzahl der erreichten Haushalte abhängt. Schließlich vermarktet KDG seit September 2004 eigene digitale Programminhalte an Endkunden (eigene und Firmenkunden der Netzebene 4) und tritt damit in Konkurrenz zu Pay TV-Anbietern wie Premiere (für die KDG wiederum die technische Basis des Premiere-Digital-Produktes zur Verfügung stellt). Nach eigenen Angaben konnte KDG am Ende des 1. Quartals 2005 rund 8,6 Mio. der auch analog versorgten Haushalte mit ihrem eigenen Programmangebot versorgen und hatte bereits rund 224.000 Kunden gewonnen.

³¹ Unter Netzebenen versteht man verschiedene Teile des Kabelnetzes für das Kabelfernsehen. Bei der Konzeption des Kabelnetzes wurde eine technische Trennung des Netzes in vier Ebenen vorgenommen. Die Ebenen 1, 2 und 3 waren dabei ausschließlich den Rundfunkanstalten und der DBP zugeordnet und wurden mit öffentlichen Mitteln finanziert, während die Netzebene 4 von privaten Firmen installiert und betrieben wurde. Die heutige Gliederung des Kabelnetzes lässt sich folgendermaßen darstellen: Netzebene 1: TV- und Hörfunk-Studios, Netzebene 2: 1. Verteilwege über Rundfunksender, Satelliten, Richtfunk, 2. Rundfunkempfangsstelle (Bündelung der Programme), Netzebene 3: Kabelverteilnetz zu den privaten Haushalten (bis zur Grundstücksgrenze), Netzebene 4: Private Hausverteilanlagen. Quelle: Wikipedia.

Schließlich versorgt KDG rund 1,5 Mio. Haushalte mit ihrem High Speed Internet- („HSI“) Dienst, konnte allerdings zum oben genannten Zeitpunkt nur rund 12.000 Kunden verzeichnen.

Im März 2003 übernahm ein Investorenkonsortium bestehend aus Apax Partners, Providence Equity und Goldman Sachs Capital Partners die KDG (sowie einige weitere Anlagegüter, z. B. Service-Gesellschaften) von der Deutschen Telekom AG für einen Kaufpreis von rund 1,8 Mrd. EUR.

Die Muttergesellschaften der KDG sind die CABLE HOLDING S.àr.l. in Luxemburg, die wiederum zu 100 % der Cayman Cable Holding LP, George Town, Cayman Islands gehört. Cayman Cable wiederum wird von den beteiligten Private Equity-Häusern³² kontrolliert.

KDG erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2004/2005 (per 31.03.2005) einen Umsatz von mehr als einer Milliarde EUR und beschäftigte rund 2.500 Mitarbeiter.

Das Unternehmen wurde nach dem Kauf durch die Finanzinvestoren restrukturiert, wie unten ausgeführt werden wird. Die Investoren haben ein Management installiert, das sich aus Industrieexperten aus der Kabel- und Telekommunikationsindustrie zusammensetzt:

- Roland Steindorf, Vorstandsvorsitzender, ehemaliges Vorstandsmitglied der PrimaCom (Kabelnetzbetreiber Netzebene 4),
- Paul Thomason, Finanzvorstand, ebenfalls zuvor bei PrimaCom (Finanzvorstand),
- Christof Wahl, Chief Operating Officer³³, vorher bei Siemens in der TK-Sparte (ICN Carrier business),
- Heinrich Kreutzer, Personalvorstand, ehemals bei der Alcatel SEL AG.

Vorsitzender des Aufsichtsrates ist seit Dezember 2004 Prof. Dr. Heinz Riesenhuber, ehemaliger Bundesforschungsminister, der Dr. Alexander Dibelius, Deutschlandchef von Goldman Sachs, ablöste.³⁴

Die Finanzinvestoren kauften Teile des früheren Breitbandkabelgeschäftes (BK) der Deutschen Telekom AG, die neun Regionen des ehemaligen BK-Geschäftes der Deutschen Telekom AG umfassten. Diese hatte die Deutsche Telekom AG im Jahr 1999 durch die Aufspaltung ihres BK-Geschäfts gegründet mit dem Ziel, sie zu verkaufen. Neben den sechs durch die Finanzinvestoren im Jahr 2003 erworbenen Gesellschaften existieren noch drei weitere Regionen, die von ISH in Nordrhein-

³² Apax, Providence, Goldman.

³³ COO = das für das operative Geschäft verantwortliche Mitglied der Geschäftsleitung.

³⁴ Heise online, 03.12.2004.

Westfalen, Kabel BW in Baden-Württemberg und Isy in Hessen bedient werden. Neben den eigentlichen BK-Netzen erwarben die Investoren unter anderem auch Call Center-Gesellschaften und IT Services.

Der Kaufpreis in Höhe von 1.779 Mio. EUR (zuzüglich Nebenkosten in Höhe von rund 88 Mio. EUR) wurde finanziert über rund 100 Mio. EUR Eigenkapital, 562 Mio. EUR Gesellschafterdarlehen und Krediten in Höhe von 1.191 Mio. EUR. Insgesamt hatten die Finanzinvestoren also rund 662 Mio. EUR an Eigenkapital und Gesellschafterdarlehen eingesetzt.

Unmittelbar nach der Akquisition wurde die überwiegende Zahl aller Gesellschaften bzw. Sachanlagen in der KDS, einer 100 %igen Tochter der KDG, zusammengeführt. Bereits zehn Tage nach Vollzug der Transaktion wurden 154,9 Mio. EUR der Bankkredite zurückgezahlt. Kurz darauf, im Oktober 2003, wurde ein neuer Kredit in Höhe von 300 Mio. EUR gewährt, der für die Rückzahlung des Großteils der Gesellschafterdarlehen (zuzüglich aufgelaufener Zinsen) in Höhe von 450 Mio. EUR verwandt wurde. Die Differenz des Rückzahlungsbetrages zum o. a. Bankkredit, 150 Mio. EUR, wurden aus dem operativen Geschäft finanziert.

Im Jahr 2004 unternahm KDG den Versuch, die übrigen drei ehemaligen deutschen Kabelnetzbetreiber zu übernehmen. Im Zuge dessen wurde zunächst im März 2004 die Fremdkapitalseite restrukturiert (Refinanzierung³⁵) und ein neuer Kredit über 1,4 Mrd. EUR aufgenommen (der Gesamtkreditrahmen belief sich auf 2,6 Mrd. EUR, die Kreditlinie sollte vor allem für Akquisitionen genutzt werden). Zusätzlich wurde eine Zwischenfinanzierung in Höhe von rund 0,3 Mrd. EUR aufgenommen, die ebenfalls zu Akquisitionszwecken mit einem deutlich höheren Gesamtkreditrahmen ausgestattet war (Gesamtvolumen 1,6 Mrd. EUR).

Von diesen Mitteln wurden anschließend insgesamt 275 Mio. EUR von noch verbliebenen Gesellschafterdarlehen – u. a. durch Ausnutzung vorhandener Liquidität – an die Finanzinvestoren ausgeschüttet bzw. als nicht rückzahlbares Gesellschafterdarlehen an die Cable Holding S. a. r. l. gegeben – also mittelbar auch an die Finanzinvestoren. Darüber hinaus wurden Transaktionskosten, die die Investoren in Rechnung gestellt hatten, in Höhe von weiteren 67 Mio. EUR, erstattet.³⁶

Die Rückzahlung bzw. Vorab-Dividenden an die Finanzinvestoren beliefen sich damit bereits nach knapp einem Jahr auf insgesamt rund 725 Mio. EUR. Angenommen, dass die o. a. Kostenerstattung von 67 Mio. EUR sowie die oben erwähnten aufgelaufenen Zinsen ebenfalls an die Investoren gingen, beläuft sich der Rückzahlungsbetrag gar auf mehr als 0,8 Mrd. EUR. Somit

³⁵ Die im Zuge des Erwerbes eingebrachten Mittel wurden zurückgezahlt bzw. in einem zweiten Schritt durch neue Kredite ersetzt.

³⁶ Quelle: „Offer to Purchase for Cash“, 24.09.2004.

wäre der ursprüngliche Mitteleinsatz (aus Eigenkapital und Gesellschafterdarlehn) der Finanzinvestoren bereits mit über 20 % verzinst worden.

Im April 2004 unterzeichnete KDG mit Kabelnetz NRW Limited, Jersey („ISH“), mit der Muttergesellschaft der Kabel Baden-Württemberg und der iesy Repository GmbH („iesy“) eine Kaufvereinbarung über eine jeweils 100 %ige Übernahme (bzw. bei iesy 80 %), die aber der Prüfung durch die Europäische Kommission bzw. durch das Bundeskartellamt standhalten musste. Im Falle einer Freigabe der Transaktion wäre KDS damit zum alleinigen Anbieter von Kabelfernsehen (im Wesentlichen auf Netzebene 3) mit mehr als 17 Mio. angeschlossenen Haushalten geworden.

KDG wollte im Zuge der geplanten Übernahmen in den folgenden zehn Jahren rund 21 Mio. Haushalte mit einem schnellen Internetzugang über das Breitbandkabel ausrüsten und dazu insgesamt 1,8 Mrd. EUR investieren. Kabel Deutschland strebte an, bis zum Ende dieses Zeitraumes – im günstigsten Fall – fünf bis sechs Mio. Internetkunden zu haben. Auch an die Fernsehsender wollte die KDG weit reichende Zugeständnisse machen. So sagte das Unternehmen zu, die Einspeiseentgelte für den analogen Transport von TV-Signalen in den nächsten zehn Jahren konstant zu halten. Zudem wollte KDS bis mindestens 2009 darauf verzichten, eigene Rechte an Inhalten zu erwerben und damit in direkte Konkurrenz zu Programmanbietern zu treten. Weiterhin sollte die Grundverschlüsselung³⁷ für digitale, frei empfangbare Sender bis mindestens 2007 aufgegeben werden.

Diese Pläne hätten bedeutet, dass KDG durch die in Aussicht gestellten Investitionen erst nach vier bis fünf Jahren – statt wie ursprünglich avisiert bereits im Jahr 2005 – Gewinne gemacht hätte.³⁸

Letztlich scheiterten die Übernahmebemühungen am Widerstand des Bundeskartellamtes, nach dessen Ansicht die KDG durch die Übernahme der übrigen Kabelnetzbetreiber seine „heute schon Markt beherrschende Stellung“ auf dem Einspeisemarkt für TV-Programme weiter verstärken würde. Das Bundeskartellamt bezweifelte zudem, ob die KDG die Markt beherrschende Stellung der Telekom beim schnellen Internet-Zugang (DSL-Zugang) wirklich aufbrechen würde.

Daran konnten auch alle oben beschriebenen Zugeständnisse nichts ändern, die KDG dem Bundeskartellamt machte.

³⁷ Unter Grundverschlüsselung versteht man ein technisches Verfahren, das Programme kodiert und damit nur für bestimmte Nutzergruppen zugänglich macht.

³⁸ Manager Magazin, 13.09.2004.

Trotz des Übernahmeverbotes hatte KDG für rund 100 Mio. EUR einen Anteil von knapp 20 % am Kölner Netzbetreiber ISH erworben³⁹, jedoch kurz darauf für rund 150 Mio. EUR an BC Partners verkauft, die bereits den Kabelanbieter Telecolumbus besitzt und neben den Investoren Apollo und Carlyle für die restlichen Anteile an ISH mitbietet.⁴⁰

6.2 Effekte auf KDG

Auch KDG hat ein negatives Eigenkapital, im Gegensatz zu Premiere erzielte die Gesellschaft jedoch operativ positive Ergebnisse (EBITDA).

Tabelle 2: Kennzahlen KDG

Kabel Deutschland Gruppe (pro forma)

GuV	2001	2002	2003	2004	CAGR 01-04*)
Umsatz	1.005,7	999,1	1.067,5	1.050,0	1,4%
Wachstum		-0,7%	6,8%	-1,6%	
Rohertrag	695,2	701,8	777,7	765,3	
Rohertragsmarge	69,1%	70,2%	72,9%	72,9%	
Zinsaufwand	-129,2	-141,2	-149,5	-178,9	
Zinsaufwand / Umsatz	13%	14%	14%	17%	
Jahresfehlbetrag	-307,4	-219,7	-83,6	-104,5	
EBITDA	299,7	308,1	403,2	414,0	
EBITDA Marge	29,8%	30,8%	37,8%	39,4%	
EBIT	-108,1	-104,7	48,5	60,7	
EBIT Marge	-10,7%	-10,5%	4,5%	5,8%	
Bilanz					
Flüssige Mittel			33,0	83,7	
EK			-622,8	-637,4	
Finanzschulden langfristig			2.125,6	2.125,6	
Finanzschulden kurzfristig					
Finanzschulden gesamt			2.125,6	2.125,6	
FK zu EK			-341,3%	-333,5%	
Vollzeitkräfte					
Jahresdurchschnitt			2.396	2.552	CAGR 03-04*) 6,5%
Personalaufwand			145,6	148,6	2,1%
PA / Mitarbeiter			60,8	58,2	-4,2%
PA Quote			13,6%	14,2%	
Rev/MA			0,446	0,411	
EBITDA / MA			0,168	0,162	-3,6%

Quelle: Offer to Purchase for Cash, 24.09.2004 *) CAGR=Compound Average Growth Rate
Pro forma = strukturgleiche Darstellung, als ob KDG 2001 in der gleichen Beteiligungsstruktur wie 2004 bestanden hätte.

6.3 Ertragssituation

Operativ konnte sich KDG deutlich verbessern: So stieg die EBITDA-Marge von 29,8 % mit 10 % deutlich auf 39,4 %. Es zeigt sich dabei eine Entwicklung des profitablen Wachstums, d. h. Umsatzsteigerungen gingen mit Kostenverbesserungen einher.

³⁹ Manager Magazin Online, 11.02.2005.

⁴⁰ Manager Magazin, 11.02.2005. ISH wurde nach der Insolvenz der Mutterholding Callahan von 38 Gläubigerbanken des Unternehmens übernommen, die nun aussteigen wollten.

Deutlich zu erkennen allerdings der Anstieg der Zinsaufwendungen (vgl. dazu Kapitel 6.4). Ausgehend von 2001 konnte sich KDG aus einem EBIT-Verlust in Richtung eines positiven EBIT weiterentwickeln, das Nettoergebnis jedoch war immer negativ und fiel nach einer stetigen positiven Entwicklung 2004 erneut unter die Grenze von minus 100 Mio. EUR Verlust.

6.4 Finanzierungsstruktur

Die Nettoverschuldung übersteigt das EBITDA um rund das Fünffache – ein auch für infrastrukturlastige Geschäftsmodelle extrem hoher Wert (So hatte der Deutsche Telekom-Konzern Ende 2002, im Jahr seiner höchsten Verschuldung, ein Verhältnis von EBITDA zu Nettoverschuldung von weniger als vier). 2004 stieg der Zinsaufwand noch einmal kräftig an, was aber nach eigener Aussage der KDG vor allem aus einmaligen Refinanzierungseffekten herrührte, und zwar in Form einer höheren Verschuldung zu höheren Zinsen.⁴¹

Die aktuellen Daten für KDG des ersten Quartals 2005 zeigen folgendes Bild: Der Zinsaufwand sank deutlich von rund 70 Mio. EUR im ersten Quartal 2004 auf 38,4 Mio. EUR. Wenn man allerdings den Einmaleffekt in Höhe von 41 Mio. EUR des ersten Quartals 2004 herausrechnet, ergibt sich für diese Periode ein operativer Zinsaufwand von rund 29 Mio. EUR, so dass die nachhaltige Zinsbelastung der KDG deutlich gestiegen ist, nämlich um 32,8 %. Neben der Erhöhung der durchschnittlichen Verzinsung ist der höhere Verzinsungsanspruch des mit der Refinanzierung neu aufgenommenen Fremdkapitals für diesen Kostenanstieg verantwortlich – der nur in dem Maße sinkt wie die Schulden Schritt für Schritt getilgt werden. Die höhere Verschuldung wird auch mit der oben beschriebenen Ausschüttung (zur Rückzahlung der Gesellschafterdarlehen) begründet, die einen höheren Fremdkapitalbedarf hervorrief und auch deswegen den Zinsdienst negativ beeinflusst hat.

KDG spricht das Risiko offen an, dass sie im Falle zu niedriger Einzahlungsüberschüsse gehindert sein könnte, den Zinsdienst zu erfüllen bzw. ihre Kostenstrukturen überdenken bzw. Investitionspläne zurückstellen müsste – mit negativem Effekt für das operative Geschäft.⁴²

6.5 Auswirkungen auf die Beschäftigung

Die eingeschränkte Informationslage lässt eine tief gehende Analyse der Beschäftigungssituation nicht zu. Es ist allerdings erkennbar, dass KDG in größerem Umfang Mitarbeiter eingestellt und dabei sogar eine gestiegene Personalaufwandsquote⁴³ in Kauf genommen hat. Die Kennzahlen „Umsatz pro Mitarbeiter“

⁴¹ Vgl. Berichterstattung KDG zum 1. Quartal, 2005.

⁴² Vgl. Berichterstattung KDG zum 1. Quartal, 2005.

⁴³ Personalkosten pro Vollzeitmitarbeiter.

und „EBITDA pro Mitarbeiter“ wurden dabei jeweils in der Weise beeinflusst, dass weniger Umsatz und weniger operatives Ergebnis pro Vollzeitmitarbeiter erzielt wurden. Möglicherweise nahm die KDG eine Verschlechterung der Personalkennzahlen in Kauf, weil sie durch einen pro-aktiven Personalaufbau für die beschriebenen Übernahmeveruche und die anschließend notwendige Integration der Gesellschaften vorbereitet sein wollte.

6.6 Bewertung

Auf die KDG trifft die eingangs beschriebene Kritik – z. B. Kauf mit hohen Fremdkapitalanteilen, Refinanzierung des Kaufpreises aus dem operativen Geschäft bzw. auch aus der Substanz des Kaufobjektes - am Umgang von Finanzinvestoren mit ihren Beteiligungen überwiegend zu. Die negative Bewertung wird auch dadurch bestärkt, dass die Muttergesellschaften auf den Cayman Islands – womit in der breiten Öffentlichkeit häufig die Aktivitäten von Schein- bzw. Briefkastenfirmen assoziiert werden – ihren Sitz haben.

Zwar wird die Gesellschaft von ihren Müttern mit Eigen- und Fremdkapital ausgestattet, aber schon früh wird eine Refinanzierungsrunde durchgeführt, die die Fremdkapitalkosten erhöht und mit der Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen auch die Ertragskraft und Liquidität schwächt. Die Finanzinvestoren haben schon früh Gewinn auf das eingesetzte Kapital erhalten. Bei den operativen Ausgaben – inklusive dem Personalaufwand – wurden Einsparmaßnahmen durchgeführt, wie der Mitarbeiterabbau und gestiegene operative Margen zeigen.

KDG war weder vor noch nach dem Einstieg der Investoren ein echter Sanierungsfall, aber die finanzielle Situation der Gesellschaft hat sich nicht substantiell gebessert. Sie ist von den Fremdkapitalgebern abhängig.

Angesichts des gescheiterten Konsolidierungsversuches im Kabelgeschäft (im Wesentlichen auf der Netzebene 3) stellt sich die Frage, welche strategischen Optionen KDG heute noch besitzt. Ein Erfolg dieser Transaktion hätte KDG in eine bessere Ausgangsposition gebracht, um den Herausforderungen des Wettbewerbs besser gewachsen zu sein: Im breitbandigen Internetgeschäft sind die Aussichten angesichts der zersplitterten Industriestruktur (Netzebene 4) eher schlecht. Digitale Programmpakete werden derzeit nur in einem Nischenmarkt nachgefragt, auf dem deutschlandweit allein Premiere einigermaßen erfolgreich ist. Nicht zuletzt wird der Vorsprung von Wettbewerbern täglich größer, die Telefonnetze mit DSL (Digital Subscriber Line) für schnelle Internetnutzung aufrüsten. Mit der DSL-Technik werden zudem Bandbreiten möglich, die zumindest rein technisch auch Fernsehempfang über das Telefonnetz erlauben könnten. Ein großes zusätzliches Umsatzpotenzial ist daher für KDG eher nicht zu erwarten.

KDG steht vor großen Herausforderungen, die sie aber auch ohne die Finanzinvestoren bestehen müsste. Die Investoren haben zwar bereits eine Rendite auf das von ihnen eingesetzte Kapital erhalten, müssen aber auf Mehrerlöse, die aus der Konsolidierung des Kabelmarktes zu erwarten gewesen wären, wohl dauerhaft verzichten, so lange das Bundeskartellamt sich gegen die Konsolidierung stellt. Trotzdem können sie die Entwicklung angesichts des erreichten Profits zunächst relativ gelassen weiterverfolgen.

7. Beru

7.1 Überblick

Beru, Ludwigshafen, ging 1997 an die Börse; 2001 stieg Carlyle bei Beru ein.

Die Beru AG ist ein wachstumsstarker, nach eigenen Angaben auf Technologie-Nischen spezialisierter Automobilzulieferer mit einem weltweiten Netzwerk von Produktions- und Vertriebsstandorten. Der Vertrieb ihrer Produkte erfolgt insbesondere an die Automobil-Erstausrüster („OEMs“)⁴⁴ und den Ersatzteilmarkt.

Der Beru-Konzern hat seine Geschäftstätigkeit in drei Geschäftsfelder unterteilt: Dieselmotortech-Technologie, Zündungstechnik, Elektronik und Sensorik:

- Beru bezeichnet sich selbst als einen der weltweit führenden Anbieter im Bereich der **Dieselmotortech-Technologie**. Dieses Geschäftsfeld umfasst vor allem die Herstellung und den Vertrieb von Glühkerzen für Diesel-Pkws und von so genannten Flammstartlösungen für Nutzfahrzeuge. Im Geschäftsjahr 2004/2005 erzielte der Beru-Konzern in diesem Geschäftsfeld mit einem Wachstum von 11,8 % Umsatzerlöse von 181,8 Mio. EUR (47,1 % der Konzernumsatzerlöse nach 45,9 % im Vorjahr). Das Wachstum dieses Geschäftsfeldes profitierte vor allem vom hohen und in einigen (vor allem europäischen) Märkten weiter wachsenden Anteil an Dieselfahrzeugen bei den Neuzulassungen. Beru rechnet sich einen Weltmarktanteil von 40 % bei Glühkerzen zu.
- Das Geschäftsfeld **Zündungstechnik** umfasst vor allem die Herstellung und den Vertrieb von Zündungsteilen im Kfz-Bereich, insbesondere von Kontaktsätzen, Verteilerkappen und Verteilerläufern, Zündkerzen und -kondensatoren sowie Zündmodulen und Zündspulen – Vorprodukte vor allem für Fahrzeuge mit Benzinmotor. Im Geschäftsjahr 2004/2005 erzielte der Beru-Konzern in diesem Geschäftsfeld Umsatzerlöse von 113,1 Mio. EUR bei einem Wachstum von rund 8 % bezogen auf das Vorjahr, das aber im Wesentlichen durch eine Akquisition getrieben war (Beru Ecyem, Frankreich), ohne die der Umsatz in diesem Geschäftsfeld – vor allem wegen des oben beschriebenen Booms von Dieselfahrzeugen – trotz Absatzsteigerungen im Erstausrüstergeschäft zurückgegangen wäre.

⁴⁴ Original Equipment Manufacturer (= Hersteller, dessen Produkte unter anderem Namen verkauft werden).

- Das dritte Geschäftsfeld, **Elektronik und Sensorik**, entwickelt und vermarktet vor allem ein Reifendruck-Kontrollsystem (TSS, Tire Safety System), welches ohne manuelle Reifendruckkontrolle den aktuellen Reifendruck im Fahrzeug anzeigt bzw. bei Druckverlust Warnungen ausgibt. Im Geschäftsjahr 2004/2005 erzielte Beru hier Umsatzerlöse von 90,1 Mio. EUR, bei einem vergleichsweise bescheidenen Wachstum von rund 4 % gegenüber dem Vorjahr.⁴⁵

Ende 1999 hatte Carlyle ein Übernahmeangebot für Beru vorgelegt, das ursprünglich eine vollständige Übernahme zum Ziel hatte.⁴⁶ Der Vorstand von Beru jedoch hatte sich gegen das Übernahmeangebot ausgesprochen, da er den angebotenen Preis je Aktie in Höhe von 30 EUR als unzureichend bewertete. In der offiziellen Stellungnahme des Vorstandes wurde der tatsächliche Unternehmenswert stattdessen in der Nähe von 40 EUR pro Aktie eingeschätzt. Allerdings hatte Carlyle in einem ersten Schritte bereits 26,3 % der Anteile von Alteigentümern übernommen, überwiegend von der Eigentümerfamilie Birkel. Eine vollständige Übernahme jedoch wurde Carlyle offensichtlich zu teuer, da der Aktienkurs nach Ankündigung der Übernahmeabsichten rasch auf weit über 30 EUR stieg und damit die Einschätzung des Vorstandes bestätigte.

Trotzdem hatte Carlyle bis zum Jahr 2002 seinen Anteil bereits auf knapp 35 % ausgebaut, die Mitglieder der früheren Eigentümerfamilien hielten noch 22,9 %⁴⁷.

Ende 2002 wurde dann angekündigt, dass der damalige Vorstandsvorsitzende Ulrich Ruetz, damals 62, nach 20-jähriger Führung des Unternehmens um Auflösung seines Vertrages gebeten hatte, Ende 2003 jedoch in den Aufsichtsrat wechseln sollte. Ruetz war bereits 1999 mitverantwortlich für die kritische Haltung gegenüber der Carlyle-Offerte und hatte z. B. seiner Hoffnung Ausdruck verliehen,⁴⁸ dass Beru unabhängig bliebe und dass er nicht damit rechne, dass Beru an „einen großen der Branche“ veräußert würde.

Zu Ruetz' Nachfolger wurde Marco Freiherr von Maltzahn, 47, berufen, bis dahin Leiter des Motorradgeschäfts von BMW.

In der Hauptversammlung 2003 jedoch wurde Ruetz trotz der Ankündigung und unter Protest weiterer Aktionäre nicht in den Aufsichtsrat von Beru berufen.⁴⁹ Stattdessen wurde der Deutschland-Chef von Carlyle, Heinrich Rutt, in den Aufsichtsrat berufen, dessen Vorsitz dieser dann Anfang 2004 übernahm (vgl. Manager Magazin online, 02.04.2004).

⁴⁵ Quelle: BorgWarner, Prospekt zum Übernahmeangebot.

⁴⁶ Vgl. Handelsblatt, 20./21.12.1999.

⁴⁷ Vgl. Beru Geschäftsbericht, 2001/2002.

⁴⁸ Vgl. Handelsblatt, 27.06.2001.

⁴⁹ Vgl. Manager Magazin online, 19.09.2003.

Carlyle hatte also fast fünf Jahre Zeit darauf verwandt, einen starken Einfluss auf Beru zu gewinnen. Die Beziehung von Carlyle zu Beru reflektiert die oben beschriebene Geschäftspolitik von Carlyle, vor allem bezogen auf den eher konservativen Einsatz von Fremdkapital und die Tatsache, dass sich Carlyle auch auf die Fachkompetenz des Managements der Beteiligungsgesellschaft gestützt hat.

7.2 Effekte auf Beru

Beru ist im Gegensatz zu Premiere und KDG weder ein Sanierungsfall noch ein stagnierendes, sondern im Gegenteil ein Wachstumsunternehmen. Mindestens seit dem Börsengang 1997 ist es mit einer für ein deutsches, mittelständisches Unternehmen hohen Eigenkapitalquote von über 60 % ausgestattet.

Tabelle 3: Kennzahlen BERU

BERU Konzern

GuV	2001/2002	2002/2003	2003/2004	2004/2005	CAGR 01-04 *)
Umsatz	303,1	304,5	354,5	385,8	8,4%
Wachstum		0,5%	16,4%	8,8%	
Rohertrag	192,3	201,7	224,3	246,3	8,6%
Rohertragsmarge	63,4%	66,2%	63,3%	63,8%	
Zinsaufwand	-1,3	-1,3	-1,3	-4,6	
Zinsaufwand / Umsatz	0,4%	0,4%	0,4%	1,2%	
Nettoergebnis	42,4	29,9	36,2	23,7	
EBITDA	39,6	57,5	64,6	84,2	28,6%
EBITDA Marge	13,1%	18,9%	18,2%	21,8%	
EBIT	17,2	30,8	37,6	57,1	49,2%
EBIT Marge	5,7%	10,1%	10,6%	14,8%	
Bilanz					
Flüssige Mittel	27,0	52,3	39,8	68,3	36,2%
EK	217,2	253,4	281,6	297	11,0%
Finanzschulden gesamt	22,9	20,1	22,5	26,8	5,4%
FK zu EK	10,5%	7,9%	8,0%	9,0%	
Vollzeitkräfte					
Jahresende	2.256	2.173	2.694	2.664	5,7%
Jahredurchschnitt	2.176	2.215	2.434	2.679	7,2%
Personalaufwand	87,6	87,2	102,6	115,1	9,5%
PA / Mitarbeiter	40,3	39,4	42,2	43,0	2,2%
PA Quote	28,9%	28,6%	28,9%	29,8%	
Rev/MA	0,139	0,138	0,146	0,144	1,1%
EBITDA / MA	0,018	0,026	0,027	0,031	20,0%

Quelle: Geschäftsberichte

*) CAGR=Compound Average Growth Rate

7.3 Ertragsituation

Beru verzeichnete bis zum Ende des Geschäftsjahres 2004/2005 (am 31.03.2005) ein stetiges Umsatzwachstum von im Schnitt 8,4 % pro Jahr – bei konstant steigender Profitabilität. Sowohl das operative Ergebnis (EBITDA) stieg deutlich an, vor allem aber auch das Ergebnis vor Zinsen und Beteiligungsergebnissen (EBIT) wuchs pro Jahr mit durchschnittlich knapp 50 %. Die Ertragskraft wuchs also stetig stärker als der Umsatz, ohne dass dieser Effekt mit Einsparungen auf der Personalseite einherging.

So stieg die Personalaufwandsquote von 2001 bis 2004 sogar um knapp einen Prozentpunkt. Getragen wurde dieses gute Gesamtergebnis sicher durch das erfolgreiche operative Geschäft, bspw. mit Deseleinspritzpumpen.

7.4 Finanzierungsstruktur

Carlyles Politik eines geringen Fremdkapitaleinsatzes scheint durch den nahezu konstanten Finanzaufwand bestätigt.⁵⁰ Die Eigenkapitalquote ist mit über 60 % vergleichsweise hoch – ein Ergebnis, das durch den Börsengang 1997 ermöglicht wurde, durch die konstant positiven Konzernüberschüsse aber noch besser ausfiel.

7.5 Auswirkungen auf die Beschäftigung

Das Umsatzwachstum spiegelt sich in einem stetigen Anstieg der Beschäftigung (um durchschnittlich 7,2 % p. a.), die allerdings mit einer nur leicht steigenden Personalaufwandsquote einherging. Bemerkenswert ist, dass das EBITDA pro Mitarbeiter im Betrachtungszeitraum durchschnittlich um 20 % p. a. wuchs.

7.6 Bewertung

Der letzte Schritt Carlyles, im Wege der Übernahme des Aufsichtsratsvorsitzes mehr Kontrolle über Beru zu gewinnen, scheint vor allem mit Verkaufsabsichten Carlyles und weiterer Großaktionäre begründet zu sein, die sich im November 2004, nach über 15-monatigen Verhandlungen⁵¹ konkretisierten, wie die folgende Ad hoc-Mitteilung von Beru vom 01.11.2004 zeigt:

(...) BorgWarner Germany GmbH, Heidelberg, ein mittelbares Tochterunternehmen der BorgWarner Inc. mit Sitz in Wilmington, Delaware, U.S.A., hat der BERU AG heute mitgeteilt, dass ein Kaufvertrag über 62,21 % der Aktien der BERU AG von Großaktionären und ein Kaufoptionsvertrag über weitere 0,82 % der Aktien der BERU AG abgeschlossen wurden. (...)

Darüber hinaus hat BorgWarner heute gemäß dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz seine Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots für die Aktien der BERU AG zu einem Preis von 67,50 EUR je Stückaktie veröffentlicht und der Gesellschaft mitgeteilt.

Dieser Preis entspricht einem Aufschlag von 14,7 % gegenüber dem volumengewichteten Durchschnittskurs der BERU Aktie der letzten zwölf Monate (58,8 EUR) und von 12,4 % über dem Schlusskurs im XETRA (60,07 EUR) am

⁵⁰ Den Sprung des Finanzaufwandes im Geschäftsjahr 2004/2005 erklärt Beru mit Steuernachzahlungen, vgl. Beru Geschäftsbericht 2004/2005.

⁵¹ Vgl. Handelsblatt, 14.09.2004.

letzten Handelstag vor der Veröffentlichung der Entscheidung.

BorgWarner hatte sich mit den beiden verbliebenen Großaktionären, Carlyle und den Familien Birkel und Ruprecht, auf eine Übernahme ihrer Anteile verständigt. In einem nächsten Schritt wollte BorgWarner über ein öffentliches Angebot seinen Anteil an Beru weiter aufstocken (möglicherweise auch mit dem Ziel, mit einem 95 %igen Anteil die Möglichkeit eines Squeeze-out zu erhalten, um Beru schließlich zu reprivatisieren und vom Kurszettel verschwinden zu lassen).

Im Zuge dieses Angebotes versicherte BorgWarner, ihre Hauptmotivation zur Übernahme sei, Marktanteile zu gewinnen. Die Integrität von Beru sollte erhalten bleiben.⁵² Zu den Arbeitnehmerinteressen äußerte sich BorgWarner wie folgt:

„Ebenso wenig beabsichtigt der Bieter gegenwärtig Maßnahmen, die wesentliche Auswirkungen auf die Arbeitnehmer von Beru oder ihrer Tochterunternehmen,

⁵² „Der Bieter betrachtet den Erwerb von Beru als einen wichtigen Schritt in seiner Strategie, Marktführerschaft anzustreben. Das Geschäft von BorgWarner ist in zwei Segmente aufgeteilt: Engine (Motorentchnik) und Drivetrain (Antriebstechnik). Der Bieter sieht vor, Beru als selbständiges Unternehmen zu erhalten, das innerhalb der Engine-Gruppe von BorgWarner das bestehende Produktportfolio erweitern und komplettieren wird. Die Engine-Gruppe von BorgWarner beschäftigt sich insbesondere mit der Entwicklung, Herstellung und Vertrieb technisch hochentwickelter Systeme für den Motorenbetrieb und zur Steigerung der Motorenleistung. (...) Zusätzlich zur Stärkung ihres Technologie- und Produktportfolios streben der Bieter und BorgWarner Inc. durch die Übernahme von Beru eine Erweiterung und Diversifizierung der Kundenbasis und Umsätze an. Da die Kundenbasis von BorgWarner und Beru unterschiedlich ist, bietet sich die Möglichkeit, den jeweiligen Kunden neue Produkte anzubieten. Der Bieter ist außerdem der Auffassung, dass es wichtig ist, in verschiedenen geographischen Märkten aktiv zu sein. Gegenwärtig erzielt die BorgWarner-Gruppe ihre Umsätze zu ca. 52 % in Nord- Mittel und Südamerika, ca. 31 % in Europa und ca. 17 % in Asien. Mit etwa 82 % ihrer Umsätze in Europa würde Beru dazu beitragen, dass die Umsätze der BorgWarner-Gruppe in Europa auf etwa 37 % ihrer weltweiten Umsätze ansteigen. Ein weiterer wichtiger strategischer Aspekt bei der Übernahme ist der Fokus von Beru auf den Markt der Dieselmotoren. Der Bieter und BorgWarner Inc. erwarten, dass der Markt für Dieselmotoren in Europa in der Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen wird, solange Preise für Benzin auf hohem Niveau bleiben werden. Derzeitige Planung des Bieters ist es, Beru als selbstständiges Unternehmen zu erhalten, und zwar als Teil des Unternehmensbereichs Engine der BorgWarner-Gruppe. Der Bieter beabsichtigt nicht, die Geschäftstätigkeit der Beru und ihrer Tochtergesellschaften wesentlich zu verändern. Gegenwärtig plant der Bieter keine Veränderungen bei den Betriebsstätten und dem Sitz von Beru; außerdem sieht der Bieter vor, alle drei Geschäftsfelder des Beru-Konzerns (...) fortzuführen“. Quelle: Pflichtveröffentlichung gemäß § 14 Abs. 3 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 02.12.2004.
Gemäß der Angebotsunterlage strebt der Bieter nach Vollzug des Aktienkaufvertrages eine angemessene Vertretung im Aufsichtsrat der BERU AG an. Der Bieter ist auch in Zukunft an einer Zusammenarbeit mit dem jetzigen BERU-Vorstand interessiert (Quelle: Reaktion des Vorstandes auf Angebot BW).

deren Arbeitnehmersvertretungen oder deren Beschäftigungsbedingungen haben".⁵³

Im Gegensatz zu den Diskussionen rund um den Einstieg von Carlyle bei Beru stimmte der Vorstand von Beru dem Verkauf zu und begründete dies in einer Pflichtmitteilung als Reaktion auf das freiwillige Kaufangebot von BorgWarner mit der Fairness des Kaufpreises:

„Bei der Würdigung der angebotenen Gegenleistung ist nach Einschätzung des Vorstands insbesondere zu berücksichtigen, dass diese gegenüber relevanten historischen Vergleichskursen der BERU Aktie eine Prämie enthält. (...) Zusammengefasst erwartet der Vorstand nach Durchführung des Übernahmeangebots insgesamt positive Einflüsse auf das Geschäft der BERU AG".⁵⁴

Der Erfolg des freiwilligen Kaufangebotes jedoch war eher bescheiden. Zum Ende des Geschäftsjahres 2004/2005 berichtete Beru, dass die BorgWarner 69,42 % der Anteile besitze, nachdem der Anteil durch den Erwerb der Anteile von Carlyle und den Eigentümerfamilien schon bei 63,02 % gelegen habe. Beru ist also noch immer eine – fast im selben Ausmaß wie vor dem Kauf durch BorgWarner – von freien Aktionären gehaltene, börsennotierte Aktiengesellschaft – heute allerdings mit einem strategischen Eigentümer statt mit einem Finanzinvestor (plus Eigentümer) als Mehrheitsgesellschafter.

Die Aktie von Beru hatte in der Zeit, seitdem Carlyle eingestiegen war, eine stetige Aufwärtsbewegung gezeigt. Einen Kaufpreis von 30 EUR pro Aktie vorausgesetzt, bedeutet der Verkauf zu 59 EUR⁵⁵ einen Gewinn von knapp 100 %.

⁵³ ebd.

⁵⁴ Pflichtveröffentlichung gemäß § 27 Abs. 3 Satz 1, 14 Abs. 3 Satz 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, 15.12.2004.

⁵⁵ Vgl. Handelsblatt, 15.12.2004.



Abbildung 5: Aktienkursentwicklung BERU

Quelle: www.wallstreetonline.de, 27.07.2005

So zeigte sich Carlyle vom Ergebnis ihres Engagements bei Beru hochzufrieden, durch den sie nach eigenen Angaben 218 Mio. EUR Erlöst hat, äußerte sich aber auch zu den strategischen Hintergründen, sich für BorgWarner als Käufer entschieden zu haben:

*„Beru ist eine exzellente Firma, und die Beteiligung war eine sehr erfolgreiche Investition für uns. Carlyle ist überzeugt, dass BorgWarner ein idealer industrieller Partner ist, welche sich strategisch hervorragend ergänzen mit der Perspektive, Beru im Sinne aller Anteilseigner und übriger Beteiligter⁵⁶ weiterzuentwickeln“.*⁵⁷

Auch zu den Konsequenzen für die Arbeitnehmer nimmt der Vorstand Stellung:

„Die Durchführung des Angebots berührt die Arbeitsverträge der Beschäftigten der BERU AG und ihrer Tochtergesellschaften nicht. Die Arbeitsverhältnisse bestehen mit demselben Arbeitgeber fort (kein Betriebsübergang). Die Inhalte der Arbeitsverträge der beschäftigten Arbeitnehmer bleiben unverändert. Für die unmittelbare oder mittels vertraglicher Bezugnahme herbeigeführte Anwendung von Tarifverträgen ergeben sich mit der Durchführung des Übernahmeangebots keine Änderungen. Die mit den örtlichen Betriebsräten und mit dem Gesamtbetriebsrat abgeschlossenen Betriebsvereinbarungen bleiben weiterhin kollektivrechtlich in

⁵⁶ Im englischen Original „Stakeholders“.

⁵⁷ Quelle: www.carlyle.com.

Kraft. Der Bieter beabsichtigt ausweislich des Angebots gegenwärtig keine Maßnahmen, die wesentliche Auswirkungen auf die Arbeitnehmer der BERU AG oder ihrer Tochterunternehmen, deren Arbeitnehmervertretungen oder deren Beschäftigungsbedingungen haben. Der Status der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat der BERU AG bleibt vom Vollzug des Angebots unberührt, solange die BERU AG weiterhin mehr als 500 Arbeitnehmer im Inland beschäftigt. (...) Der Status des Gesamtbetriebsrats und der Status der bestehenden Betriebsräte der BERU AG und ihrer Tochtergesellschaften bleiben vom Vollzug des Angebots unberührt. (...) Sitzverlegungen oder Schließung von Betriebsstätten der BERU AG oder Schließungen oder wesentliche Verkleinerungen von wesentlichen Standorten sind derzeit nicht geplant".⁵⁸

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Carlyle seinen öffentlich verlautbarten Prinzipien treu geblieben war, vor allem bezogen auf das behauptete Vertrauen in die Managementkompetenz der vorhandenen Geschäftsleitung. Erst zum Ende des Engagements hat Carlyle mit der Übernahme des Aufsichtsratsvorsitzes selber das Steuer in die Hand genommen – sicher aber wohl erst, nachdem mit den Eigentümerfamilien Einvernehmen über das weitere Vorgehen erzielt wurde. Schließlich passt der Verkauf an einen strategischen statt einen weiteren Finanzinvestor ebenfalls zur kommunizierten Strategie von Carlyle.

8. Zusammenfassung und Ausblick

Es ist müßig, darüber zu spekulieren, wie Carlyle sich verhalten hätte, wenn die Firma, wie ursprünglich angestrebt, die volle Kontrolle über Beru hätte erreichen können. Vielleicht ist Beru nur zu Hilfe gekommen, dass es – zufällig oder nicht – ein Wachstumsunternehmen war, das nach dem Börsengang auf keine externe finanzielle Unterstützung angewiesen war. Im Wachstum liegt die Hauptursache für die Wertsteigerung für den Investor, nicht im „financial engineering“ wie im Falle Premiere und KDG.

Allerdings liegen auch bei Premiere und KDG die Motivationen unterschiedlich. Während bei Premiere ein Sanierungsfall, aber ein von der Marktseite her betrachtet chancenreiches Wachstumsunternehmen in den Fokus von Investoren gelangte (und daher der Exit über die Börse), so scheinen bei KDG eher Überlegungen zur Industriekonsolidierung (vor allem Zusammenführung der Kabelnetzbetreiber der Netzebene 3) eine Rolle gespielt zu haben. Das relativ hohe Steigerungspotenzial der EBITDA-Margen von KDG dürfte die Investoren bewogen haben, Spielraum für die Anpassung der Bilanzstruktur und

⁵⁸ Quelle: www.carlyle.com.

Restrukturierung der Fremdkapitalseite zu sehen, um für sich Wert zu schaffen. Der verlorene Kampf mit den Kartellbehörden jedoch ist auch für die Finanzinvestoren eine Niederlage.

Auf Basis der verfügbaren Informationslage kann man abschließend folgendes Fazit ziehen:

Das Management der Private Equity-Gesellschaften verfügt grundsätzlich über hervorragende Kontakte zu Politik und Industrie. Allerdings sind die Methoden von Finanzinvestoren zahlreich, d. h. sie unterscheiden sich von Fall zu Fall z. T. erheblich.

Eine differenzierte Betrachtung der Praxis zeigt, dass „Private Equity“ auch deutsche Unternehmen in die Lage versetzen kann, sich weiter zu entwickeln oder sich zu sanieren. Es kann aber auch bedeuten, mehr oder weniger unbeeinflusst durch den Investor voranzugehen.

Die Beteiligung von Investoren liefert keine sicher vorhersehbaren Konsequenzen für die Arbeitnehmerseite. Wenn es zu Auswirkungen auf die Beschäftigten kommt, kann die Entscheidung, Arbeitsplätze abzubauen oder die Tarifabsprachen in Frage zu stellen, oft nicht eindeutig unmittelbar auf den Einfluss von Finanzinvestoren zurückgeführt werden.

Schließlich ist auch wichtig zu verstehen, dass hinter Private Equity-Häusern häufig Pensionsfonds stehen, die mit Blick auf die Altersversorgung eben auch das Kapital vieler Beschäftigter verzinsen (müssen). Wenn bzw. weil diese Form der Altersversorgung auch in Deutschland eine höhere Bedeutung erlangen wird, wird Deutschland das Phänomen „Private Equity“ mit hoher Wahrscheinlichkeit auch weiterhin begleiten.

Wie können sich Unternehmen vor negativen Einflüssen von Private Equity schützen?

Eine Antwort könnte lauten, dass es in der Unternehmensführung nicht den „best way“ gibt – unterschiedliche Führungsphilosophien wird es immer geben. Aber selbst, wenn für den einen Unternehmensinhaber der Grundsatz „Eigentum verpflichtet“ vielleicht eher im Vordergrund steht als für den anderen, haben letztlich doch beide die Aufgabe, die wirtschaftliche Überlebensfähigkeit ihrer Unternehmung zu sichern bzw. auszubauen.

In Bezug auf die Zukunftssicherheit der Unternehmen kann man aber davon ausgehen, dass der wirtschaftliche Druck zur Effizienz einschließlich einer betriebswirtschaftlich optimalen Finanzierungsstruktur eher zu- als abnehmen wird. Dafür sind die Reform der öffentlichen Altersversorgungssysteme und die globalisierten Kapitalmärkte vielleicht nur ein erster, wenngleich deutlicher Hinweis.

Literatur- und Quellenverzeichnis

Beru, Geschäftsbericht, 2001/2002

(http://www.beru.com/deutsch/investor/berichte_archiv.php)

Beru, Pflichtveröffentlichung gemäß § 14 Abs. 3

(http://www.beru.com/deutsch/investor/berichte_archiv.php)

BorgWarner, Prospekt zum Übernahmeangebot Beru, Heidelberg,
02.12.2004

Der Finanzbetrieb, 1/2003, S. 37 – 43

Die Zeit, 24/2005

Goldman Sachs, Geschäftsbericht 2004, S. 42

Goldman Sachs, Form 10-K 2004

Handelsblatt, 20. und 21.12.1999, S. 13 und S. 24

Heise online (www.heise.de)

KDG, Berichterstattung zum 1. Quartal, 2005, München

KDG, „Offer to Purchase for Cash“, 24. September 2004,
München

KDG, Quartalsbericht, 1.Quartal 2005, S. 12

Manager Magazin online, 05.12.2002, 19.09.2003, 24.05.2005

Manager-magazin.de, 13.09.2004

Premiere, Börsenzulassungsprospekt, 07.03.2005, Unterföhring

Premiere, Quartalsbericht, 1. Quartal 2005, S. 16

wirtschaftsblatt online, 13.04.2005

www.carlyle.com

www.finanztip.de

www.investars.com

www.wikipedia.de

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 Kursentwicklung Goldman Sachs.....	9
Abbildung 2:: Anlagemix Carlyle	20
Abbildung 3: Aktionärsstruktur Premiere vor Umstrukturierung ..	26
Abbildung 4: Aktionärsstruktur nach Verkauf	27
Abbildung 5: Aktienkursentwicklung BERU	47

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Kennzahlen Premiere	29
Tabelle 2: Kennzahlen KDG.....	37
Tabelle 3: Kennzahlen BERU.....	43