

Alfried Bührdel, CFO der Ströer
Out-of-Home Media AG,
tankte neues Geld bei Cerberus.



Foto: Danneberg & Wiedner

TITEL

Die neuen Geldgeber

Hedgefonds machen Banken Konkurrenz

Sie haben ein schlechtes Image. Trotzdem haben sie schon manchen Mittelständler vor dem Ende bewahrt: Immer mehr Hedgefonds bieten deutschen Unternehmen Fremd- und Hybridkapital an. Wer sind die neuen Geldgeber? Was bieten sie, und worauf müssen Schuldner achten? Die große FINANCE-Marktübersicht.

Von Boris Karkowski und Markus Dentz

Neue Geldquellen sprudeln in ferneren Ländern, spricht der alte Investmentbanker. Doch gib Acht, der Weg dahin ist nicht einfach. Festungen müssen eingenommen, Höllenhunde überwunden, Eichenbäume erklimmen und lange Äcker durchschritten werden. Dann aber sind schwarze Diamanten und silberne Punkte zum Greifen nah.

Citadel, Fortress, Oaktree, Longacre, Black Diamond oder Cerberus sind nicht etwa in der Welt der Fantasy-Rollenspiele zu Hause, sondern milliarden-schwere Hedgefonds. Offenbar ist es bei inzwischen rund 8.000 verschiedenen Hedgefonds wichtig, schon mit einem kraftvollen Namen die Konkurrenz zu überstrahlen. Ein Ende des Fondsnachwuchses ist nicht zu sehen. Beinahe täglich werden neue Fonds von ehemaligen Investmentbankern gegründet. Die Branche hat insgesamt über 1 Billion Dollar eingesammelt. Dieses Geld will Gewinn bringend investiert sein. Bei den üblichen Hedgefonds-Strategien – wie Heuschrecken über Unternehmen herzufallen oder die Stabilität der Weltwirtschaft zu gefährden – wächst die Konkurrenz beständig. Darum haben immer mehr Hedgefonds längerfristige Strategien wie den Kauf und die Vergabe von Krediten für sich entdeckt.

Wenn die Bank nicht mehr will oder kann

Immer mehr Milliardenfonds wollen den bekannten Spielern im deutschen Markt Konkurrenz machen, drängen in einen Markt, der bislang von Banken und Mezzanine-Fonds beherrscht wurde. „Wenn Banken ein Engagement zu riskant ist und sie nicht oder nur teilweise finanzieren wollen, könnten Hedgefonds ein Ausweg sein“, erklärt Ansgar Zwick, der als Partner von Houlihan Lokey Howard & Zukin Unternehmen in Finanzierungsfragen berät. Das ist häufiger der Fall bei Unternehmen kurz vor oder schon in der Insolvenz oder bei riskanten Übernahmen. Das Angebot der finanzstarken Fonds reicht vom klassischen Senior Debt (erstrangig besichert) über Second Lien (nach-

rangig besichert) bis hin zum Mezzanine-Kapital (unbesichert) und Equity. Wären sie nicht eingesprungen, würde es manches deutsche Unternehmen nicht mehr geben.

Beispiel KarstadtQuelle: Deutsche Banken verlängerten dem Warenhauskonzern im Dezember 2004 zwar gerade noch die Kredite in Höhe von 1,7 Milliarden Euro. Doch kurz darauf wurden Darlehen gleich weiterverkauft. Für die Restrukturierung benötigte der Konzern weitere Mittel – die bisherigen Banken machten zu. 300 Millionen Euro kamen als Second-Lien-Tranche, die von Goldman Sachs und Barclays vermittelt wurde.

Auch der Ferienflieger LTU, der Rückspiegelhersteller Scheffacker und der Mainzer Kabelnetzbetreiber Primacom (siehe Kasten unten) haben sich mit Hilfe von Hedgefonds refinanziert.

Doch wer sind die neuen Geldgeber – und was taugen sie als Alternative zur Hausbank? „200 bis 300 Hedgefonds kommen als Geldgeber in Frage – Geld haben die reichlich“, schätzt Zwick. Eine Liste von der Leonard Stern School of Business an der New York University führte für 2003 erst 80 Hedgefonds auf, die sich auf Unternehmen in der Krise spezialisiert haben. Inzwischen ist die Liste auf 136 Namen angewachsen. Bekannt ist davon in Deutschland bislang

kaum einer. Das liegt zum einen daran, dass erst wenige Transaktionen dieser Art in Deutschland gelaufen sind. Niemand weiß genau, wie viele deutsche Unternehmen Fremdkapital oder Mezzanine aus Hedgefonds-Hand erhalten haben. Experten schätzen die Zahl auf 40 bis 100 Mittelständler – in den meisten Fällen Private Placements. Zum anderen sitzen die Fondsmanager meist weit weg in New York, Texas oder Massachusetts, ein Büro in Deutschland haben die wenigsten. Selbst im Internet sind sie oft nur schwer zu finden.

Die Öffentlichkeitsscheu liegt zum einen an der traditionellen Zurückhaltung der Hedgefonds-Branche, aber auch an den Besonderheiten der Aufsichtsbehörden wie der BaFin. Matthias Grund von Freshfields erklärt: „Solange Sie nicht proaktiv an deutsche Unternehmen herantreten, ist eine deutsche Banklizenz nicht notwendig. Sind es die Unternehmen, die sich im Einzelfall an einen Fonds mit der Anfrage nach einer Finanzierung wenden, ist dies grundsätzlich möglich.“

Der Weg führt über die Broker-Dealer-Desks

Den Schlüssel zum Geld der Hedgefonds halten meist internationale Investmentbanken wie Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Citibank oder Deutsche Bank in der Hand. Die

Der Fall Primacom – Kopf in der Schlinge



➔ **Das Problem:** Primacom hatte sich an der Übernahme des niederländischen Wettbewerbers Multikabel verhasst. Die Geschäfte liefen nicht, der Mainzer Kabelnetzbetreiber hatte sich bis über beide Ohren verschuldet. Die Hoffnung, den Milliardenkredit durch operative Erlöse zu tilgen, trog. Nur durch Umschuldungen zu überhöhten Zinsen von bis zu 20 Prozent konnte der Kabelnetzbetreiber den Kopf aus der Schlinge ziehen. Am Ende blieb, nach einem Aufsehen erregenden Gerichtsver-

fahren mit den Gläubigern, nur der Verkauf von Multikabel, um die Sanierung zu gewährleisten. Das Unternehmen hatte zwar mit viel taktischem Geschick seinen Kopf durch einen Vergleich aus der Schlinge gezogen, doch war der Name Primacom bei den Banken verbrannt.

➔ **Die Lösung:** Rettung vor der drohenden Zahlungsunfähigkeit kam in Form eines Hedgefonds. Och-Ziff finanzierte nachrangige Tranchen des 369-Millionen-Euro-Kredits, bei dem die niederländische ING das Senior-Debt bereitgestellt hat. Seither gilt das Unternehmen als bilanziell saniert und kann sich wieder auf das Kerngeschäft konzentrieren.



Die 20 wichtigsten Hedgefonds Wer deutschen Mittelständlern Geld zur Verfügung stellen könnte.

Name	Kontakt	Anmerkung
Angelo, Gordon & Company	angelogordon.com	Büro in London; Deals u.a. Acterna, Drax
Avenue Capital Group	avenuecapital.com	Büro in London; Deals in Deutschland u.a. D+S Europe AG
Black Diamond	blackdiamondpartners.com	Büro in London geplant; Mezzanine bei größeren LBOs
Cargill Value Investment	cargillvalueinvestment.com	Büro in London
Cerberus / HKB	hkb.de	in Frankfurt ansässig; hat Ströer refinanziert
Citadel Investments	citadelgroup.com	Büro London; Team wird neu aufgebaut
D.B. Zwirn Partners	dbzco.com	Deal in Deutschland: Rinol; angebl. Büro in Deutschland geplant; eng an JP Morgan angelehnt
Davidson/Kempner	dkpartners.com	Büro in London
Deephaven Capital Management	deephavenfunds.com	Büro in London
Elliott Advisors		Schwerpunkt Equity-Investments
Fortress Capital Group	fortressinv.de	Büro in Frankfurt; noch ohne Banklizenz; noch kein Deal in Deutschland
Golden Tree LLC	goldentree.com	Büro in London
Lone Star / MHB	mhb-bank.de	Deals in Deutschland u.a. Vivanco
LongAcre Capital Partners		Büro in London
Marathon Capital	marathoncapital.com	Büro in London
Oaktree Capital	oaktreecapital.com	Büro in Frankfurt; Deals in Deutschland u.a. Gehag, Roncadin, Nordenia
Och Ziff Capital Management		Deals in Deutschland u.a. Primacom
Sandell Asset Management		Büro in London; altes Team gegangen, neues Europa-Team muss wieder aufgebaut werden
Silver Point Finance	2 Greenwich Plaza, Greenwich, CT 06830, USA	Deals u.a. Tiscali; angebl. Büro in Frankfurt geplant
Strategic Value Partners		Büro in Frankfurt

Investmentbanker telefonieren die deutsche Bankenlandschaft ab: Wo steht eine neue Finanzierung an, bei der die Hausbank nicht länger mitziehen will?

Gerade Unternehmen, die verlustreiche Jahre hinter sich haben oder mit dem Rücken zur Wand stehen, fallen im Ratingraster der Geschäftsbanken ganz nach unten. Dorthin, wo die Zinsen schmerzhaft teuer werden. Die Broker-Dealer-Desks der Investmentbanken sammeln die Gestrachelten, bereiten ihre Daten auf, stellen sie ihren bekannten Hedgefonds vor. Erst dann kommen deutsche Unternehmens- und Hedge-

fonds-Manager direkt in Kontakt miteinander.

„Dieses Vorgehen wird den Anforderungen deutscher Unternehmer nicht gerecht“, glaubt ein Insider. „Deutsche Mittelständler wollen Partner in Deutschland, deutsche Verträge, kurze Wege.“ Ein Ansatz, den der Hedgefonds Cerberus verfolgt: Im letzten Jahr hatte Cerberus, hierzulande durch Portfoliokäufe im Immobilien- und Non-Performing-Loan-Bereich bekannt geworden, die alteingesessene HKB Handel und Kreditbank übernommen. Mit einem kleinen Team bietet die HKB Mittelständlern Fremdkapital und Mezzanine

an. Dank einer Banklizenz kann die HKB die gesamte Bandbreite anbieten. Mit den Milliarden von Cerberus im Rücken gibt es nach oben kaum eine Finanzierungsgrenze.

Beispiel Ströer: Bei der für deutsche Banken zu riskanten Akquisition der DSM Deutsche Städte Medien GmbH (DSM) und der Deutsche Eisenbahn Reklame GmbH (DERG) hat das Unternehmen langfristige Darlehen und Betriebsmittellinien von Cerberus erhalten. „Wir haben mit gut 30 Banken und Finanzinvestoren gesprochen“, erklärt CFO Alfried Bührdel, wie es zu der Finanzierung mit dem US-Finanzinves-

tor gekommen war: Nachdem sich die Banken zurückgezogen hatten, Private-Equity-Gesellschaften aber nicht erwünscht waren, blieb Cerberus, die den Deal finanzierten.

Die Geschäfte von Ströer entwickelten sich mit den neuen Anhängseln sehr gut. Zwei Jahre später konnte das Unternehmen mit der Cerberus-Tochter HKB günstiger umschulden. An dem syndizierten Bankkredit in Höhe von 515 Millionen Euro hat sich auch wieder der US-Fonds beteiligt, aber auch die Sparkasse Köln-Bonn und die Kreisparkasse Köln. Bührdel freut sich: „Durch die schnelle Integration der DSM und der DERG haben wir unsere Profitabilität gesteigert. Der damit verbundene Bonitätszuwachs und die derzeit günstigen Marktkonditionen führen zu erheblich reduzierten Finanzierungskosten – die wesentliche Grundlage für den neuen Kreditvertrag.“

Auch Lone Star verfügt mit der MHB über eine deutsche Banklizenz. Thomas

Warnholtz, Partner der Finanzierungsberater Augusta & Co., empfiehlt für die längerfristige Fremdfinanzierung Fonds mit deutschem Sitz bzw. der Möglichkeit, eine Transaktion mit deutscher Dokumentation und mehrjähriger Kreditlaufzeit abzuschließen.

Wenige Fonds schon in Deutschland

Noch ist die Auswahl der Fonds, die in Deutschland ansässig sind, gering: Fortress hat zwar Büros in Frankfurt angemietet, hat aber noch keine Banklizenz. Auch Strategic Value Partners und Oaktree sind bereits in Frankfurt ansässig. Oaktree hat binnen zwei Jahren drei größere Investments abgeschlossen. Hermann T. Dambach, Oaktree-Geschäftsführer, betont: „Auch bei klassischen Restrukturierungsinvestments haben wir signalisiert, dass wir zur Zusatzfinanzierung bereit sind, um die Bilanzstrukturen zu verbessern.“ Hinzu kommen noch „hybride“ Spieler wie Acxit Capital Management mit Büros in

Frankfurt und Düsseldorf, die ihre Ideen zusammen mit Megafonds umsetzen oder in kleinere Unternehmen wie den Handy-Distributeur morephones investieren. Weitere US-Fonds drängen nach. Silver Point und D.B. Zwirn werden als Kandidaten gehandelt, die in den kommenden ein, zwei Jahren in Deutschland Büros eröffnen werden.

Ob sich der Sprung für sie auch nach Deutschland lohnt, ist noch nicht erwiesen. Denn das Geschäft läuft nur langsam an. Ströer ist bislang die erste und einzige Transaktion dieser Art, die die HKB abschließen konnte. Dennoch glauben die Fonds an ihre Marktlücke: Sie bieten auch in Fällen, in denen die Banken abwinken, Geld an. Achten Banken bei ihrer Einschätzung, wie kreditwürdig ein Unternehmen ist, vor allem auf die Zahlen der Vergangenheit, bewerten die Fonds künftige Cashflows. Ihr Kalkül: Unternehmen, die erfolgreich den Turnaround geschafft haben, →

ANZEIGE



Sicher Risiken eingehen.

Atradius macht Ihr unternehmerisches Risiko kalkulierbar – nutzen Sie die Chancen. Wir bieten Ihnen:

- 75 Jahre Erfahrung in der Absicherung von Lieferantenforderungen weltweit
- Maßgeschneiderte Produkte und Services rund um das Forderungsmanagement
- Kreditversicherung, Inkasso, Unternehmensinformationen und Finanzierungslösungen

Sichern Sie sich den Erfolg aus Risiko und Sicherheit.

haben eine schlechte Kredithistorie – doch sie können eine tolle Zukunft vor sich haben.

Nicht nur Unternehmen in besonderen Umständen bieten die Hedgefonds eine Alternative. Ansgar Zwick von Houlihan rät: „Mit dem klassischen Sparkassenkredit können die Fonds nicht konkurrieren. Doch sie können Lücken zwischen Senior Debt und Eigenkapital schließen helfen.“



Foto: KarstadtQuelle

„Das Angenehme an den neuen Financiers und Investoren ist, dass sie in der Regel keine Nebeninteressen verfolgen.“

Harald Pinger, Finanzvorstand
von KarstadtQuelle

Wer sich mit den neuen Geldgebern zusammensetzt, begibt sich auf internationales Terrain. „Die Hedgefonds spielen in der Champions League“, sagt Warnholtz. Das heißt: Angelsächsisch geprägte Verträge und Bedingungen, englischsprachige Verhandlungen. Wer bislang nur mit Sparkassen Kreditverträge geschlossen hat, sollte besonders sorgfältig prüfen. „Erst wenn ein Covenant-Bruch oder eine außerplanmäßige Änderung eintritt, wird manchem Mittelständler klar, was die Klausel konkret bedeutet“, warnt Warnholtz. „In den Verträgen findet man häufig Klauseln,

nach denen die Fonds „im Ernstfall“ sehr flexibel und schnell reagieren können, ohne dass der Kreditnehmer große Einflussmöglichkeiten besitzt.“

Weitere Caveats: Welche Informationspflichten gibt es, welche Abweichungen sind erlaubt, wie schnell werden aus Fremdkapitalgebern Eigentümer? Welche Strafgebühren werden fällig, wenn Covenants gebrochen werden („Covenant-Waivers“)? Bleibt genug Spielraum für Planabweichungen („Headroom“)? Beschränken sich Covenants nur auf Finanzkennzahlen, oder kommen qualitative Bedingungen hinzu? Wie schnell ist beispielsweise der Bericht der Wirtschaftsprüfer zu liefern? Wie stark ist Capex limitiert? Wie viel Dividenden oder Zinsen dürfen sich die Eigentümer ausschütten? Wie viel Zeit bleibt, einen Covenant-Bruch zu beheben? Sind vorzeitige Rückzahlungen möglich? Bei welchen strategischen Entscheidungen muss der Kreditgeber zustimmen? „Die Regelungen haben teilweise einen Detaillierungsgrad, den deutsche Unternehmen früher nicht kannten“, resümiert Warnholtz. Ein Finanzvorstand, der jüngst mit Fonds refinanziert hat, bestätigt: „Die Fonds sind ‚much more sophisticated‘ als deutsche Banken.“

Hohe Abschlusskosten

Auch bei den Kosten sollten Schuldner genau hinschauen. Allein die Zinsen zu betrachten greift zu kurz. Durch die angelsächsische Vertragsstruktur steigen die Einmalkosten für Anwälte, den Fonds entstehen Kosten für die Due Diligence (strukturierte juristische und finanzielle Durchleuchtung) – und auch das Broker-Dealer-Desk der Investmentbank will seinen Schnitt machen. „Sind die Zinsen der Risikoklasse durchaus angemessen und vergleichbar, schlagen aber gerade bei kurzen Kreditlaufzeiten die Anfangskosten deutlich auf die Gesamtkosten durch“, warnt Zwick. In der Regel lohnen sich erst Kredite ab einem Volumen von über 10 Millionen Euro.

Vor allem eines sollten Kreditnehmer nicht vergessen: Die Hedgefonds haben in der Regel deutlich höhere Renditeanforderungen als Banken. Eine

jährliche Rendite im zweistelligen Bereich erwarten ihre Investoren – entsprechend intolerant reagieren sie bei Planabweichungen, Verstößen gegen Covenants. Anders als Banken haben sie in der Regel nur eine Verbindung zum Kunden, Quersubventionen gibt es nicht. Auf der anderen Seite macht es sie aber auch berechenbar, ist ihr Verhalten rational: Es zählen allein die Rendite und die Plausibilität des zugehörigen Business Cases. Harald Pinger, Finanzvorstand von KarstadtQuelle: „Das Angenehme an den neuen Financiers und Investoren ist, dass sie in der Regel keine Nebeninteressen verfolgen. Sie geben ihr Geld und wollen dafür einen sauberen, klar kalkulierbaren, gut kontrollierbaren Investment Case. Das ist bei Banken oft anders, weil sie mit dem Kredit vielfach den Einstieg in Zusatzgeschäft suchen und Dinge voneinander abhängig machen, die eigentlich nicht zusammengehören.“

Hello, and Goodbye!

Doch die rein ökonomische Ratio kann auch Nachteile haben. Der amerikanische Hedgefonds Sandell war 2003 in Europa aktiv geworden. Er war auch Gläubiger von deutschen Mittelständlern geworden. Doch das europäische Team hat Sandell verlassen, ein neues Team muss erst aufgebaut werden, berichten Kenner der Szene. Seitdem haben die deutschen Manager ihre Ansprechpartner vor Ort verloren, allein New York ist zuständig.

Aber dass auch deutsche Banken nicht mehr die zuverlässig langjährigen Finanzierungspartner sind, bekommen auch große Namen zu spüren. Beim Vorzeigeunternehmen Dürr veräußerten die Banken Darlehen, Hedgefonds stiegen ein. Das Stuttgarter Unternehmen hat sich mittlerweile am eigenen Schopf durch Verkäufe von Unternehmensteilen herausgezogen. Doch nicht nur die Stuttgarter wissen nun: Amerikanische Hedgefonds sind näher an der eigenen Bilanz, als man denkt. Und: Sie kommen vor allem bei schlechtem Wetter. ←

boris.karkowski@finance-magazin.de