

PRIVATE EQUITY

# Gleiches Spiel in Osteuropa

Investitionskriterien und Investitionsbedingungen auf dem Prüfstand<sup>1)</sup>



Fjodor J. Alekseejew, Ansicht des Moskauer Kreml und der Steinbrücke, Anfang 19. Jahrhundert.

meisten Investoren stammen aus den USA sowie aus Westeuropa.

### Wettstreit um attraktive Targets

Auf der Investitionsseite konnte mit diesen Mitteln eine Reihe von spektakulären Private-Equity-Transaktionen, wie z.B. Zentiva (Management-Buy-out, Transaktionsvolumen 125 Millionen Euro) und Cesu Alus (Turnaround; Transaktionsvolumen 125 Millionen US-Dollar), durchgeführt werden. Nichtsdestotrotz ist gerade bei mittelgroßen Zielunternehmen (Transaktionsvolumen 5 bis 20 Millionen Euro) der Wettbewerb groß, denn attraktive Targets sind rar.

Der Studie zufolge schrauben PE-Fonds in der CEE-Region ihre Erwartungen hinsichtlich der Transaktionshöhe zurück und sehen die typische Transaktion im Bereich von 5 bis 20 Millionen Euro. Ihre Erwartungen an Umsatz- bzw. EBIT-Entwicklung bleiben jedoch gleich.

Osteuropa birgt für Private Equity viel ungenutztes Potenzial. Es gilt: Der frühe Vogel fängt den Wurm. Jüngste Studienergebnisse beleuchten die Chancen und Risiken des Ostinvestments.

Von Roman Göd und Robert Aigner

Eine gemeinsame Studie der Fachhochschule des bfi Wien und Modern Products Corporate Finance kommt zu dem Schluss, dass der Private-Equity-Markt in Osteuropa (CEE-Region) noch stark unterentwickelt ist, obwohl dort seit den Neunzigerjahren bereits vier größere Fundraisingwellen stattgefunden haben.

In der ersten Welle wurden kurz nach der Wende 1990 bis 1992 länderspezifische Fondsmittel von Investoren

angelegt. Diese Fonds wurden während der zweiten Welle 1994 bis 1995 aufgestockt. Zwischen 1997 und 2000 verlagerte sich das Interesse der Investoren auf Regionalfonds, die in mehreren oder in allen CEE-Ländern aktiv waren. Die letzte Welle 2003/2004 bezog sich sowohl auf einzelne Länder als auch auf die Regionen im Allgemeinen. Die

### Länderranking

Für PE-Investoren stellt die Slowakei derzeit das attraktivste Land dar. Ihr BIP liegt über 5 Prozent, und mit einer Flat-Tax von 19 Prozent weist sie optimale steuerliche Bedingungen auf. Außerdem verfügt die Slowakei über stabile rechtliche Rahmenbedingungen, und 38 Prozent der Direktinvestitionen fließen in den Industriesektor. Eine ähnliche Situation finden Investoren in Tschechien.

### Segmentierung des PE-Marktes in CEE

Transaktionsvolumen	Situation
< 5 Mio. Euro	Vielzahl an Investitionsmöglichkeiten, jedoch i.d.R. schlechte „Qualität“ der Targets (Transparenz, Management, Finanzdaten/Reporting)
5 bis 20 Mio. Euro	Überschaubare Anzahl an interessanten Investitionsmöglichkeiten, hoher Wettbewerb mit regionalen PE-Fonds sowie strategischen Investoren
> 20 Mio. Euro	Geringe Anzahl an Investitionsmöglichkeiten, hoher Wettbewerb mit internationalen Fonds sowie strategischen Investoren

Quelle: Modern Products Corporate Finance

<sup>1)</sup> Dieser Artikel basiert auf Ergebnissen einer empirischen Analyse von quantitativen und qualitativen Investitionskriterien von PE-Fonds in den Zukunftsmärkten Mittel- und Osteuropas, die im Zuge einer wissenschaftlichen Arbeit am FH-Studiengang „Bank- und Finanzwirtschaft“ der Fachhochschule des bfi Wien von Robert Aigner durchgeführt wurde.

## Branchenorientierung

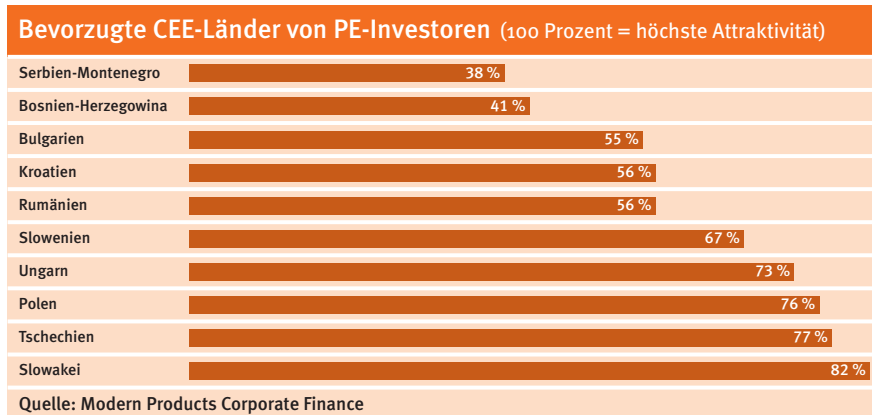
Was die Branchenorientierung angeht, so lässt sich sowohl in der CEE-Region als auch in Westeuropa eine Tendenz hin zur opportunistischen Investitionsauswahl feststellen. Nur eine geringe Anzahl (31 Prozent) der PE-Fonds gibt bei ihren Investitionsentscheidungen einen Branchenfokus bzw. konkrete Zielbranchen an. Dennoch lassen sich für die CEE-Region und Westeuropa bevorzugte Branchen der PE-Investoren nennen.

Ein Grund für das zögerliche Investitionsverhalten, insbesondere für westeuropäische PE-Gesellschaften, könnte jedoch die Einschätzung des Risikos einer Investition in die CEE-Länder sein.

## Bedeutung der Due Diligence in der CEE-Region

Ein zusätzliches Problem für vor Ort agierende PE-Gesellschaften stellt vor allem das rechtliche Rahmenwerk dar, in dem sich PE-Fonds – insbesondere in Tschechien – bewegen. Bei Private Equity handelt es sich um ein „Opportunity-Business“, in dem grundlegende Bereiche nur schwer bewertet werden können. Jede Investitionsmöglichkeit wird opportunistisch geprüft. Erfüllt das Unternehmen die Kriterien, ist das ein „Go“ für die Investition, egal ob in West- oder Osteuropa.

Westeuropäische PE-Fonds sind den Bereichen Recht und Steuern gegenüber kritisch eingestellt. Dort wird der

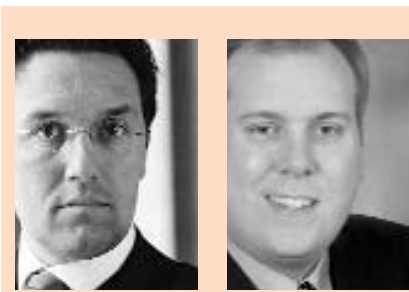
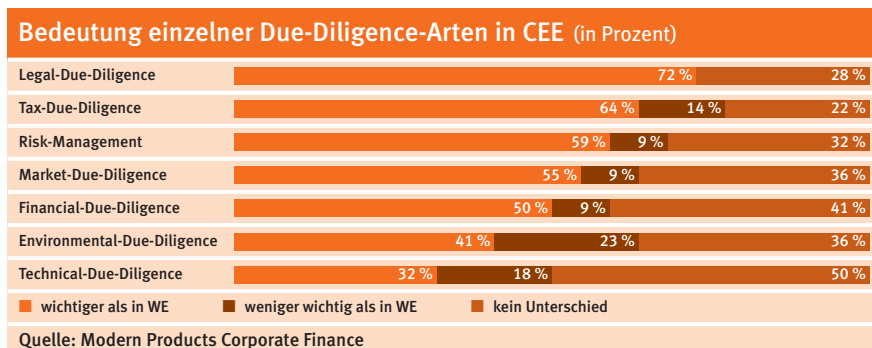


Positiv sehen die PE-Investoren die Lohnkosten (im Verhältnis zur Produktivität),

Steuern und Gebühren sowie die Unternehmensbewertungen in den CEE-Ländern. Kritischer wurden die Bereiche Managementfähigkeiten, Transparenz und eigenes Know-how über die Märkte sowie die Verfügbarkeit von ausgedehnten Finanzdaten bewertet.

Schwerpunkt auf die Due Diligence gelegt. Es soll vorgekommen sein, dass Target und Immobilie gar nicht im Eigentum des „Verkäufers“ waren.

Üblicherweise werden die restlichen Due-Diligence-Themen, wie in Westeuropa auch, in Abhängigkeit von dem jeweiligen Geschäftsmodell überprüft. Ein wesentlicher Aspekt ist die Risk-Management-Analyse.



**Roman Göd** (links) ist Geschäftsführer der Modern Products Corporate Finance, Deutschland.

**Robert Aigner** (rechts) ist Analyst bei Modern Products Corporate Finance, Österreich/CEE.

rgoed@modern-products.net

## Osteuropa: ja oder nein?

Eine Vielzahl westeuropäischer PE-Gesellschaften steht derzeit vor der Entscheidung, in die CEE-Region zu investieren. Die formalen Kriterien sind häufig bereits erfüllt. Trotzdem sind erst verhältnismäßig wenige Gesellschaften tatsächlich vor Ort investiert. Ein unumgängliches Muss vor einer etwaigen Investition sind Kenntnisse über Märkte, Menschen und Kultur des betreffenden Landes.

## Hohes Potenzial bei Privatisierungen

Das stärkste und auch zukunftsreichste Segment stellt der Buy-out-Bereich dar. Spin-offs nach Privatisierungen sowie erste Nachfolgeübernahmen durch das operative Management stehen ebenfalls an. Große Transaktionen, die vor allem im Rahmen von Privatisierungen anstehen, werden oft von Westeuropa aus strukturiert und gehen damit am lokalen Markt vorbei.

In weiterer Folge stehen auch interessante Expansionsfinanzierungen im Raum, die sich nicht nur weiter nach Osten richten, sondern auch Zukäufe in Westeuropa anstreben. PE-Investoren werden für ihre frühzeitigen Beteiligungen in einem noch nicht „gereiften“ PE-Markt sicherlich attraktive Renditen erzielen, da mit einem überdurchschnittlichen Wachstum der Branche in den nächsten fünf Jahren gerechnet werden kann.

