



**Die Köpfe einer neuen Macht:** (Bilder von links nach rechts, obere Reihe) **Johannes Huth**, KKR; **Stephen Schwarzman**, Blackstone; **Anthony Bolton**, Fidelity; **Andrew Dechet**, TPG; (mittlere Reihe) **Christopher Flowers**, J. C. Flowers; **Ken Griffin**, Citadel; **Christopher Hohn**, TCI; **Thomas Shrager**, Tweedy, Browne; (untere Reihe) **Florian Homm**, Absolute Capital; **David Shaw**, D. E. Shaw; **Klaus Kaldemorgen**, DWS; **Clemens Vedder**

# Heimliche Herrscher

**INVESTOREN** Ein neuer Typ von Großanlegern übernimmt die Macht in deutschen Konzernen – und lehrt die Vorstände das Fürchten.

VON MICHAEL FREITAG UND ULRIC PAPENDICK



(obere Reihe) **Stephan Howaldt**, Hermes; **Dwight Poler**, Bain Capital; **Wilbur Ross**; **Eric Knight**, Knight Vinke; (mittlere Reihe) **Thomas Krenz**, Permira; **Brian Powers**, Hellman & Friedman; **Guy Wyser-Pratte**; **David Rubenstein**, Carlyle; (untere Reihe) **Leon Black**, Apollo; **Allan Moss**, Macquarie; **Michael Treichl**, Audley; **Marcus, Peter und Jacob Wallenberg**, Investor AB

Es war ungewöhnliche Post, die Ende August die Aufsichtsräte der Tui AG erreichte: eine Sammlung von Magazin- und Zeitungsartikeln. Alle befassten sich mit der Lage des Tourismuskonzerns. Alle schilderten vor allem die Schwächen.

Noch ungewöhnlicher als der Inhalt war der Ort, an dem die kleine Horrorshow aus dem Fax surrte: der Robinson Club Amadé im Salzburger Land.

Tui-Chef Michael Frenzel (59) hatte den Aufsichtsrat zum dreitägigen Strategietreffen in die Freizeitanlage geladen. Aber nicht einmal hier im beschaulichen Kleinarl hatte er Ruhe vor seinem gefährlichsten Gegner: Stephan

Howaldt (40). Der Deutsche in Diensten des britischen Pensionsfonds Hermes bedrängt Frenzel schon seit Monaten. 3 Prozent der Tui-Aktien haben die Briten erworben; und es ist nicht ihre Art, brav Tee zu trinken und auf Kursgewinne zu warten.

Mal besucht Howaldt den Tui-Chef und erklärt ihm, wie er sich die künftige Strategie des hoch verschuldeten Konzerns vorstellt. Mal verbündet er sich mit Klaus Kaldemorgen (53), dem Chef der Fondsgesellschaft DWS, und erläutert Tui-Aufsichtsratschef Jürgen Krumnow (62), was mit dem Konzern passieren muss: etwa, dass aus Tui binnen maximal 18 Monaten zwei Unterneh-

men werden sollten; eins für Tourismus und eins für Containerschiffahrt. Mal hat er das Gefühl, dass zu wenig passiert, und schiebt einen Stapel Papier ins Fax. Einfach nur, um die Aufsichtsräte daran zu erinnern, wie schlecht es dem Konzern unter Frenzels Führung ergehe.

Seit zwölf Jahren führt Michael Frenzel Tui. Er wurde hoch gelobt für den mutigen Umbau des Konzerns vom Gemischtwarenladen zum Tourismusspezialisten, und er wurde viel gescholten, als die Ergebnisse die Verheißungen nicht erfüllten. Noch nie aber hat ihn jemand so unter Druck gesetzt wie der britische Pensionsfonds und dessen teutonischer Manager.

In Kleinarl brachte Frenzel den Aufsichtsrat noch einmal hinter sich. Er will den Konzern nicht spalten. Ein solcher Schritt gefährde die 50 000 Tourismus-jobs der Tui, das hat er den Kontrollleuren klargemacht. Aber im Dezember wird er den Plan für eine große Strukturreform der Tui präsentieren, und eines ist bereits sicher: Frenzel wird darin einen Teil der Hermes-Vorschläge aufgreifen.

Es bleibt ihm wohl nichts anderes übrig. Wenn er wissen will, was mit Totalverweigerern passiert, muss er nur nach Großbritannien schauen. Dort hat Hermes zwischen 1998 und 2004 bereits 15 Vorstandschefs zum Rücktritt gezwungen.

**ES IST EINE GANZ NEUE MACHT**, die sich den deutschen Vorständen entgegenstemmt. Ähnlich wie Tui-Chef Frenzel machen überall in der Republik Unternehmenschefs damit Bekanntschaft.

Die Deutsche Telekom hat sich kaum an ihren selbstbewussten Großaktionär gewöhnt, den amerikanischen Finanzinvestor Blackstone, da müht sich schon das russische Oligarchenimperium Sistema um eine Sperrminorität. Das Prüftechnikunternehmen Techem sieht sich einer aggressiven Übernahmeattacke der australischen Bank Macquarie ausgesetzt. Und der Kaufhauskonzern Karstadt konnte im Frühjahr einen Angriff mehrerer Hedgefonds nur unter immensen Kosten abwehren.

Es sind längst nicht nur die Private-Equity-Investoren, also die von Bundesarbeitsminister Franz Müntefering beschworenen „Heuschrecken“, die Frenzel und Co. mit ihren Übernahmeplänen das Leben schwer machen. Firmen wie Blackstone oder Bain Capital sind für die Manager sogar noch einigermaßen berechenbar. Sie versuchen sich höchst selten an feindlichen Übernahmen.

## Die größten US-Hedgefonds

Verwaltetes Vermögen in Milliarden Dollar

Goldman Sachs	29,5
J. P. Morgan AM	28,8
Bridgewater Associates	28,0
D. E. Shaw	23,2
Farallon Capital*	18,1
Och-Ziff Capital	17,0
Barclays Global Investors	17,0
ESL Investments*	15,5
Campbell & Co.	13,8
Tudor Investment	13,6

\*Schätzung.

Quelle: Absolute Return; Stand: 2006

Die großen Hedgefonds dagegen greifen gleichsam aus dem Nichts an. Sie steigen oft gleich mit mehreren hundert Millionen Euro ein, wenn sie schnelles Geld wittern. Kaum wird über eine Übernahme spekuliert, stürzen sie sich auf die Aktien des Opfers – und spielen anschließend alle Möglichkeiten aus, den Preis nach oben zu treiben. Wer sich nicht wunschgemäß verhält, der wird schon mal aus dem Weg gebot. So zwang 2005 eine Koalition mehrerer Hedgefonds Deutsche-Börse-Chef Werner Seifert (57) zum Rücktritt.

Selbst Pensions- und Investmentfonds wie Hermes oder DWS sind nicht mehr die stillen Teilhaber vergangener Jahre. Heute diktieren sie den Vorständen lautstark ihre Wünsche – und fordern schon mal den Kopf des Vorstandschefs. Die Jagd nach Rendite hat aus kreuzbraven Fondsmanagern aggressive Aktionäre gemacht. „Bei anhaltend unterdurchschnittlichen Ergebnissen müssen auch länger-

fristig orientierte Fondsmanager auf kurzfristige Änderungen drängen“, sagt DWS-Aufsichtsrat und Hermes-Beirat Christian Strenger. „Wir sind schließlich unseren Anlegern verpflichtet.“

Kontrolliert von oft laxen Aufsichtsräten, konnten die Konzernchefs lange Zeit machen, was sie wollten. Heute reden selbstbewusste Großaktionäre überall mit – und wissen ihre Rechte durchzusetzen. War die deutsche Wirtschaft früher eine Art Managerkapitalismus, so ist daraus heute ein Investorenkapitalismus geworden.

Kaum etwas hat diese Entwicklung so gefördert wie der Zerfall der Deutschland AG. Banken und Versicherungen haben ihre Industriebeteiligungen zum Großteil verkauft. Nur noch wenige Konzerne sind durch starke Familienaktionäre oder Stiftungskonstruktionen geschützt. Unternehmen wie Daimler-Chrysler oder Adidas sind zu 90 Prozent und mehr in Streubesitz. Ideale Bedingungen für Fondsgesellschaften und Hedgefonds, Bündnisse zu bilden und auf schwach besuchten Hauptversammlungen anzugreifen.

**WER SIND DIE TURBOKAPITALISTEN**, die Deutschlands Topmanager so vor sich hertreiben? Sie operieren von London und New York, von Mallorca und Monaco aus. Manche verdienen 100 Millionen Euro und mehr im Jahr, vermeiden aber jeden Auftritt in der Öffentlichkeit. manager magazin stellt die 30 mächtigsten Investoren des neuen Jahrtausends vor; von mysteriösen Hedgefondsmagnaten wie Ken Griffin, dem milliarden-schweren Chef des Hedgefonds Citadel, bis zu deutschen Aktionärsvertretern wie Klaus Kaldemorgen, dem Primus der Fondsgesellschaft DWS (siehe die Kurzporträts der Investoren ab Seite 52).

Die Angreifer verfolgen höchst unterschiedliche Strategien. Einige legen ihr



### Unter Beschuss

Pensions- und Investmentfonds gaben ihnen auf 50 Seiten schriftlich, wie sie ihre Strategie ändern sollten: Tui-Konzernchef Michael Frenzel (r.) und der Aufsichtsratsvorsitzende Jürgen Krumnow.



### Dauerbesuch

Kaum war die australische Hoch-tief-Tochter Leighton 2004 in eine Krise geraten, schlugen reihenweise Hedgefonds Alarm. Bis zu 80 Prozent seiner Arbeitszeit widmete Hochtief-Finanzchef Peter Noé den drängelnden Investoren.

Geld für mehrere Jahre an, andere nur für wenige Wochen. Aber zwei Dinge einen sie: Sie wollen maximale Rendite. Und stoßen sie auf Widerstand, werden sie ungemütlich.

Der Investorenkapitalismus verändert Deutschland schon jetzt, er wird die Unternehmen revolutionieren. Vor allem aber wird das Leben der Topmanager härter werden. Die Vorstände müssen sich auf immer neue Einmischungen und Angriffe gefasst machen – und darauf, dass viele der vermeintlich guten Ratschläge nur einen Zweck haben: schnelles Geld für Anleger, die sich schon bald verabschieden werden.

**DER MANN**, der Tui-Chef Frenzel das Leben so schwer macht, gehört zu den wichtigsten Köpfen dieser neuen Wirtschaftselite. Stephan Howaldt plant seine Attacken in einem unspektakulären Bürogebäude nahe der Londoner Tower Bridge. Hier sitzt die Hermes Pensions Management Limited. Die Gesellschaft investiert für ihre Kunden fast 100 Milliarden Euro, die Hälfte davon Pensionsgelder der British Telecom.

Bis 1998 war Hermes eine brave Fondsgesellschaft wie so viele andere auch. Das verwaltete Geld wurde weitestgehend über die wichtigsten europäischen Aktienindizes verteilt. Dann starteten die Briten ein neues, aggressiveres Konzept. Mit einem Teil des Geldes kauften sie Anteile von prinzipiell soliden, aber schlecht gemanagten Unternehmen, um den Vorständen auf den rechten Weg zu helfen und von den folgenden Kursgewinnen zu profitieren.

2001 überzeugte Howaldt den Londoner Fonds, diese Strategie, die bis dahin nur in Großbritannien zum Einsatz gekommen war, auf den europäischen Kontinent auszuweiten. Davon profitierte er auch selbst: Gemeinsam mit seinem elfköpfigen Team streicht der Manager

## Die größten Firmenjäger

Volumen der aktuellen Private-Equity-Fonds in Milliarden Dollar

US-Gesellschafter	
KKR	22,2*
Blackstone	20,6
Bain Capital	15,3*
Texas Pacific Group	14,2
Carlyle	12,9*
Apollo	10,0
Thomas H. Lee	9,0
Goldman Sachs	8,5
Warburg Pincus	8,0
Europäische Gesellschafter	
Permira	13,5
CVC	12,6*
Cinven	8,2
Apax	7,0*
BC Partners	7,0

\*In zwei separaten Fonds.

Quelle: Adveq 2006

des European Focus Funds 30 Prozent des Gewinns ein. Allerdings nur des Gewinns, der die Rendite des britischen Aktienmarkts übertrifft.

Howaldt ist keine Heuschrecke: Leutnant bei der Bundeswehr, Karriere erst bei der Treuhand als Mann für die schwierigen Fälle, dann bei der Investmentbank UBS Warburg. Er investiert langfristig; er bleibt Minderheitsaktionär. Er ist keiner, der einem Unternehmen hohe Schulden aufbürdet, damit üppige Sonderausschüttungen an sich selbst finanziert und sich nach kurzer Zeit wieder verabschiedet. Was Howaldt

von Unternehmen erwartet, hat er stets schriftlich dabei: die zehn Hermes-Prinzipien, eine Art Glaubensbekenntnis moderner Unternehmensführung. Es enthält sogar die Aufforderung, die Umwelt möglichst wenig zu belasten.

Aber die Hermes-Regeln, daraus macht Howaldt kein Geheimnis, enthalten auch einen Eskalationskatalog: Sechs bis acht Wochen Zeit lässt er den Vorständen in der Regel, nachdem er ihnen seine Vorschläge erläutert hat. „Wenn das Management dann bessere Ideen präsentiert, akzeptieren wir das. Wenn nicht, sollte es sich an unseren Plan halten. Wir werden niemals hinnehmen, dass alles beim Alten bleibt.“

Ist der Vorstand uneinsichtig, spult Howaldt seine Eskalationsstrategie ab. Gespräche mit dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats, dann mit weiteren Aufsichtsratsmitgliedern, später gezielte Informationen an die Presse. Wenn auch das nicht hilft, daraus macht Howaldt kein Hehl, drängt er auf die Ablösung des Managements.

Der Mann sieht sich nicht nur als Renditejäger; er arbeitet gewissermaßen in höherem Auftrag: „Wir haben hier bei Hermes das Gefühl, dass wir etwas Gutes tun.“

Derlei moralische Betrachtungen sind die Ausnahme in der Szene. Andere Investoren gehen wesentlich härter zu Werke. Von deutschen Vorständen besonders gefürchtet sind die im Branchenjargon „Blackmailer“ (Erpresser) getauften Aktionärsaktivisten. Männer wie Guy Wyser-Pratte, die meist ein paar Prozent des Aktienkapitals kleinerer Firmen kaufen und dann so lange Alarm schlagen, bis das Management unter massiven öffentlichen Druck gerät (wie etwa im Fall Rheinmetall) oder sogar aufgibt (wie bei IWKA).

Noch vor Jahren hatten Investoren wie Wyser-Pratte Probleme, in die Top-

FOTOS: HENNING SCHACHT/ACTION PRESS, MICHAEL WALLRAH/ ACTION PRESS



### Kurzfristig kassiert

Witern sie eine Übernahme, steigen Hedgefonds ein. Paulson etwa investierte mehrere hundert Millionen Euro bei Schering – und profitierte, als Bayer-Chef Wenning (links mit Ex-Schering-Lenker Erlen) sein Gebot erhöhte.



### Starke Minderheit

Die Private-Equity-Gesellschaft Blackstone ist es gewohnt, Firmen komplett zu übernehmen. Selbstbewusst agiert sie aber auch mit 4,5 Prozent der Anteile. Der Leidtragende, Telekom-Chef Kai-Uwe Ricke (I.), musste gehen.

etagen durchgestellt zu werden. Heute beilen sich die Vorstandschefs, Wyser-Pratte zu empfangen. Denn seine Macht beruht auch darauf, dass er meist weitere finanzkräftige Investoren im Rücken hat.

Raider und andere Investoren scheuen sich nicht, ihren eigentlichen Antrieb zu benennen. „Wir wollen nicht die Welt verändern“, sagt Eric Knight (47), Chef des New Yorker Hedgefonds Knight Vinke, „wir wollen Geld verdienen.“

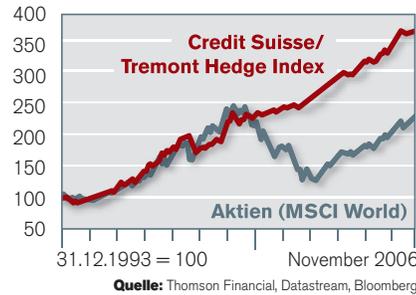
So wie beim niederländischen Medienkonzern VNU. Dort sorgte Knight mit seinen öffentlichkeitswirksamen Attacken für den Rücktritt des Vorstandschefs Rob van den Bergh. Den Ölkonzern Shell zwang er 2004, seine jahrzehntealte Struktur mit zwei Führungsgremien in London und Den Haag zugunsten einer zentralisierten Organisation aufzugeben. Derzeit liefert sich Knight einen handfesten Streit mit der französischen Regierung um die Konditionen der geplanten Fusion der Verwerger Suez und Gaz de France.

Sein nächstes Spielfeld hat Knight bereits im Visier. „Wir werden uns in den nächsten 18 Monaten ziemlich sicher in Deutschland engagieren“, sagt er.

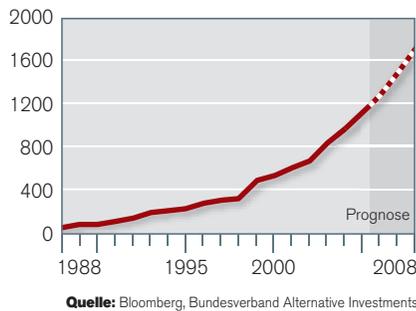
**MIT DIESER ABSICHT** steht er nicht allein da. Eine ständig wachsende Schar von Hedgefonds sucht hierzulande nach Anlagegelegenheiten. Mit welcher Aggressivität die Finanzjongleure dabei mitunter vorgehen, spürte besonders die Deutsche Börse. Die Hedgefondsmanager zwangen Vorstandschef Werner Seifert zum Rücktritt, auch sein Aufsichtsratsvorsitzender Rolf Breuer (69) gab auf. Das Vergehen der beiden Topmanager: Sie planten, die London Stock Exchange zu übernehmen. Die Heuschrecken wollten aber lieber, dass die Kriegskasse der Börse an die Aktionäre ausgeschüttet wird.

### Attraktive Anlage

Wertentwicklung von Hedgefonds und Aktien im Vergleich



Verwaltetes Vermögen der Hedgefonds in Milliarden Dollar



Der Fall Deutsche Börse ist ein extremes Beispiel für das rüde Vorgehen der Hedgefonds. Und doch ist er prototypisch. Vielen Finanzakrobaten ist nahezu jedes Mittel recht, um die Rendite ihrer Investments zu steigern.

Der New Yorker Fonds Elliott etwa hielt dem Management der Deutschen Telekom in diesem Frühjahr in offenen Briefen und scharfen Attacken auf der Hauptversammlung Wertvernichtung und Verschwendung vor – nur um das Führungsteam um Kai-Uwe Ricke (45) dazu zu bewegen, einen Streit mit dem französischen Vivendi-Konzern um ein Engagement in Polen rasch zu beenden.

Auch Telekom-Aufsichtsratschef Klaus Zumwinkel (62) hat bereits Bekannt-

schaft mit den Heuschrecken gemacht. Der im Steuerparadies Isle of Man beheimatete Fonds Laxey Partners wies den Oberkontrolleur per offenen Brief kaltschnäuzig an, sowohl das US-Geschäft als auch den Immobilienbesitz der Telekom zum Verkauf zu stellen.

In der Regel genügt den Hedgefonds eine Beteiligung von wenigen Prozent, um ihre Ansprüche zu untermauern. Neben dem Vorstand gehen die Aktivisten den Aufsichtsrat als direkten Vertreter der Anlegerinteressen an. „Auf meinem Schreibtisch landen mittlerweile jede Woche Briefe mit dem Tenor ‚Als maßgeblicher Aktionär erwarten wir von Ihnen ...‘“, sagt ein entnervter deutscher Multiaufsichtsrat.

Vor allem bei Firmenfusionen sehen die aggressiven Fonds ihre Chance gekommen, mit gezieltem Druck ihre Vorstellungen durchzusetzen. Seit dem Übernahmeangebot des deutschen MAN-Konzerns für den schwedischen Lkw-Hersteller Scania halten Hedgefonds rund 20 Prozent an Scania – und auch an MAN. „Die Aktionärsbasis dreht sich in Übernahme-situationen heute blitzschnell“, warnt Marco Illy, oberster Investmentbanker der Credit Suisse in Deutschland.

Das permanente Störfeuer ist für die Vorstände ärgerlich genug. Gefährlich wird es für die Manager jedoch vor allem dann, wenn die Fonds Allianzen schmieden. Angesichts der mageren Präsenz auf deutschen Hauptversammlungen reichen den Investoren oft schon 30 Prozent des Aktienkapitals, um die Mehrheit der Stimmrechte hinter sich zu bringen. Dann können sie den Aufsichtsrat neu besetzen und das Management notfalls vor die Tür setzen. Dieses Schicksal vor Augen, zog Ex-Börsenchef Seifert den freiwilligen Rückzug vor.

Bei aller Ruppigkeit im Auftreten agieren die Hedgefondsmanager ge-



### Überraschungscoup

Bisweilen kommen Attacken für die Konzernvorstände wie aus dem Nichts: Etwa als Karstadt-Gläubiger Kredite weiterverkauften und Konzernchef Thomas Middelhoff sich plötzlich Hedgefonds gegenüber sah.



### Australische Attacke

Techem-Chef Horst Enzelmüller (l.) hat sich zwar noch nicht aufgegeben, aber sein Gegner ist mächtig. Die australische Bank Macquarie will den deutschen Messtechnikdienstleister übernehmen, und zwar feindlich.

schäftlich auf hohem Niveau. Die Topleute der Branche kommen oft aus der ersten Liga der Investmentbanken. Sie wissen, was geht – und was nicht. Doch die Fondsmanager ticken anders als die Firmenlenker. Mit den konservativen Strategien deutscher Vorstände können Hedgefonds wenig anfangen. Sie wollen Cash jetzt oder spätestens morgen, egal, was das für das Unternehmen heißt.

Als etwa der Essener Baukonzern Hochtief 2004 Probleme mit seiner australischen Tochter Leighton bekam, reisten reihenweise Hedgefondsmanager ins Ruhrgebiet. Alle hatten sie ähnliche Lösungsvorschläge parat: Teile des Konzerns verkaufen, den Erlös als Sonderdividende ausschütten, so den Aktienkurs möglichst schnell nach oben treiben.

Durch solche Auftritte avancierten die Hedgefonds zum Staatsfeind Nummer eins für viele deutsche Konzernlenker. Das hatte wohl auch Stephen Schwarzman (59) im Kopf, als er Anfang September vor die Frankfurter Finanzgemeinde trat. „Wir sind kein Hedgefonds“, stellte der Chef der Private-

Equity-Gesellschaft Blackstone gleich zu Beginn klar. Sein Unternehmen, einer der größten Finanzinvestoren weltweit, engagiere sich stets langfristig und nie gegen den Willen des Vorstands.

Das stimmt zwar in den meisten Fällen. Da Private-Equity-Häuser in aller Regel komplette Firmen übernehmen, umbauen und erst nach einigen Jahren wieder verkaufen, sind sie an einer ausführlichen Due Diligence (Unternehmensbewertung) interessiert. Also sind sie auf das Management angewiesen. Liefert der Vorstand nicht die nötigen Zahlen, wissen sie nicht, ob sich ein Unternehmenskauf rechnet.

**DOCH DIE PRIVATE-EQUITY-BRANCHE** ist längst einen Schritt weiter. Eine wahre Geldschwemme – Schwarzman schätzt, dass seine Branche mittlerweile über drei Billionen Dollar gebietet – lässt die Investoren nach immer neuen Anlageformen fahnden. Und Schwarzman ist ganz vorn mit dabei.

Im April dieses Jahres kaufte der Finanzmagnat 4,5 Prozent der Telekom-

Aktien – und mischt den ehemaligen Staatskonzern seither kräftig auf. Beharrlich drängte er darauf, Konzernchef Kai-Uwe Ricke abzulösen. Letztlich fand er genügend Verbündete. Ricke muss gehen. Nachfolger René Obermann ist allerdings nicht Schwarzmans Favorit. Der Amerikaner hätte den neuen Chef lieber extern rekrutiert.

„Blackstones Engagement bei der Telekom wird auch in London und New York sehr genau beobachtet“, sagt der Manager einer der weltgrößten Investmentgesellschaften. Sollte es den Amerikanern gelingen, als Minderheitsinvestor eine hohe Rendite einzufahren, werde die Beteiligung Modellcharakter für die Branche bekommen.

Einstiegschancen gibt es genug. Die Aktien der 30 im Deutschen Aktienindex (Dax) notierten Konzerne liegen bereits zu mehr als 50 Prozent in ausländischer Hand. Die erste Übernahme eines Dax-Unternehmens durch Finanzinvestoren gilt Experten bloß als eine Frage der Zeit. Schon eilen Politiker zu Hilfe. Eine Ausschüttungssteuer soll

## Chroniken eines Raiders

Guy Wyser-Prattes Attacken gegen deutsche Unternehmen

Einstieg	Ausstieg	Firma	Rendite in Prozent
22.12.1999	9.02.2000	Mannesmann	20,3
17.11.2000	27.11.2001	Rheinmetall	161,4
31.08.2001	8.08.2002	Mobilcom	-28,6
1.11.2001	30.09.2002	Babcock Borsig	-74,0
1.11.2002	18.06.2003	ProSiebenSat.1 Media	-6,4
Okt. 2003	noch beteiligt	IWKA	26,4*
10.05.2004	16.06.2004	Hochtief	7,2
14.12.2004	20.01.2005	Jenoptik	27,9
16.02.2005	24.02.2005	Deutsche Börse	9,9
Juni 2006	13.10.2006	Vossloh	35,0 circa

\*Zum Schlusskurs 9. November 2006.

Quelle: Unternehmensangaben, mm-Recherche

Private-Equity-Investoren abschrecken, der Kauf von Beteiligungen durch den Staat Übergriffe verhindern. Weitere Vorschläge werden folgen.

Schließlich ist der wachsende Einfluss der Investoren nicht mehr zu übersehen. Selbst internationale Banken sind mittlerweile groß ins Investoren-geschäft eingestiegen.

So erhielt Horst Enzelmüller (64) am 29. September einen unerwarteten Anruf. Die australische Macquarie-Bank bat den Vorstandschef des Energiedienstleisters Techem um einen Gesprächstermin. Bereits drei Tage später empfing Enzelmüller die Emissäre der in Sydney ansässigen Investmentbank in seiner Eschborner Firmenzentrale.

Macquarie überlege, Techem zu übernehmen, verkündete ihm Europa-Chef Martin Stanley. Er bitte um weitere Gespräche. Zwei Wochen später wurden die Australier konkreter – und forderten detaillierte Unterlagen für eine Firmenbewertung an. Die jedoch wollte Enzelmüller nicht herausrücken – schließlich hielten die Australier erst wenige Prozent der Techem-Aktien.

Jetzt wurde der Ton härter. Wenige Tage später verkündete Macquarie, man halte nun 17 Prozent der Techem-Aktien – und kündigte ein Übernahmeangebot an, unabhängig von der Zustimmung des Managements. Einen Teil der Aktien hatten sich die Investmentbanker offenbar mithilfe der Münchener Allianz

beschafft, deren Investmenttochter Dresdner Kleinwort Macquarie berät.

Enzelmüllers Pech: Anfang des Jahres war die Gründerfamilie Ott, die zuletzt noch 25 Prozent der Techem-Aktien gehalten hatte, komplett ausgestiegen. Seitdem ist Techem Übernahmeattacken weitgehend schutzlos ausgeliefert.

Doch selbst stabile Großaktionäre bieten keinen Schutz mehr vor aggressiven Anlegern. Längst haben die großen Investoren ihre Geschäftsmodelle weiterentwickelt. Sie kaufen Kredite auf und attackieren damit auch über die Fremdkapitalseite.

**DER VORTEIL AUS ANGREIFERSICHT:** In Krisensituationen bietet der Erwerb von Firmenkrediten oder Anleihen bessere Möglichkeiten, Druck auszuüben. Verstößt ein Konzern etwa gegen in den Kreditverträgen formulierte Bedingungen, haben die Fonds sofort einen Ansatzpunkt, ihre Forderungen einzuklagen.

Wer dann nicht zahlen kann, muss sich oft auf einen folgenschweren Tausch einlassen: Die Gläubiger geben ihre Forderungen auf und bewahren die Firmen so vor der Insolvenz. Im Gegenzug erhalten sie die Aktienmehrheit. Auf diese Art wechselten jüngst bei den Autozulieferern Kiekert und TMD Friction die Besitzer. Sie werden jetzt von Hedgefondskonsortien kontrolliert.

Wie lukrativ das Geschäft mit den Schulden, im Fachjargon Distressed Debt,

für die Investoren sein kann, zeigt das Beispiel KarstadtQuelle. Anfang Dezember 2005 versammelte sich in der Frankfurter Neckermann-Zentrale die Führungsmannschaft des Warenhauskonzerns. Den Vorständen um Firmenchef Thomas Middelhoff (53) gegenüber saßen mehrere Dutzend Banker und Hedgefondsmanager. Die Investoren hatten in den Monaten zuvor Kredittranchen des angeschlagenen Handelshauses gekauft. Jetzt wollten sie Kasse machen.

Verhandelt wurde über einen 300-Millionen-Euro-Kredit, der die Zahlungsfähigkeit des Karstadt-Konzerns für die folgenden Monate sichern sollte. Tatsächlich gelang es Middelhoff, seinen Gläubigern noch einmal frisches Geld abzurufen. Doch der Preis dafür war horrend: Bis zu 60 Millionen Euro musste Karstadt an Zinsen und Gebühren für die neuerlichen Kredite zahlen.

Außerdem waren die Geldgeber nur unter extrem strengen Auflagen bereit, die Mittel herauszurücken. Wenn das Ergebnis des Einzelhändlers unter ein bestimmtes Niveau gerutscht wäre, hätte Middelhoff mit den Hedgefonds nachverhandeln müssen.

Der Konzernchef zog die Notbremse. Im März dieses Jahres verkaufte Middelhoff die Immobilien des Konzerns mehrheitlich an die Goldman-Sachs-Tochter Whitehall und löste seine Schulden ab. Damit war er die Hedgefonds los – seine Reserven allerdings auch.

Gerade der Distressed-Debt-Bereich gilt als zukunftssträftig. „Die Branche rechnet für die nächsten Jahre mit enormen Wachstumsraten“, sagt Ansgar Zwick, Deutschland-Chef der auf Restrukturierungsfälle spezialisierten Investmentbank Houlihan Lokey.

Einige Kreditkäufer haben ihr nächstes Ziel in Hannover ausgemacht. Mehrere Distressed-Fonds, berichten Insider, planten den Einstieg in Anleihen des Tui-Konzerns.

Keine guten Aussichten für Konzernchef Frenzel. Selbst wenn er die Auseinandersetzung mit seinem Widersacher Howaldt glimpflich überstehen sollte – die nächsten Angreifer lauern bereits.

### ONLINE

Lesen Sie ein Interview mit DWS-Aufsichtsrat Christian Strenger unter:

[www.manager-magazin.de/link/strenger/](http://www.manager-magazin.de/link/strenger/)