

Was von Finanzinvestoren im Mediengeschäft zu erwarten ist

## → Glücksritter, apokalyptische Plage oder kühle Rechner?

Von Matthias Gerth und Josef Trappel\*

**Ernste wirtschaftliche Probleme bei ProSiebenSat.1**

Der betriebswirtschaftliche Leistungsausweis lässt zu wünschen übrig. Im zweiten Quartal 2008 hat der Medienkonzern ProSiebenSat.1 seine Ziele nicht erreicht. Nach konzerneigenen Angaben fiel das Ergebnis auf Ebidta-Basis gegenüber dem Vorjahr um fast 17 Prozent schlechter aus. Diese Nachricht kann die Aktionäre von Europas zweitgrößtem Fernsehunternehmen nicht beruhigen. Sie reiht sich ein in eine länger werdende Liste von Botschaften, die zur Besorgnis Anlass geben: Der Aktienkurs des Medienkonzerns war innerhalb eines Jahres von über 30 Euro im Juli 2007 auf 4,85 Euro im Juli 2008 zusammengeschnitten (Tiefststand Anfang Oktober 2008: 3,20 Euro). Von der Jahreshauptversammlung im Juni berichtete das Handelsblatt über empörte Kleinaktionäre, die den Großaktionären vorwarfen, den „Münchener Konzern auszuplündern“. (1) Schließlich gaben innerhalb von wenigen Wochen gleich drei Vorstandsmitglieder ihren Rücktritt bekannt, auch der Vorstandsvorsitzende Guillaume de Posch wird zum Ende des Jahres 2008 seinen Posten verlassen. Parallel dazu hat ProSiebenSat.1 seinen skandinavischen Ableger, die Pay-TV-Gruppe C More, verkauft und eine Put-Option zur Beteiligung der niederländischen Verlagsgruppe Telegraaf Media Groep (TMG) ausgeübt, die ihren Anteil zu einem wesentlich höheren Preis kaufen musste, als der aktuelle Börsenkurs dies rechtfertigte.

Alles deutet darauf hin, dass in diesem Großkonzern gegenwärtig jeder Stein umgedreht wird, um den Geschäftsgang zu stabilisieren und den rasanten Wertverlust des Gesamtunternehmens zu stoppen. Beide ökonomischen Stellgrößen – Umsatz bzw. Umsatzrendite und Unternehmenswert – sind Maßstäbe, an denen sich Finanzinvestoren messen lassen müssen. Verliert ein Unternehmen an Umsatz und Wert, können die Finanzinvestoren in aller Regel ihre Performance gegenüber den übrigen Anlegern nicht rechtfertigen und deren finanzieller Einsatz erodiert.

**Finanzinvestoren erst relativ kurz in Mediensektor aktiv**

Die düstere Marktvorstellung von ProSiebenSat.1 seit Sommer 2007 kontrastiert scharf mit den Erfolgsgeschichten, die Finanzinvestoren häufig schreiben. Sie nutzen den großen Spielraum, den ihnen die institutionellen Anleger einräumen, um kurz- oder mittelfristig durch Wertsteigerung hohe Renditen zu erwirtschaften. Dabei sind die Finanzinvestoren nicht a priori auf bestimmte Branchen festgelegt. Ihre Tätigkeit erstreckt sich auf fast alle

Warenproduktions- und Dienstleistungsbranchen. Ihre Tätigkeit im Bereich der publizistischen Medien haben sie hingegen erst in den letzten Jahren ausgebaut, zumindest was Deutschland betrifft.

Dies hat die Politik auf den Plan gerufen. Vor dem Hintergrund der bedeutenden gesellschaftlichen Funktionen, die Massenmedien in einer Demokratie erfüllen sollen, stellt sich die Frage nach den Folgen der Tätigkeit von Finanzinvestoren. Aus der Sicht der Zivilgesellschaft und der Medienpolitik ist bedeutsam, wer in Deutschland die Kontrolle in Medienunternehmen ausübt und nach welchen Kriterien die Geschäftsführung handelt. Auch publizistikwissenschaftlich und medienökonomisch interessiert die Frage nach dem Leistungsausweis und der Leistungsdifferenz von Medienhäusern, die von Finanzinvestoren geführt werden, im Vergleich mit solchen Medienhäusern, die im Besitz von strategischen Investoren sind.

ProSiebenSat.1 ist seit Ende 2006 mehrheitlich im Besitz der Finanzinvestoren Permira und KKR (Kohlberg Kravis Roberts & Co.). Seit diesem Zeitpunkt verstummt die öffentliche Debatte über den Nutzen, die Verantwortung und die Folgen dieser Übernahme nicht mehr. Auch die Direktorenkonferenz der Landesmedienanstalten (DLM) unternimmt Anstrengungen, ihr Verständnis für dadurch hervorgerufene mögliche oder erwartbare Veränderungen zu vertiefen. Sie erteilte dem Hans-Bredow-Institut und dessen Kooperationspartnern CEFS und IPMZ den Auftrag, Auswirkungen und Risiken der Beteiligung von Finanzinvestoren im Medienbereich wissenschaftlich abzuklären. Das Gutachten unter Federführung des Hans-Bredow-Instituts wurde im April 2008 veröffentlicht und bildet die Grundlage des vorliegenden Beitrags. (2) Im März 2008 organisierte die DLM in Berlin ein Symposium unter dem Titel: „Rendite ohne gesellschaftliche Dividende? Die Ökonomisierung des Rundfunks und ihre Folgen“, das von mehreren hundert Teilnehmern besucht wurde. Das Thema stößt in der Medienbranche offenbar auf großes Interesse.

Wird in der Öffentlichkeit über Finanzinvestoren diskutiert, so bleibt der Bezug auf das von Franz Müntefering 2004 geprägte Schlagwort von den „Heuschrecken“ nicht aus. Seines emotionalen Gehalts entkleidet, lassen sich mit dieser Metapher die Bedenken und Fragen präzisieren: Nähren sich Finanzinvestoren bloß von der Substanz übernommener Unternehmen oder sichern und mehren sie zugleich deren Wert? Ziehen sie nach der Transaktion gewissenlos weiter, um an anderer Stelle nach dem gleichen Muster den Erfolg zu suchen, oder hinterlassen sie konkurrenzfähige Unternehmen, die in Eigenverantwortung erfolgreich im Markt bestehen? Sind sie bloß spekulative Glücksritter, die mit hohem Einsatz die Gunst der Stunde wahrnehmen? Oder sind sie einfach nur kaltschnäuzige Geschäftsleute mit einem besonderen Gespür für die großen Chancen? Diese Grundsatzfragen können wir mit wissenschaftlichen Methoden nicht abschließend beantworten. Daher konzentrieren wir uns in diesem Beitrag auf folgende Fragen:

**Fragen nach gesellschaftlichen und publizistischen Implikationen**

**ProSiebenSat.1 seit Ende 2006 im Besitz von KKR**

\* Institut für Publizistikwissenschaft und Medienforschung der Universität Zürich (IPMZ).

<b>Untersuchungsleitende Fragen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Welche Investoren sind als Finanzinvestoren zu bezeichnen und wie lassen sie sich von strategischen Investoren unterscheiden?</li> <li>- Welche Erfahrungen mit Finanzinvestoren im Medienbereich liegen aus der jüngeren Zeit aus dem In- und Ausland vor?</li> <li>- Welche Auswirkungen hatten die Eigentümerstrukturen unter der Leitung von Finanzinvestoren auf die publizistisch relevanten Leistungen?</li> </ul>	<p>Die Untersuchung wurde im Winterhalbjahr 2007/2008 durchgeführt. Als ausländische Fallbeispiele wurden Vorgänge ausgewählt, die nicht länger als zehn Jahre zurück liegen und bei denen die Finanzinvestoren die Transaktion durch einen Exit bereits beendet haben.</p>	<b>Untersuchungszeitraum Winterhalbjahr 2007/08</b>
<b>Drei Thesen zu publizistischen Folgen der Investorentätigkeit</b>	<p>Die erste Frage lässt sich auf der Basis finanzwissenschaftlicher Voruntersuchungen relativ klar beantworten. Die zweite und dritte Frage allerdings erfordern eine normative Grundlegung. Als Basis wird der medienpolitische Grundkonsens herangezogen, wie er im Grundgesetz (Rundfunkfreiheit Art. 5) und den darauf aufbauenden gesetzlichen Grundlagen normiert wird. Im Hinblick auf die publizistisch relevanten Leistungen konzentrieren wir uns auf jene Einschränkungen der redaktionellen Freiheiten, die durch Vorgaben der Geschäftsführung unmittelbar Einfluss auf die journalistische Arbeit nehmen. Dabei kann zwischen direkter und indirekter Einflussnahme unterschieden werden. Von direkter Einflussnahme kann gesprochen werden, wenn der Finanzinvestor die inhaltliche Linie der journalistischen Arbeit vorgibt. Eine solche inhaltliche Linie kann aus politischen oder sachlichen Präferenzen ebenso bestehen wie aus der generellen Ausrichtung des publizistischen Angebots (z.B. an den Wünschen großer Werbekunden). Als direkte Einflussnahme ist aber auch die Personalpolitik zu qualifizieren, etwa wenn durch die personelle Besetzung einer Chefredaktion auch die politische Linie verändert wird. Indirekte Einflussnahmen dagegen sind Auswirkungen von Eingriffen des Finanzinvestors in die ökonomischen Ressourcen eines Medienunternehmens. Darunter können sowohl die Redaktionsbudgets als auch langfristige Folgen einer Veränderung der Eigenkapitalbasis zusammengefasst werden. Nimmt ein Finanzinvestor zwar nicht direkt Einfluss auf die redaktionelle Autonomie, so kann eine indirekte Einflussnahme doch erhebliche Folgen etwa für Personal, Infrastruktur, Prozesse, Produktportfolio und letztlich auch auf die Qualität der redaktionellen Leistung haben. Als Thesen lassen sich folgende drei Erwartungen formulieren:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Finanzinvestoren im Medienbereich ordnen der Steigerung des Unternehmenswertes alle anderen Parameter unter. So werden auch die Budgets für die redaktionelle Arbeit verkleinert, um die betriebswirtschaftlichen Ziele zu erreichen.</li> <li>2. Finanzinvestoren im Medienbereich sind nicht an der publizistischen Leistung interessiert, sondern ausschließlich an betriebswirtschaftlichen Kennzahlen. Sie nehmen daher keinen direkten Einfluss auf die redaktionelle Arbeit.</li> <li>3. Aufgrund der relativ kurzen Handlungsperspektive unterlassen Finanzinvestoren im Medienbereich die Investition in mittel- oder längerfristig wirksame publizistische Projekte.</li> </ol>	<p><b>Was kennzeichnet Finanzinvestoren?</b></p> <p>Unter Finanzinvestoren sind alle Investoren zu verstehen, die kein überwiegendes strategisches Interesse am Unternehmen haben, deren Beteiligungstitel sie erwerben. Ihre Kaufentscheidung ist rein finanziell begründet. (3) Strategische Investoren verfolgen dem gegenüber neben finanziellen Zielen auch andere Ziele, zum Beispiel die Realisierung von Synergien, den Zugriff auf Know-how oder die Reduzierung von Lieferantenrisiken. Für die Beantwortung unserer Fragen sind jene Finanzinvestoren relevant, die einen hinreichend großen Anteil von Medienunternehmen erwerben, um die geschäftspolitischen Entscheidungen, einschließlich der Personalentscheidungen, durchsetzen zu können, oder die bewusst nur kleine Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen eingehen, die ihnen aber dennoch maßgeblichen Einfluss auf Unternehmensentscheidungen sichern (zum Beispiel Private-Equity-Fonds und Hedge-Fonds). Die Grundidee einer Private-Equity-Transaktion besteht darin, Anteile an einem Unternehmen zu erwerben und diese nach Ausnutzung verschiedener Wertsteigerungshebel zu einem oder mehreren zukünftigen Zeitpunkten wieder zu veräußern.</p> <p>In der Regel gründen solchermaßen aktive Finanzinvestoren ein als Personengesellschaft oder als Kapitalgesellschaft konzipiertes Anlagevehikel (eine Beteiligungsgesellschaft). Unabhängige Fonds sind in der Regel als Personengesellschaft – in Ausnahmefällen auch als Kapitalgesellschaft – konzipiert. Ihre Investitionspolitik wird allein durch die Geschäftsführung der Beteiligungsgesellschaft (General Partners) bestimmt.</p> <p>Die in der Praxis zu beobachtenden Beteiligungs- und Einflussstrategien sind je nach Typus des aktiven Finanzinvestors recht unterschiedlich. Der Erwerb eines Zielunternehmens erfolgt meist mit einem erheblichen Fremdfinanzierungsanteil und wird idealerweise so strukturiert, dass das Fremdkapital durch die Vermögenswerte der Zielgesellschaft besichert wird und die fälligen Zinszahlungen aus dem Cashflow der Zielgesellschaft beglichen werden. Gegenüber dem Management des Zielunternehmens können diese Schulden durch die hohe Zinslast als Anreiz zur Effizienzverbesserung wirken. Die Erhöhung des Fremdkapitals verengt aber auch den Spielraum für Investitionen. Gehen die Geschäfte nach einer solchen Übernahme durch Finanzinvestoren aufgrund externer Effekte schlechter als angenommen und sinkt der Cashflow, so stehen nach Abzug der Zinszahlungen weniger Investitionsmittel zur Weiterentwicklung der Produkte zur Verfügung.</p>	<b>Finanzinvestoren ohne strategisches Interesse an Medienunternehmen</b>
			<b>Unterschiedliche Beteiligungskonzepte</b>

**Ziel: Möglichst kurzfristige Marktwertsteigerung**

Für die Finanzinvestoren besteht der Anreiz darin, innerhalb kurzer Zeiträume dafür zu sorgen, dass der Marktwert des übernommenen Unternehmens steigt und dass neue Eigentümer bereit sind, das Unternehmen zu einem höheren Preis zu kaufen. Zur Wertsteigerung lassen sich drei Hauptkategorien von Werttreibern identifizieren: operative und strategische Werttreiber, Corporate Governance und finanzielle Werttreiber.

**Operative Werttreiber**

Operative Werttreiber sind Maßnahmen wie Kostensenkungen und Margenverbesserungen, Optimierung der Kapitalbindung, Veränderungen im Management und Personal oder das Einbringen von Managementkapazitäten und technologischem Know-how. Strategisch können die Marktstellung verändert, Produkte und Preise angepasst und der Kundenservice modifiziert werden.

**Werttreiber der Corporate Governance**

Werttreiber im Bereich der Corporate Governance sind Maßnahmen zur Kontrolle des Managements einschließlich der Einführung oder Erweiterung bestehender Anreizsysteme. So wird das Topmanagement häufig dazu aufgefordert, sich mit einem Mehrfachen des Jahresgehalts an dem Unternehmen zu beteiligen. Dadurch soll die Motivation zur Durchsetzung auch unpopulärer Maßnahmen im Unternehmen gesteigert werden. Über diese Beteiligung haben die Topkader auch die Chance, an der angestrebten Wertsteigerung zu partizipieren.

**Finanzielle Werttreiber**

Neben diesen Effizienzgewinnen kann sich die Wertsteigerung auch aus der Lastenumverteilung auf Kosten anderer Anspruchsgruppen des Unternehmens speisen (finanzielle Werttreiber). Vor allem die Erhöhung des Verschuldungsgrades des Unternehmens kann zu Lasten von Minderheitsaktionären oder Fremdkapitalgebern gehen.

Von strategischen Investoren unterscheiden sich die Finanzinvestoren also in erster Linie durch die Handlungsmotivation. Als Maßstab setzen Finanzinvestoren praktisch zur Gänze auf die Wertsteigerung, während strategische Investoren auch andere Motive für ihr unternehmerisches Handeln verfolgen. Auf den Medienbereich bezogen bedeutet dies eine klare Positionierung des von Finanzinvestoren geführten Unternehmens als ökonomische Einheit, deren einziges Ziel darin besteht, den Marktwert zu steigern. Publizistische Ziele sind weder vorgesehen, noch werden sie aktiv verfolgt, sofern sie dem übergeordneten Ziel der Wertsteigerung nicht offensichtlich dienlich sind.

Im Folgenden werden die im Rahmen des erwähnten Gutachtens mit Sekundäranalyse und Experteninterviews untersuchten Fälle dargestellt. Dabei werden stets die beteiligten Akteure vorgestellt, die entsprechende Transaktion geschildert, das Investitionsverhalten des Finanzinvestors betrachtet sowie Auswirkungen auf den Personalbestand, Programme und Inhalte sowie redaktionelle Unabhängigkeit des übernommenen Unternehmens beleuchtet.

Die Fallstudien in Deutschland wurden nach ihrer medien- und kommunikationspolitischen Relevanz ausgewählt. Klar war die Aufnahme von ProSiebenSat.1 in das Sample, weil dieser Fall den Ausschlag für die Durchführung der Untersuchung im Auftrag der DLM gegeben hat. Ebenso klar war die Aufnahme von Kabel Deutschland, einem Unternehmen, das den Markt im Bereich der Breitbandkabelnetze dominiert. Als dritten Fall haben wir Premiere untersucht. Dieses Unternehmen hat ebenfalls hohe Marktrelevanz und in der Öffentlichkeit mehrfach für Schlagzeilen gesorgt. (4)

**Kabel Deutschland**

Kabel Deutschland (KDG) ist die größte Kabelgesellschaft in Deutschland und wurde am 1. Januar 1999 von der Deutschen Telekom gegründet. Das erklärte Ziel von KDG war damals, die Breitbandkabelnetze in der Bundesrepublik zu planen, auszubauen, zu betreiben und Fernsehanschlüsse zu vermarkten. (5) Die Deutsche Telekom begann aber bereits im Jahr 1999 damit, ihr Kabelnetz zu veräußern. Ab 2000 wurde zunächst ein Anteil am Netz in Nordrhein-Westfalen an den Finanzinvestor Callahan verkauft (6), später beteiligte sich Callahan auch am Netz in Baden-Württemberg. Die Mehrheit an der regionalen Kabelgesellschaft Hessens ging im April 2000 an den Finanzinvestor Klesch & Company. Bereits im Juli 2002 ging die Ish GmbH & Co. KG, wie die Beteiligung in Nordrhein-Westfalen nun hieß, in die Insolvenz, auch die neue Gesellschaft in Hessen namens Iesy Hessen GmbH & Co. KG geriet in Schieflage und ging an zwei US-amerikanische Finanzinvestoren. (7)

Die Kabel Deutschland GmbH wurde am 13. März 2003 für 1,7 Mrd Euro an Goldman Sachs, Apax Partners und Providence Equity Partners verkauft. Die drei Investoren übernahmen je 31,7 Prozent an der Gesellschaft, das Management wurde mit 4,9 Prozent beteiligt. (8) Zur Übernahme wurden die Holding-Gesellschaften Cayman Cable Holding L.P. und Cable Holding S.à.r.l. gegründet. Schon 2004 wollte KDG die Gesellschaften Ish und Iesy sowie Kabel Baden-Württemberg übernehmen. Das Kartellamt signalisierte allerdings Bedenken, und die geplante Übernahme wurde schließlich von KDG selbst abgesagt. KDG übernahm lediglich 20 Prozent an Ish für rund 100 Mio Euro und verkaufte die Anteile im Februar 2005 für 150 Mio Euro an den Finanzinvestor BC Partners. (9) Im Januar 2005 wurde KDG in die neu gegründete Kabel Deutschland Holding GmbH eingebracht. Im Dezember 2005 stiegen Goldman Sachs und Apax bei KDG aus und verkauften ihre Anteile an Providence. (10)

Zu Beginn der Beteiligung der Finanzinvestoren lag der Fokus auf dem Ausbau des digitalen Fernsehens und dem Versuch der Schaffung einer deutschlandweiten Marke. Als die Übernahme von Ish und Iesy scheiterte, war diese Expansionsstrategie zunächst unterbrochen. Nach dem Ausstieg von Apax und Goldman Sachs folgte eine Phase der strategischen Neuausrichtung, Triple-Play-Dienste

**Fallstudien Deutschland**

**Aus Deutsche Telekom hervorgegangen**

**Seit 2005 im Besitz von Providence**

**Verstärkte Ausrichtung auf Triple-Play-Angebote**

wurden vorangetrieben. KDG kaufte deshalb im April 2008 für 585 Mio Euro einige Kabelnetze aus dem Besitz von Orion Cable mit insgesamt 1,2 Millionen Kunden. (11) Insgesamt wurden nach der Übernahme rund 58 Mio Euro in die Transformation zum Triple-Play-Anbieter investiert. Die Investitionen wuchsen dann allerdings um ca. 68 Prozent pro Jahr auf 276 Mio Euro im Geschäftsjahr 2006/2007. Für das Geschäftsjahr 2007/2008 wird mit Investitionsausgaben von rund 330 Mio Euro gerechnet. (12) Insgesamt haben die Finanzinvestoren zur Finanzierung ihrer Investitionen die Fremdkapitalquote des Unternehmens KDG von 104 Prozent im Jahr 2004 auf 153 Prozent im Jahr 2007 deutlich erhöht. Dies diente auch der hohen Ausschüttung an die Eigentümer in den Jahren 2004 und 2005.

**Kontinuierlicher Anstieg des Personalbestands**

Die Mitarbeiterzahl bei Kabel Deutschland steigt seit der Übernahme durch das Konsortium aus Finanzinvestoren langsam, aber kontinuierlich. Von 2003 bis Anfang 2008 stieg der Personalbestand um insgesamt rund 10 Prozent. Seit der Übernahme wurde vor allem im technischen Service Personal abgebaut, im Marketing und Vertrieb sowie in den Call-Centern hingegen wurden neue Stellen geschaffen. Um den Service im Wettbewerb mit anderen Telekommunikationsanbietern zu verbessern, hatte die KDG bis Ende 2006 bereits 160 zusätzliche Call-Center-Mitarbeiter eingestellt. (13)

Nach der Übernahme durch die Finanzinvestoren im Jahr 2003 begann Kabel Deutschland zunächst damit, die Digitalisierung des Kabels voranzutreiben. Gleichzeitig wollte man einen offenen technischen Standard für Decoder-Boxen in ganz Deutschland etablieren. (14) Bis Mitte 2004 sollten neue Vollprogramme aus dem In- und Ausland sowie Spartenkanäle für Information, Musik, Sport und fremdsprachige Programme eingeführt werden. Im September 2004 wurde schließlich das Digitalangebot Kabel Digital HOME mit 30 Fernsehkanälen und 47 Radioprogrammen gestartet. Insgesamt hat das Unternehmen seine Programmkapazitäten durch die Digitalisierung des Kabelnetzes massiv ausgebaut. Damit hofft KDG, in der harten Konkurrenz gegenüber dem satellitengestützten Fernsehen – und dem sich jüngst entwickelnden digitalen terrestrischen Fernsehen – bestehen zu können. Neben dem digitalen Fernsehen baute KDG ab 2004 auch sein Internetangebot kontinuierlich aus. Anfang 2005 startete das erste Pilotprojekt zum Telefonieren via Fernsehkabel in Leipzig. (15) Dank des Erfolgs dieses Pilotprojekts beschloss KDG im Mai 2005, bis Jahresende in allen Städten, in denen das Kabelnetz bereits für Internetzugänge aufgerüstet war, auch Telefonie anzubieten.

**Zugewinn an Leistungen bei höherem Verschuldungsgrad**

Im Fall KDG haben die Aktivitäten der Finanzinvestoren zu einem deutlichen Zugewinn an Leistungen durch die Erweiterung auf Triple-Play geführt, der Personalbestand wurde insgesamt ausgebaut. Gleichzeitig wurde der Verschuldungsgrad des Unternehmens signifikant erhöht. Der Zukauf weiterer großer Kabelnetze ist gescheitert.

**ProSiebenSat.1 Media AG**

ProSiebenSat.1 ist hinter der zu Bertelsmann gehörenden RTL-Gruppe die zweitgrößte Sendergruppe Europas und wird von den Finanzinvestoren Kohlberg, Kravis, Roberts (KKR) und Permira kontrolliert. Beide Investoren gehören gemessen am verwalteten Vermögen zu den zehn größten Private-Equity-Unternehmen der Welt. KKR und Permira haben ProSiebenSat.1 im Jahr 2006 von einer Gruppe von Finanzinvestoren rund um Haim Saban übernommen. Diese Gruppe hatte das Unternehmen im Jahr 2003 nach dem Zusammenbruch von KirchMedia gekauft.

Diese Fallstudie besteht also aus zwei Phasen, die von unterschiedlichen Finanzinvestoren geprägt wurden. Die erste Phase begann am 8. April 2002, als KirchMedia einen Insolvenzantrag stellen musste und ein Bieterverfahren über das Unternehmen eingeleitet wurde. Ende Oktober 2002 schien klar, dass der Heinrich-Bauer-Verlag und die HypoVereinsbank die ProSiebenSat.1 Media AG für 2 Mrd Euro übernehmen würden. (16) Im März 2003 zog sich jedoch der Bauer-Verlag überraschend zurück. Wenige Tage später gab Haim Saban bekannt, einen Mehrheitsanteil an ProSiebenSat.1 übernehmen zu wollen. (17) Die Transaktion kam jedoch nicht zustande, vermutlich auch wegen Finanzierungsschwierigkeiten bei Saban. Im August unterbreitete Saban ein neues Angebot, welches sich auf 525 Mio Euro für 72 Prozent der Stammaktien belief, was 36 Prozent des Grundkapitals entsprach. Zusammen mit Saban investierten die Finanzinvestoren Hellman & Friedman, Quadrangle Group, Thomas H. Lee, Providence sowie Bain Capital. Sie bildeten zusammen die German Media Partners L.P. (GMP). (18) Saban selbst hielt 24,9 Prozent an GMP. Durch eine Kapitalerhöhung über 282 Mio Euro, an der sich die übrigen Aktionäre wie Springer oder KirchMedia nicht beteiligten, stieg der Anteil von GMP. Die zweite Phase wurde im August 2005 eingeleitet, als der Axel-Springer-Verlag die Anteile für 2,47 Mrd Euro übernehmen wollte. Die Kommission zur Ermittlung der Konzentration im Medienbereich (KEK) untersagte dies aber im Januar 2006. Im Dezember 2006 einigte sich Saban mit den Finanzinvestoren KKR und Permira auf einen Verkauf für rund 3 Mrd Euro. (19)

Bereits im August 2005 hatten KKR und Permira das in mehreren europäischen Ländern tätige Medienunternehmen SBS Broadcasting übernommen, das nun in die ProSiebenSat.1-Gruppe integriert wurde. Im Juli 2007 übernahm ProSiebenSat.1 100 Prozent der Anteile von SBS für 3,3 Mrd Euro. (20) Die Integration von SBS wurde ausschließlich mit Fremdmitteln finanziert, womit die Fremdkapitalquote bei ProSiebenSat.1 2007 erheblich stieg. Saban hatte den Verschuldungsgrad des Unternehmens dagegen nicht als Mittel zur Renditesteigerung eingesetzt.

**Fallstudie in zwei Phasen: Haim Saban und KKR/Permira**

**Hohe Verschuldung von ProSiebenSat.1 durch Integration von SBS**

Im April 2004 verließ der damalige Vorstandsvorsitzende von ProSiebenSat.1, Urs Rohner, das Unternehmen. An seine Stelle rückte der bisherige COO Guillaume de Posch nach, den Saban zuvor ins Unternehmen geholt hatte. Weiterhin baute Saban als Aufsichtsratschef das Management nach seinen Vorstellungen um. (21) Operative Personalveränderungen spielten im Konzern aber eine tendenziell untergeordnete Rolle, was daran zu erkennen ist, dass Personalbestand und Personalaufwendungen zwischen 2002 und 2006 annähernd konstant blieben. Lediglich 2004 wurde im Zuge von Maßnahmen zur Effizienzsteigerung und Kostensenkung des Konzerns der Personalbestand reduziert. (22) Die Entlassungen wurden aber insbesondere durch die Integration der Euvia-Gruppe und von 9Live wieder kompensiert. Unter KKR und Permira führten Programmumstellungen zum Abbau von 78 Stellen bei Sat.1 und 14 bei weiteren Konzernunternehmen.

**Saban verfolgte Stabilisierungs- und Wachstumsstrategie**

Haim Saban verfolgte eine Stabilisierungs- und Wachstumsstrategie. (23) Er setzte klassische Instrumente wie Verbesserung der operativen Prozesse, Kostensenkungen und Incentivierung des Managements ein. Neben der Euvia-Gruppe mit dem kleinen Sender 9Live kaufte Saban keine Sender dazu. KKR und Permira hingegen vergrößerten das Unternehmen mit ihrer Buy-and-Build-Strategie durch die Integration von SBS erheblich. Insgesamt kamen 19 Free-TV- und 20 Pay-TV-Veranstalter sowie zahlreiche Radiostationen und Programmzeitschriften hinzu. (24) Die Eigentümer wollten durch die Nutzung von Synergieeffekten Kosten sparen und einen europäischen Senderverbund aufbauen.

Haim Saban stammte zwar selbst aus der Medienbranche, hatte aber an den Inhalten der Programme oder der Positionierung der Nachrichtensendungen seiner Sender offenbar kein Interesse: „Als er zu Beginn seines Deutschland-Engagements in einem Interview erklärte, dass es für ihn nur ein Thema gebe, nämlich Israel, weckte das die nachvollziehbaren Befürchtungen, dass er direkten Einfluss auf die Nahost-Berichterstattung seiner Sender nehmen würde. Das ist nicht ein einziges Mal geschehen.“ (25) Es kam hingegen vor, dass er Auftritte bestimmter Musikkünstler in verschiedenen Sendungen erzwingen wollte, um damit persönlichen Bekannten einen Gefallen zu tun. (26)

Saban steuerte das Unternehmen strikt nach Renditevorgaben. Programmentscheidungen wurden auf Basis von Deckungsbeitragsrechnungen getroffen, deren Renditeforderungen auch teilweise den Abteilungsleitern der Sender bekannt waren. Aufgrund zahlreicher öffentlicher Äußerungen entstand ein Bild, wonach Entscheidungen über das Programm sowohl bei Saban als auch bei KKR/Permira unter rein wirtschaftlichen Kriterien getroffen wurden. Obwohl Saban nahezu keinen Einfluss auf die Inhalte der Programme nahm, beteiligte er sich an der Auswahl bestimmter Programmformate, indem er häufig aus seinem wirtschaft-

lichen Blickwinkel Entscheidungen traf. Solche Entscheidungen über Programmformate wurden unter beiden Eigentümerstrukturen in Absprache zwischen Senderchefs und Vorstand und teilweise auch mit dem Aufsichtsrat getroffen, sofern es um strategische Angelegenheiten ging.

Die Investitionen der ProSiebenSat.1-Gruppe bestehen im Wesentlichen aus Investitionen in das Programmvermögen. Im Jahr 2006 hat die ProSiebenSat.1-Gruppe für den Erwerb von Programmrechten 955 Mio Euro investiert. Um sich langfristig attraktive Programme zu sichern, investiert die ProSiebenSat.1-Gruppe häufig in Programmrechte, die erst in einigen Jahren ausgestrahlt werden dürfen. Das Unternehmen beabsichtigt, diese Investitionspolitik auch künftig fortzusetzen, um seine Marktposition zu sichern und auszubauen. Die ProSiebenSat.1-Gruppe kauft ihr Lizenzprogramm zentral für alle vier Veranstalter. Um neue, Erfolg versprechende Programmkonzepte frühzeitig zu entdecken und zu entwickeln, hat ProSiebenSat.1 ein eigenes Team geschaffen. Die Abteilung Format Development beobachtet und evaluiert Fernsehmärkte weltweit. (27) Seit 2005 sinkt die Anzahl von Pilotprojekten und seit 2006 auch diejenige neuer Drehbücher.

In beiden Phasen, unter Haim Saban ebenso wie unter KKR/Permira, hielten sich die Eigentümer im Bereich der Programminhalte zurück, wobei Haim Saban tendenziell mehr Interesse zeigte, vor allem an Programmformaten. Hinsichtlich der Expansionsstrategie unterscheiden sich die beiden Investorengruppen. Saban konzentrierte sich auf ProSiebenSat.1, während KKR/Permira zum großen Sprung ansetzten und die Integration von SBS unter Inkaufnahme hoher Verschuldung realisierten. Im Rückblick lässt sich das Verhalten von Haim Saban auf der einen und KKR/Permira auf der anderen Seite als typisch für das Verhalten von Finanzinvestoren bezeichnen, auch wenn ein zumindest persönliches Interesse von Haim Saban an gewissen Programmformaten bestand. (28)

**Premiere**

Premiere ist der führende Pay-TV-Anbieter in Deutschland und Österreich und gehörte ursprünglich zu KirchMedia. Als KirchMedia 2002 Insolvenz beantragte, war Premiere ein hochdefizitäres Unternehmen und ging in das Eigentum der Gläubigerbanken über. 2003 kaufte der 1985 gegründete Finanzinvestor Permira einen Mehrheitsanteil an Premiere. 2005 wurde das Unternehmen an die Börse gebracht. Anfang 2008 stieg Rupert Murdoch's News Corp. bei Premiere ein.

Die Gläubigerbanken leiteten nach der Insolvenz von Kirch umgehend Restrukturierungsmaßnahmen ein und wollten Premiere möglichst rasch verkaufen. Am 20. März 2003 erhielt Permira den Zuschlag und übernahm 65,1 Prozent der Anteile. Die restlichen Anteile verblieben bei den Gläubigerbanken und beim Management. Auch wenn Permira für den Erwerb der Mehrheitsanteile an Premie-

**Investitionen in das Programmvermögen**

**Typische Investorenstrategien von Saban und KKR/Permira**

**In 2002 hochdefizitäres Pay-TV-Unternehmen**

**Börsengang im März 2005**

re keinen Kaufpreis bezahlte, musste sich die Private-Equity-Gesellschaft doch verpflichten, bis zu 220 Mio Euro für die operative Weiterentwicklung der Gesellschaft bereitzustellen. (29) Tatsächlich wurden dem Unternehmen durch den Einstieg von Permira rund 200 Mio Euro an neuen Mitteln zur Verfügung gestellt und bestehende Bankverbindlichkeiten in Höhe von etwa 900 Mio Euro übernommen. Das Transaktionsvolumen betrug damit etwa 1,1 Mrd Euro. Die Transaktion wurde über ein Akquisitionsvehikel und ein Geflecht an Tochtergesellschaften abgewickelt. Von Anfang an plante Permira den Ausstieg über einen Börsengang. Im März 2005 fand der Börsengang der Premiere AG schließlich statt und Permira reduzierte seinen Anteil von 55 Prozent auf 21 Prozent. (30) Permira soll dabei etwa 240 Mio Euro erhalten haben. (31) Mit einer weiteren Transaktion im September 2005 reduzierte Permira den Anteil auf 5,9 Prozent und erlöste dabei weitere 500 Mio Euro. Der finale Exit erfolgte am 10. November 2006 mit einem Veräußerungsgewinn von rund 88 Mio Euro. (32)

#### **Drastischer Abbau der Mitarbeiterzahl**

Bedingt durch die Restrukturierungsmaßnahmen, aber auch durch Sanierungsbestrebungen, wurde die Mitarbeiterzahl von 2 408 per 31.12.2001 auf 1 150 im Jahr 2006 halbiert. (33) Der Einfluss des Finanzinvestors auf die Reduktion der Mitarbeiterzahl ist allerdings relativ gering gewesen; der Hauptrückgang von 2 400 auf 1 600 Arbeitnehmer wurde bereits vor dem Einstieg von Permira im Rahmen der Sanierungsbemühungen in Folge der Insolvenz der Kirch-Gruppe umgesetzt. Die weitere Verminderung auf 1 150 Arbeitsplätze zum Jahresende 2006 erfolgte indes durch das Outsourcing von Nebengeschäften. (34)

#### **Investor Permira forcierte Umstrukturierung und Ausbau des Programmangebots**

Die Zeit nach dem Anteilsverkauf durch Permira im März 2003 war wesentlich von Sanierungs- und Umstrukturierungsmaßnahmen gekennzeichnet, wobei das Maßnahmenpaket bereits vor dem Einstieg von Permira zusammengestellt worden war. Bereits im Jahr 2002 hatte Premiere einen Strategiewechsel von der Receiververmietung hin zu einem Receiververkauf unternommen. Davon profitierte auch Permira, da der Aufwand für die Receiver von 2001 bis 2004 von 529,5 Mio Euro auf 81,6 Mio Euro sank. (35) Während Premiere mit dem Abstoßen von Unternehmensteilen eine Konzentration auf Kernbereiche verfolgte, wurden gleichzeitig Vorstöße in potenziell profitable Geschäftsbereiche wie beispielsweise Wetten, Sportmarketing oder Hotel-Pay-TV unternommen. Dieser Entwicklung lag eine Strategie zu Grunde, die man im Wesentlichen mit den Stichworten Fokussierung auf die Kernkompetenzen, Outsourcing, Kostenreduktion durch Neuverhandlungen mit Lieferanten und Stärkung der Vertriebskanäle beschreiben könnte. Über die Insolvenz der Kirch-Gruppe und den Einstieg des Finanzinvestors Permira hinweg wuchs die Programmanzahl stetig an. Im Jahr 2004 wurden unter der Marke Premiere 26 Fernsehkanäle angeboten. Im März 2004 erwarb Premiere die Live-Ausstrahlungsrechte für alle Spiele der 1. und 2. Fußball-Bundesliga bis zur WM 2006 von der

Deutschen Fußball Liga. Mit neuen Verträgen und dem Start neuer Themenkanäle wurde das Angebot weiter ausgeweitet. Weiter wurden die exklusiven Ausstrahlungsrechte an den österreichischen Fußball-Ligen erworben. Zum Jahresende 2005 umfasste das Premiere-Angebot bereits 27 Fernsehkanäle (davon 19 Themenkanäle), ein Sportportal mit bis zu 15 Sportkanälen und 21 digitale Audioprogramme. Im Spätsommer 2006 startete das Angebot Premiere Sky, welches insbesondere Pay-TV-Sender bündelt, die bislang keinen leistungsfähigen Partner für die Vermarktung über Satellit gefunden haben. Bis 2005 wurden drei Themenkanäle selbst produziert, später wurde die Produktion ausgelagert.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass während der Teilhaberschaft des Finanzinvestors Permira das Programmangebot des Senders ausgebaut wurde. Gleichzeitig ist im Rahmen der Outsourcingstrategie der ohnehin schon kleine Anteil der Eigenproduktionen weiter gesunken. Ein Ausbau der Abonnement-Basis ist Permira allerdings nicht gelungen. Im Zuge der Neubesetzung des Premiere-Vorstandes 2008 musste der Sender die Abozahlen sogar deutlich nach unten korrigieren. Unklarheit bestand auch darüber, ob bereits zum Zeitpunkt des Börsengangs 2005 mit geschönten Abonnementzahlen operiert worden war. (36)

#### **Internationale Fallstudien**

Die vier hier ausgewählten Fallstudien stammen aus Skandinavien (C More Entertainment), Nordirland (Local Press), den Niederlanden (PCM) und Großbritannien (TSL Education). Die Beteiligungen von Finanzinvestoren sind nicht länger als zehn Jahre her und waren zum Zeitpunkt unserer Untersuchung abgeschlossen. Sie betreffen unterschiedliche Massenmedien (Pay-TV, Lokalpresse, nationale Presse und Magazine), um einen Vergleich der Interventionsmuster von Finanzinvestoren in verschiedenen Medienfeldern zu ermöglichen.

#### **C More Entertainment**

C More Entertainment AB wurde 1997 als Canal+ Television AB gegründet, wechselte im Jahr 2005 den Namen und ist heute der größte Pay-TV-Anbieter in Skandinavien mit Ablegern in Schweden, Norwegen, Dänemark und Finnland. Die Angebote von C More, die im Wesentlichen Übertragungen von Sportereignissen und Erstausstrahlungen verschiedener Produktionen umfassen, werden noch immer unter dem Namen Canal+ vermarktet, was auf den Ursprung dieser Firmen hinweist. Der für diese Fallstudie betrachtete Zeitraum ist auf die Tätigkeit der Private-Equity-Investoren Baker Capital und Nordic Capital begrenzt. Die 1995 gegründete Firma Baker investiert sektoriell in Unternehmen der Kommunikationsbranche, der 1989 entstandene Investor Nordic eher geografisch im skandinavischen Raum. (37)

#### **Insgesamt Kundenstagnation trotz Angebotsweiterung**

#### **Vergleich der Interventionsmuster von Finanzinvestoren**

#### **In Skandinavien aus Canal+ Television AB hervorgegangen**

**Seit 2003 mehrfacher  
Besitzerwechsel**

Bis 2003 war C More eine Tochtergesellschaft des Vivendi-Universal-Konzerns, damals noch unter dem Namen Canal+. Danach wurde Canal+ (Skandinavien) für 70 Mio Euro an die Private-Equity-Investoren Baker und Nordic verkauft. Die beiden Investoren übernahmen die Anteile zu je 50 Prozent. (38) Im März 2005 übernahm Kanal 5 Holding AB, eine 100-prozentige Tochtergesellschaft von SBS Broadcasting, sämtliche Anteile der C More Group für 269,6 Mio Euro von Baker Capital und Nordic Capital. (39) SBS wurde später durch deren Besitzer, die Finanzinvestoren KKR und Permira, mit ProSiebenSat.1 fusioniert. Damit wurde auch C More kurzfristig ein Teil des deutschen Konzerns. Im Juni 2008 verkaufte ProSiebenSat.1 C More an TV4 AB, die zum schwedischen Bonnier-Konzern gehört.

**Investoren tauschten  
Top-Management aus**

Baker und Nordic setzten nach ihrer Übernahme einen neuen CEO ein und beteiligten das Top-Management finanziell am Unternehmen. Im Aufsichtsrat nahm mit Peter Eklund ein Mitarbeiter von Baker Capital Platz, der in Skandinavien als ausgewiesener Pay-TV-Experte gilt. Seine Branchenkenntnis floss in das Management ein. Auf die tiefere operative Ebene haben die beiden Investoren nicht durchgegriffen. Weder wurde Personal entlassen, noch wurden neue Geschäftsfelder erschlossen.

In den 14 Monaten, in denen Baker Capital und Nordic Capital im Besitz der C More Group AB waren, erweiterte C More den Abonnentenstamm um fast 100 000 Haushalte. 2005 hatten die sechs Canal+-Kanäle in Schweden, Norwegen, Finnland und Dänemark zusammen über 770 000 Abonnenten. Schon diese Ausweitung der Kundenbasis führte zu einer erheblichen Marktwertsteigerung, ohne dass es besonderer programmlicher Leistungen des Managements bedurfte. Die Einnahmen wuchsen zwischen 2002 und 2004 jährlich um 25 Prozent, und C More blieb weiterhin schuldenfrei. Baker und Nordic lagen mit ihrer Annahme, dass der Pay-TV-Markt ein Wachstumsmarkt sei, richtig. Sie investierten entsprechend in die bestehenden Programme und erhöhten die Anzahl der Sender von drei auf fünf. Breitband und Mobilfunk wurden als Übertragungstechnologien eingeführt und Sportwetten neu angeboten. (40)

**C More erreichte mit  
neuen Sendern  
Marktwertsteigerung**

Baker und Nordic überließen als Eigentümer von C More die publizistischen Entscheidungen dem Management. Der von ihnen neu berufene CEO Marc-Antoine d'Halluine war ein ausgewiesener Fachmann für die Inhalte. Er konnte seine inhaltlichen Vorstellungen ohne Abstriche durchsetzen. (41) Pay-TV-Veranstaltern kommt insofern eine publizistisch bedeutsame Rolle zu, als sie eine Vorauswahl an Sendungen, Formaten und Kanälen treffen, aus denen dann das Publikum auswählen kann. Die inhaltliche Zusammensetzung der Pakete sowie die Preispolitik spielen dabei eine zentrale publizistische Rolle. C More positionierte in der Zeit

der Besitzer Baker und Nordic bestehende Kanäle neu und führte neue Sender ein. Die Sender wurden neu formatiert und die Qualität des Programms auf Hauptsendezeitniveau gesteigert. (42) Insgesamt verfolgten die beiden Finanzinvestoren eine typische Strategie: Sie setzten neue Führungspersonen ein, mischten sich nicht in deren publizistische Entscheidungen ein und achteten in erster Linie auf die Wertsteigerung des Gesamtunternehmens. Die erzielte Marktwertsteigerung erfolgte nicht zuletzt aufgrund des Weitblicks der Investoren: Die Ankündigung des Wechsels von analoger zu digitaler Übertragung des Fernsehsignals führte in den skandinavischen Ländern zur Verunsicherung vieler Haushalte über die zukünftige Technologie. C More ist es gelungen, in einem Zeitraum der Verunsicherung über die digitale Zukunft ein Programmangebot bereitzuhalten, das von den Haushalten angenommen wurde. Damit konnte C More die Abonnentenbasis signifikant erweitern.

**Local Press Ltd.**

Die Firma Local Press Ltd. wurde vom Finanzinvestor 3i Ende 2003 als Übernahmehohel für verschiedene lokale Zeitungen in Nordirland gegründet. In dieser Firma wurden die Derry-Journal-Gruppe, die neben dem Derry Journal auch den Donegal Democrat herausgab, und die Firma Century Press and Publishing zusammengefasst. Letztere gab unter anderem den traditionsreichen Belfast News Letter heraus. Bis zur Übernahme durch 3i im Jahr 2003 gehörten beide Firmen zum britischen Konzern Trinity Mirror. 3i ist einer der größten Private-Equity-Investoren Europas. (43) Gegründet wurde 3i bereits 1945 als Risikokapitalgeber. In den 1970er Jahren expandierte 3i auf den europäischen Kontinent, in den 1980er Jahren in die USA. Heute ist 3i ein weltweiter Finanzinvestor mit Büros in 14 Ländern.

Im Rahmen einer neuen strategischen Ausrichtung wollte Trinity Mirror 2003 seine nordirischen Titel in einem Auktionsverfahren abstoßen. Im Dezember 2003 gewann 3i diese Auktion und bezahlte für das Paket insgesamt 69 Mio Euro. (44) Die übernommenen Zeitungen, die alle schuldenfrei waren, wurden in der neuen Firma Local Press Ltd. zusammengefasst. Das Paket enthielt die Zeitungen Belfast News Letter, Belfast News, Farming Life (alle innerhalb der Firma Century Press and Publishing) sowie City News (Gratisanzeiger in Derry), Derry Journal, Donegal Democrat, Donegal People's Press, Foyle News und Letterkenny Listener (alle innerhalb der Derry-Journal-Gruppe). (45) Mitte September 2005 verkaufte 3i die Firma Local Press Ltd. an den schottischen Zeitungsverlag Johnston Press für 96 Mio Euro. (46) Der Wert des Unternehmens konnte also in nur 18 Monaten erheblich gesteigert werden.

Als Chairman der neu gegründeten Firma Local Press Ltd. setzte 3i mit Alan Cornish ein Mitglied des 3i-Managements ein. Als Geschäftsführerin von Local Press wurde von 3i die damalige kaufmännische Leiterin des Derry Journals, Jean Long, berufen. (47) Im vierköpfigen Management-Team, das

**Ende 2003 vom  
Finanzinvestor 3i  
übernommen**

**Im September 2005  
mit erheblichem  
Gewinn wieder ver-  
kauft**

finanziell an der Transaktion beteiligt wurde, waren auch der Managing Editor des Derry Journals, Pat McArt, sowie der neue Chefredakteur des Belfast News Letter, Austin Hunter, vertreten sowie mit Tony Campbell ein weiterer Vertreter des Derry Journals. Campbell wurde allerdings später durch den Finanzexperten David Palmer ersetzt. (48)

#### Differenzen über politische Ausrichtung einer Zeitung

Der Chefredaktor des Belfast News Letters wurde wegen Differenzen über die politische Ausrichtung der Zeitung ausgewechselt. Laut Presseberichten war es der 3i-Berater und frühere Mirror-CEO David Montgomery, der beim Belfast News Letter aktiv einen Wechsel der politischen Ausrichtung und der publizistischen Positionierung in Richtung der Unionisten forderte, was zum Abgang des damaligen News-Letter-Chefredakteurs führte. (49) Zusammen beschäftigten die von 3i übernommenen Titel Ende 2003 rund 300 Personen. (50) Durch die Investition in die Produktion einer neuen Sonntagsausgabe des Derry Journal und des Donegal Democrat wurden rund 25 neue Stellen geschaffen. (51)

#### Wertsteigerung über Investitionen und Optimierung

Die Wertsteigerung gelang 3i nicht aufgrund harter Sparmaßnahmen, Entlassungen oder Einstellung von Titeln, sondern mit Investitionen und Prozessoptimierung. (52) 3i verfolgte eine Wachstumsstrategie, die allerdings letztlich nicht durch den Zukauf weiterer Titel oder die Ausweitung der Geschäftstätigkeit in neue Medienbereiche erfolgen sollte, sondern durch interne Investitionen und die bessere Ausnutzung des Werbeumfeldes. Bereits Anfang Februar 2004 startete die neue Sonntagsausgabe des Derry Journal und des Donegal Democrat. Weniger Erfolg hatte 3i mit der Einführung einer dritten Wochenausgabe (montags) im Jahr 2004. Diese wurde 2006 aufgrund schlechter Auflagenentwicklung wieder eingestellt. (53)

#### 3i bei Local Press wie ein strategischer Investor

Mit Ausnahme des politischen Wechsels beim Belfast News Letter gab es keine nennenswerten Veränderungen in der inhaltlichen Ausrichtung der Local-Press-Titel. Ansonsten war die Neueinführung der Sonntagsausgabe mit Sicherheit die größte Veränderung im Produktportfolio von Local Press. Auf externe Zukäufe hat 3i verzichtet. Über weite Strecken hat sich 3i in diesem Fall also wie ein strategischer Investor verhalten, Synergien genutzt und durch Produktinnovation den Wert des gesamten Unternehmens gesteigert. Die Beteiligung des Managements wiederum ist typisch für Finanzinvestoren, ebenso die Besetzung von Schlüsselpositionen durch Personen aus dem Umfeld des Investors.

#### PCM Uitgevers

#### PCM eines der größten niederländischen Verlagshäuser

PCM Uitgevers ist eines der größten niederländischen Verlagshäuser. Es gibt neben zahlreichen Tages- und Wochenzeitungen auch Gratiszeitungen, Lehrbücher und Fachbücher heraus. PCM Uitgevers beschäftigt rund 2 700 Personen. (54) Das Unternehmen ist Marktführer im niederländischen Tageszeitungsmarkt und konzentriert sich auf überregionale Tageszeitungen. Die beiden größten Blätter sind

Volkskrant, mit einer Auflage von 284 000 Exemplaren eine der stärksten Tageszeitungen in den Niederlanden, sowie NRC Handelsblad mit einer Auflage von 239 000 Exemplaren. Eine Besonderheit dieser Fallstudie ist der Umstand, dass der Eigentümer, ein Verbund von drei verschiedenen Stiftungen, vor und nach der Transaktion derselbe ist. Dazwischen gehörte PCM fast drei Jahre lang dem Private-Equity-Unternehmen Apax. Dieser vor 30 Jahren gegründete Investor ist eines der größten weltweit tätigen Private-Equity-Unternehmen. Der Gesamtwert der Fonds, die von Apax Partners betreut werden, beläuft sich auf 35 Mrd US-Dollar. (55)

Vor der Übernahme durch Apax im Jahr 2004 setzte sich die Eigentümerschaft von PCM aus der Stichting Democratie en Media (SDM) (57,4% der Aktien), der Bank ING Groep NV (22%), dem Pensionsfonds NIB Capital (6%) und der Versicherung Aegon NV (7%) zusammen. (56) Die übrigen Aktien waren im Besitz der Stiftungen Stichting ter Bevordering van de Christelijke Pers (2,8%) und Stichting de Volkskrant (8,9%). Zur Reduktion seiner Anteile auf 35 Prozent schrieb SDM ein Bieterverfahren aus. Apax kaufte schließlich 53,5 Prozent der Anteile an PCM Uitgevers NV für 640 Mio Euro. Von den 53,5 Prozent waren 5 Prozent der Anteile für Management- und Mitarbeiter-Bonusprogramme reserviert. Die Stiftungen behielten die verbleibenden 46,5 Prozent der Anteile, ING, Aegon und NIB stiegen aus. SDM hatte für den Verkauf von PCM einige Bedingungen gestellt. Zu diesen zählte die redaktionelle Unabhängigkeit und die Festlegung auf die strategischen Ziele von PCM. (57)

Ab dem Zeitpunkt des Einstiegs des Finanzinvestors gelang es dem Unternehmen nicht mehr, schwarze Zahlen zu schreiben. Das zwischen 1999 und 2003 positive Betriebsergebnis fiel ab dem Geschäftsjahr 2004 negativ aus, ebenso das Nettoergebnis. Angesichts dieser Entwicklung kaufte SDM am 26. März 2007 für 100,7 Mio Euro 47,5 Prozent an PCM von Apax zurück. Dadurch stieg der Anteil von SDM an PCM auf 88,3 Prozent. (58) Die Presse vermeldete beim Ausstieg von Apax, dass der Finanzinvestor an der Transaktion rund 100 Mio Euro verdient hatte.

Während seiner dreijährigen Mehrheitsbeteiligung tauschte Apax den Vorstandsvorsitzenden von PCM aus und sorgte dafür, dass die zentrale Buchhaltung des Konzerns personell neu besetzt wurde. Das Top-Management von PCM wurde von Apax dazu aufgefordert, sich finanziell am Unternehmen zu beteiligen. Dieses Angebot wurde auch den Chefredakteuren der Zeitungen unterbreitet. Während das Top-Management von PCM dieser Aufforderung folgte, weigerten sich die redaktionellen Leiter. Entlassungen aufgrund dieser Haltungen wurden von Apax aber keine ausgesprochen. (59) In den Personalbestand der einzelnen Medien des Konzerns griffen die neuen Eigentümer hingegen

#### Apax erwarb Mehrheitsbeteiligung über Bieterverfahren in 2004

#### Negative Geschäftsentwicklung unter Apax

nicht ein. Der Personalbestand der beiden wichtigsten Blätter Volkskrant und NRC Handelsblad blieb erhalten. (60) Der Stellenabbau von 3 705 im Jahr 2002 auf 3 304 im Jahr 2003 und auf 2 992 im Jahr 2004 bezog sich auf andere Teile des Unternehmens, nicht aber auf die journalistische Substanz.

**Kaum Veränderungen im redaktionellen und kaufmännischen Bereich**

Apax kündigte an, im Buchbereich und bei den elektronischen Medien zu investieren und eine neue Sonntagszeitung zu lancieren. Aus der Sicht der Belegschaft beschränkte sich die Tätigkeit von Apax dann aber auf die finanziellen Transaktionen, denen keine Professionalisierung auf der Produkt- oder Managementebene folgte. Selbst im Bereich der Anzeigenakquisition wurde keine Reform realisiert. Letztlich hat Apax weder in den redaktionellen noch in den kaufmännischen Bereich der Medien investiert. Die geplanten neuen Produkte (Sonntagszeitung) kamen über das Konzeptstadium nicht hinaus.

Einen Durchgriff des Finanzinvestors Apax auf die redaktionelle Unabhängigkeit der einzelnen Titel gab es nicht. Auf die publizistische Ausrichtung nahm das Management während der Tätigkeit von Apax keinen Einfluss. (61) Mehrfach wurde in dieser Zeit in den zu PCM gehörenden Zeitungen über die Strategie und das Verhalten von Apax berichtet, was zwar zu internen Gesprächen, nicht aber zu Versuchen der Einflussnahme führte. (62)

**Gerichtliches Nachspiel zum Engagement von Apax**

Auch mittelbar gab es beispielsweise durch Kürzung oder Erweiterung der für die Redaktion zur Verfügung stehenden Mittel keine Einflussnahme von Apax auf die Publizistik bei PCM. Investitionen blieben aus, weshalb sich auch in der Produktpalette nichts änderte. Erst die Verschuldung des Unternehmens durch den Investor, der einen großen Teil der Akquisitionssumme über niederländische Banken aufbrachte, führte nach dessen Ausstieg dazu, dass alle Unternehmensteile – und damit auch die Zeitungen – einem rigorosen Kostenmanagement unterworfen werden mussten, um den Schuldendienst zu bewältigen. Daher kann im Fall von PCM/Apax von indirekten Folgen für die publizistische Leistung gesprochen werden. Die Tätigkeit von Apax hat auch ein gerichtliches Nachspiel. Die Vereinigung der holländischen Journalisten hat im August 2007 gegen die PCM Holding und gegen SDM wegen Misswirtschaft und ungetreuer Geschäftsführung geklagt. In einer ersten Feststellung hat das Gericht im Januar 2008 die Klage zugelassen.

**TSL Education**

Das Times Education Supplement (TES) wurde 1910 als Beilage der Londoner Zeitung The Times gegründet und 1914 zur Stand-alone-Publikation umgewandelt. (63) Erst 1971 wurde die zweite größere Publikation der heutigen Firma TSL Education gegründet, das Times Higher Education Supplement (THS). (64) Beide Publikationen wurden 1981 für 12 Mio Pfund von der News Corporation

übernommen. (65) 1989 gründete News Corp. eine eigenständige Firma, die Times Supplements Ltd. Den Firmennamen TSL Education führte News Corp. erst 1999 ein. (66) TES hat regional angepasste Ausgaben, etwa eine eigene Ausgabe in Schottland. Zusammen erreichten die TSL-Magazine bei der Übernahme durch den Finanzinvestor Exponent im Oktober 2005 eine wöchentliche Auflage von 143 000 Exemplaren. (67) Exponent Private Equity LLP ist ein Private-Equity-Unternehmen, das vor allem in mittelständische britische Firmen investiert. (68) Exponent wurde 2004 von vier ehemaligen Mitarbeitern des Private-Equity-Hauses 3i gegründet. Die Beteiligung an TSL war für Exponent die erste überhaupt in der Firmengeschichte.

Anfang Oktober 2005 bezahlte Exponent nach einem Bieterverfahren für das TSL Education Ltd. 235 Mio Pfund. (69) Am 14. Mai 2007 kündigte TSL Education in einer Pressemitteilung an, dass das Unternehmen vom Private-Equity-Investor Charterhouse Capital Partners übernommen würde. Über die Kaufsumme wurde nichts bekannt. (70)

Nach der Übernahme von TSL Education setzte Exponent mit Stuart Wallis einen Chairman aus dem eigenen Unternehmen ein. Auf der Position des CEO fand ebenfalls ein Wechsel statt. In der Zeit des Besitzes durch Exponent wurde das Management des Verlages fast komplett ausgewechselt. In der zweiten Hälfte des Jahres 2006 unterzog das Management das TES einem Relaunch. In diesem Zusammenhang wurden unter anderem 28 journalistische Stellen gestrichen. Dies entsprach rund einem Drittel der gesamten journalistischen Belegschaft von damals 86 Stellen. (71) Allerdings wurden in anderen Bereichen (Marketing, Verkauf etc.) neue Stellen geschaffen. Die verbleibenden Journalistinnen und Journalisten beim TES und THS behielten inhaltlich freie Hand. Direkte Eingriffe in die redaktionelle Freiheit wurden nicht bekannt.

Rupert Murdoch hatte die Zeitschriften von TSL über Jahre hinweg unangetastet gelassen, weil sie stets die erwarteten Millionenerlöse lieferten und weil seine Aufmerksamkeit in Großbritannien dem Zeitungs- und Fernsehgeschäft galt. (72) Exponent setzte bei TSL auf die interne Entwicklung der Titel und nicht auf externes Wachstum. Für den Relaunch des TES waren rund 5 Mio Pfund vorgesehen. Etwa 1 Mio Pfund wurde in Promotion und Marketing des neu gestalteten Magazins investiert. (73) Insgesamt hat Exponent nach eigenen Angaben zwischen Oktober 2005 und Mai 2007 fast 10 Mio Pfund in die Magazine investiert. (74)

In den 18 Monaten, in denen Exponent die Richtung vorgab, erfolgte eine signifikante Steigerung der Effizienz vor allem der kaufmännischen Belange der TSL Education. Durch Marktforschung wurde die Marktposition sowohl in den Leser- als auch Anzeigenmärkten verbessert. Der resultierende Wertzuwachs war aber auch dem Umstand geschuldet, dass dem rigorosen Kostenmanagement rund ein Drittel der journalistischen Belegschaft zum Opfer

**Im Oktober 2005 von Exponent übernommen**

**Management ausgewechselt und ein Drittel der Journalisten entlassen**

**Exponent setzte auf internes Wachstum**

**Signifikante Steigerung der Effizienz**

fiel. Der Finanzinvestor realisierte zudem einen aufwändigen Relaunch der wichtigsten Publikation von TSL.

#### Fazit aus den Fallstudien

Die Untersuchung der Fallbeispiele ergibt ein weitgehend kohärentes, aber nicht widerspruchsfreies Bild. Generell lassen sich folgende Muster aus der Untersuchung ableiten:

#### Generell wenig direkte Einflussnahme auf Publizistik

In allen untersuchten Fällen erwies sich die Kluft zwischen der Ebene des finanziellen Engagements der Investoren und der publizistischen Redaktion als groß. Diese Kluft äußerte sich darin, dass die Finanzinvestoren und deren Delegierte nicht oder kaum Einfluss auf die redaktionelle Arbeit genommen haben und auch keine Versuche zur Einflussnahme unternommen wurden. Besonders eindrücklich ist das Beispiel von PCM und den kontrollierten Tageszeitungen, in denen auch während der Zeit der Kontrolle durch Apax Artikel in den Zeitungen erschienen, die sich durchaus kritisch mit der Rolle von Apax auseinandersetzten. Von einer direkten Intervention durch die Eigentümer auf die redaktionelle Linie wusste keiner der Gesprächspartner zu berichten.

#### Eingriffe in das Management, Verschuldung und Budgetumschichtungen

Die Kluft zwischen der Finanzierungsebene und der redaktionellen Ebene war in den untersuchten Fällen so groß, dass ein Durchgriff auf die Redaktion als untypisch bezeichnet werden kann. In Einzelfällen hat der Finanzinvestor Personalentscheidungen getroffen, die auch die Redaktionen betrafen, aber selbst diese wenigen Entscheidungen wurden von den Gesprächspartnern als notwendige und überfällige Entscheidungen klassifiziert, die auch ohne Zutun des Investors früher oder später getroffen worden wären. Insgesamt kann also davon gesprochen werden, dass Finanzinvestoren im Medienbereich typischerweise nicht direkt auf die redaktionelle Autonomie Einfluss nehmen. Indirekte Eingriffe über Maßnahmen im Bereich der finanziellen Ressourcen dagegen sind typisch, wie die oben dargestellten Fallstudien zeigen. Budgetumschichtungen oder die Belastung des Haushalts durch den Schuldendienst haben erhebliche Auswirkungen auf die redaktionelle Autonomie.

#### „Incentivierung“ des Top-Managements und der redaktionellen Leitung

Zu den Standardmaßnahmen von Private-Equity-Investoren zählt die finanzielle Beteiligung des Top-Managements an dem Unternehmen im Rahmen von „Incentivierungsprogrammen“. Dabei beteiligen sich die Personen im Top-Management in unterschiedlich hohem Ausmaß an dem Unternehmen, was deren Motivation zur Erreichung der von den Private-Equity-Investoren definierten Finanzziele steigern soll. So einleuchtend solche Maßnahmen auch sind, so problematisch erscheinen sie im Zusammenhang mit publizistischen Medienunternehmen. Solche Medien sind gehalten, jeden Einfluss von innen und von außen auf die Berichterstattung zu vermeiden und nach Möglichkeit ganz auszuschließen. Interessengesteuerte Abhängigkeiten sollten wenn immer möglich vermieden werden. Eine Incentivierung von Chefredakteuren könn-

te dazu beitragen, dass redaktionelle Entscheidungen durch nicht-publizistische Interessen (wie zum Beispiel an der Wertsteigerung des Unternehmens) beeinflusst werden. Der Entscheidungsfreiraum könnte in Mitleidenschaft gezogen werden. In einem der untersuchten Fälle (PCM) haben sich die betroffenen Redaktionsleiter geweigert, sich an dem Unternehmen finanziell zu beteiligen. Aus publizistischer Perspektive ist die Incentivierung von leitenden Redakteuren kritisch zu beurteilen.

Wenn auch nicht in allen Fällen und nicht im selben Ausmaß, so lässt sich doch feststellen, dass in der Mehrheit der untersuchten Fälle das Tempo der Veränderungen im gesamten Unternehmen nach der Übernahme durch einen Finanzinvestor markant zunahm. Der Zeitdruck, in dem die Finanzinvestoren in der Regel agieren, wird rasch auf der operativen Ebene spürbar, und die beschlossenen Maßnahmen werden in der Regel sofort umgesetzt. Daraus lässt sich allerdings keine Aussage über die Qualität und Angemessenheit dieser Entscheidungen ableiten. Vielmehr bedeutet die Tätigkeit von Finanzinvestoren keineswegs eine Garantie für die Einleitung von effizienzsteigernden Maßnahmen. Vor allem dann, wenn die Wertsteigerung auch ohne Intervention auf der betrieblichen Ebene erfolgen kann, können solche Maßnahmen auch vollständig ausbleiben.

Einschränkend ist allerdings festzuhalten, dass alle untersuchten Fälle in einem Zeitraum stattgefunden haben, der als wirtschaftliche Aufschwungphase zu charakterisieren ist. An die Krise, die im Medienbereich durch den Zusammenbruch der New Economy in den Jahren 2000 und 2001 ausgelöst wurde, schloss sich eine Phase der wirtschaftlichen Prosperität an. Investitionen in diesem Zeitraum standen also unter einem generell günstigen Vorzeichen, weil sich praktisch alle Marktsegmente – mit oder ohne Finanzinvestoren – positiv entwickelt haben. Die ausgewählten Fälle können also keinen Aufschluss darüber geben, wie sich Finanzinvestoren verhalten, wenn die wirtschaftlichen Vorzeichen ungünstig sind. Aus dieser Perspektive ist das zukünftige Verhalten der neuen Eigentümer von ProSiebenSat.1 besonders genau zu beobachten.

#### Konsequenzen

Aus der Untersuchung ist kein zwingender medien- und kommunikationspolitischer Handlungsbedarf abzuleiten, wenn es um spezifische Risiken geht, die von Finanzinvestoren im Sinne dieser Studie ausgehen. Auswirkungen der Kapitalstruktur auf die Unternehmensführung sind zwar nicht von der Hand zu weisen, eine spezielle Gefährdung der Medienordnung durch Finanzinvestoren ist jedoch nicht zu belegen. Ihr Verhalten unterscheidet sich regelhaft von jenem strategischer Investoren, die Unterschiede sind aber nicht derart gravierend, dass die publizistische Leistungsfähigkeit der be-

#### Finanzinvestoren verschärfen das Tempo der Veränderungen

#### Fallbeispiele alle aus einer Phase wirtschaftlichen Aufschwungs

#### Kein zwingender medienpolitischer Handlungsbedarf

troffenen Medienunternehmen grundsätzlich in Frage gestellt wäre. Vielmehr erscheint das Verhalten von Finanzinvestoren als Fortsetzung und Beschleunigung der Tendenzen zur Kommerzialisierung der Medienmärkte generell.

#### Doppelnatur des Rundfunks: Wirtschafts- und Kulturgut

Die Untersuchung macht auf ein Spannungsverhältnis aufmerksam, das durch Finanzinvestoren weiter verschärft werden kann, nämlich zwischen positiven Leistungserwartungen im Hinblick auf den privatwirtschaftlich finanzierten Rundfunk auf der einen und den Anforderungen ökonomischen Handelns auf der anderen Seite. Dass die Doppelnatur des Rundfunks und der Massenmedien generell als Wirtschaftsgut und Kulturgut nicht nur Synergien, sondern auch Spannungen hervorbringt, ist keine neue Erkenntnis. Allerdings zeigt gerade die öffentliche Reaktion auf das Auftreten von Finanzinvestoren, dass offenbar bislang häufig davon ausgegangen wird, Entscheidungen in privatwirtschaftlichen Medienunternehmen würden nicht ausschließlich ökonomisch getroffen, sondern auch aufgrund eines handlungsleitenden „Verleger-Ethos“. Wenn es bislang noch einen Grund für diese Annahme gegeben haben mag, so entfällt eine Basis für derartige Annahmen bei Eigentümern aus dem Private-Equity-Bereich.

#### Absolute Priorität der Wertsteigerung

In diesem Sinne kann unsere erste These, wonach Finanzinvestoren im Medienbereich der Steigerung des Unternehmenswertes alle anderen Parameter unterordnen, als bestätigt gelten. Auch die zweite These, die den Finanzinvestoren im Medienbereich Desinteresse an der publizistischen Leistung unterstellt, kann als bestätigt gelten. In allen untersuchten Fällen sind die journalistischen Redaktionen nur als Kostenträger und Manövriermasse relevant, die unangetastet bleibt, solange die Kostenrechnung stimmt, und die radikal verkleinert wird, wenn Werterhalt oder -steigerung nur durch Kostenreduktion möglich erscheinen.

Die dritte These lässt sich nur teilweise bestätigen: Finanzinvestoren nehmen durchaus Investitionen in publizistische Projekte in Angriff, wenn sich dadurch die Marktposition und der Marktwert verbessern lassen. Dies ist aber selten eindeutig der Fall, sodass geplante Investitionen häufig auf später (wenn neue Investoren übernehmen) verschoben oder ganz unterlassen werden.

#### Finanzinvestoren stärken Trend der Kommerzialisierung

Finanzinvestoren im Medienbereich sind, so das Ergebnis der Untersuchung, keine apokalyptische Plage. Ihre Tätigkeit spitzt aber emotionslos und für alle gut sichtbar zu, was der Branche ohnehin zunehmend den Stempel aufdrückt: Massenmedien werden immer mehr wie kommerzielle Dienstleistungen behandelt und immer weniger wie demokratierelevante Kulturgüter. Für die Medienpolitik gilt es, hieraus die richtigen Schlüsse zu ziehen und die Regulierung so weiterzuentwickeln, dass die Ziele der Sicherung von Vielfalt und publizistischer Leistungsfähigkeit auch in Zukunft erreicht werden können. (75)

#### Anmerkungen:

- 1) Vgl. Handelsblatt v. 10.6.2008.
- 2) Center for Entrepreneurial and Financial Studies der TU München, (CEFS). Beteiligt waren neben den Autoren dieses Beitrags Stefan Heilmann, Thorsten Held und Wolfgang Schulz (Hans-Bredow-Institut) sowie Christoph Kaserer und Henry Lahr (CEFS). Vgl. Schulz, Wolfgang/Christoph Kaserer/Josef Trappel (Hrsg.): Finanzinvestoren im Medienbereich – Gutachten im Auftrag der Direktorenkonferenz der Landesmedienanstalten, Berlin 2008.
- 3) Vgl. Ausführlicher bei Kaserer, Christoph/Dirk Schiereck/Ann-Kristin Achleitner/Christoph von Einem: Private Equity in Deutschland: Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen. Norderstedt 2007.
- 4) Der Datenerhebung liegt eine umfassende Finanzdatenbank- und Presserecherche, eine Analyse von unternehmensinternen Dokumenten (wie Geschäftsberichte) sowie leitfadengestützte Experteninterviews mit Vertretern der von Finanzinvestoren übernommenen Unternehmen zugrunde.
- 5) Vgl. Süddeutsche Zeitung v. 26.7.2007.
- 6) Vgl. Financial Times v. 23.2.2000.
- 7) Vgl. Frankfurter Rundschau v. 20.2.2003.
- 8) Vgl. Süddeutsche Zeitung v. 14.3.2003.
- 9) Vgl. manager magazin online v. 11.2.2005.
- 10) Vgl. Börsen-Zeitung v. 8.12.2005.
- 11) Vgl. Pressemitteilung des Bundeskartellamts v. 4.4.2008, abrufbar unter [http://www.bundeskartellamt.de/wDeutsch/aktuelles/presse/2008\\_04\\_04.php](http://www.bundeskartellamt.de/wDeutsch/aktuelles/presse/2008_04_04.php)
- 12) Vgl. [www.kabeldeutschland.com/de/investor-relations/praesentation.html](http://www.kabeldeutschland.com/de/investor-relations/praesentation.html) (abgerufen am 14.3.08).
- 13) Vgl. Berliner Morgenpost v. 25.9.2006.
- 14) Vgl. medien aktuell v. 30.6.2005.
- 15) Vgl. E-Market Online v. 18.2.2005.
- 16) Vgl. Börsen-Zeitung v. 31.10.2002.
- 17) Vgl. Börsen-Zeitung v. 18.3.2003, S. 10.
- 18) Vgl. ProSiebenSat.1 Media AG: Geschäftsbericht 2003.
- 19) Vgl. Börsen-Zeitung v. 31.1.2007.
- 20) Vgl. medien aktuell v. 28.6.2007.
- 21) Vgl. Börsen-Zeitung v. 24.3.2004.
- 22) Vgl. ProSiebenSat.1 Media AG, Geschäftsbericht zum 31.12.2004.
- 23) Vgl. Börsen-Zeitung v. 18.3.2003, S. 10.
- 24) Vgl. KEK, Programmliste 2006.
- 25) Schawinski, Roger: Die TV-Falle. Vom Sendungsbewusstsein zum Fernsehgeschäft. Zürich 2006, S. 226.
- 26) Vgl. ebd., S. 227.
- 27) Vgl. ProSiebenSat.1 Media AG: Geschäftsbericht zum 31.12.2006.
- 28) Vgl. Schawinski 2006 (Anm. 25).
- 29) Vgl. Premiere AG: Premiere AG – Börsenzulassungsprospekt.
- 30) Vgl. ebd.
- 31) Vgl. Börsen-Zeitung v. 11.11.2006.
- 32) Vgl. ebd.
- 33) Vgl. Premiere AG: Geschäftsbericht 2004; Premiere AG: Geschäftsbericht 2006; Frankfurter Rundschau v. 10.5.2002 und Süddeutsche Zeitung v. 20.12.2002.
- 34) Vgl. Premiere AG: Geschäftsbericht 2005.
- 35) Vgl. Premiere AG: Premiere AG – Börsenzulassungsprospekt.
- 36) Vgl. Handelsblatt v. 6.10.2008.
- 37) Vgl. [www.bakercapital.com](http://www.bakercapital.com), Stand: 29.2.2008; [www.nordiccapital.com](http://www.nordiccapital.com), Stand: 29.2.2008.
- 38) Vgl. Daily Variety v. 10.9.2003.
- 39) Vgl. Daily Deal v. 10.2.2005.
- 40) Vgl. News Aktuell Schweiz v. 9.2.2005.
- 41) Expertengespräch mit CEO Per Borgklint v. 5.3.2008.
- 42) Vgl. News Aktuell Schweiz v. 9.2.2005.
- 43) Vgl. Company News Feed v. 1.12.2003.
- 44) Vgl. Irish Independent v. 27.2.2004.
- 45) Vgl. Irish News v. 07.2.2004.
- 46) Vgl. The Herald v. 17.9.2005.
- 47) Vgl. The Express v. 2.12.2003.
- 48) Experteninterview mit Pat McArt v. 27.2.2008. Pat McArt war zur Zeit, als 3i Local Press kontrollierte, Managing Editor des Derry Journals und Mitglied der Geschäftsleitung von Local Press. Er arbeitet heute als Journalist für das Derry Journal.
- 49) Vgl. Financial Times v. 17.9.2005.
- 50) Vgl. The Express v. 2.12.2003.
- 51) Vgl. Irish News v. 7.2.2004.
- 52) Vgl. Guardian Unlimited v. 16.9.2005.
- 53) Vgl. Sunday Business Post v. 12.11.2006.
- 54) Vgl. PCM: Company Profile PCM Kitgevers NV, July 2007.
- 55) Vgl. [www.apax.de](http://www.apax.de), Stand: 19.2.2008.
- 56) Vgl. Daily Deal v. 2.4.2004.
- 57) Vgl. Financial Times v. 22.3.2004.
- 58) Vgl. Daten aus der Datenbank Mergermarket (abrufbar unter: [www.mergermarket.com](http://www.mergermarket.com)).
- 59) Expertengespräch mit den Redaktionsleitern Fokke Obbema und Wilco Dekker v. 26.2.2008.

- 60) Expertengespräche mit Fachjournalist Jeroen Wester v. 25.2.2008 sowie Fokke Obbema und Wilco Dekker v. 26.2.2008.
- 61) Expertengespräch mit Jeroen Wester v. 25.2.2008.
- 62) Expertengespräche mit Jeroen Wester v. 25.2.2008 sowie Fokke Obbema und Wilco Dekker v. 26.2.2008.
- 63) Vgl. Guardian Unlimited v. 3.7.2006.
- 64) Vgl. Guardian Unlimited v. 3.10.2005.
- 65) Vgl. Guardian Unlimited v. 3.7.2006.
- 66) Vgl. Guardian Unlimited v. 3.7.2006.
- 67) Vgl. Daily Deal v. 4.10.2005.
- 68) Abrufbar unter: [www.exponentpe.com](http://www.exponentpe.com), Stand: 7.11.2007.
- 69) Vgl. PR Newswire Europe v. 3.10.2005.
- 70) Abrufbar unter: [http://www.tsleducation.com/newsrelease\\_140507.asp](http://www.tsleducation.com/newsrelease_140507.asp), Stand: 29.2.2008.
- 71) Vgl. Guardian Unlimited v. 3.7.2006.
- 72) Experteninterview mit Gerard Kelly v. 28.3.2008. Gerard Kelly war zur Zeit des Besitzes von Exponent als Chefredakteur für das THS zuständig, im Juni 2008 übernahm er die Leitung von TES.
- 73) Vgl. Guardian Unlimited v. 3.7.2006.
- 74) Abrufbar unter: [http://www.tsleducation.com/newsrelease\\_140507.asp](http://www.tsleducation.com/newsrelease_140507.asp), Stand: 29.2.2008.
- 75) Vgl. zu entsprechenden Ansätzen Heilmann, Stefan/ Thorsten Held/Wolfgang Schulz: Schlussfolgerungen und Entwicklungsperspektiven der Rundfunkordnung. In: Schulz, Wolfgang/Christoph Kaserer/Josef Trappel (Hrsg.): Finanzinvestoren im Medienbereich – Gutachten im Auftrag der Direktorenkonferenz der Landesmedienanstalten, Berlin 2008, Kapitel 8.

