



M. M. WARBURG & CO
1798



BETEILIGUNGSREPORT

Erste Ausgabe 2017

Hinweise

Unsere Prognosen und Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir für zuverlässig halten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen. Vollständigkeit und Genauigkeit können wir nicht garantieren. Diese Veröffentlichung stellt weder

ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Wir behalten uns vor, unsere dargestellte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. /Januar 2017

Vorwort

Die Wähler der Vereinigten Staaten haben entschieden: Donald Trump ist neuer US-Präsident. Sein zentrales Motto „America First“ schafft hohe Unsicherheit bei den globalen Wirtschaftspartnern. Der größte Immobilienbestand weltweit in diesem riesigen Land sollte allerdings von dieser patriotischen und auf sich selbst konzentrierten Politikausrichtung profitieren. „America First“ und wie wir die Chancen von Neuinvestments in den USA beurteilen, lesen Sie an erster Stelle in diesem Beteiligungsreport.

Weltweit schwimmt das Private Equity auf einer mehrjährigen Erfolgswelle, hohe Bewertungen und die Hoffnung auf noch aufnahmefähigere Börsen und andere Exitkanäle hat die Industrie in der Anlegergunst steil ansteigen lassen. In der Folge haben sich riesige Beträge angesammelt, die Investitionsmöglichkeiten suchen. Wir zeigen auf, dass Investments in bereits existierende Fonds, sogenannte Secondaries, zur Verstärkung und Absicherung von Erträgen das Gebot der Stunde sind.

Ist das Private Equity der stabile Viermaster, so ist das Venture Capital die kleine flinke Jolle, die allerdings auch stets von der Gefahr des Untergangs bedroht ist. Der hohe Anreiz an der Finanzierung neuer Technologien und Produkte beteiligt zu sein, wird aus Sicht des Anlegers konterkariert durch hohe Unsicherheiten. In Deutschland war Venture Capital (VC) nach dem Platzen der Dotcom-Blase Anfang des Jahrtausends

sehr nahe an Spielerei gerückt und wirtschaftlich von extrem geringer Bedeutung. Es zeigt sich aktuell mit Blick auf das rückläufige Innovationsverhalten des deutschen Mittelstands und hier speziell einiger sehr reifer Branchen, dass der Anstieg auch der Wagniskapitalaktivitäten volkswirtschaftlich erforderlich sein wird, um die Lücke aufgrund zu geringer Forschungs- und Entwicklungsausgaben zu schließen und aktive Zukunftsförderung zu betreiben.

Zurück zu den Immobilien: Einzelhandelsimmobilien hatten sich in den letzten Jahren als standhafte Bastion der Renditejäger im Immobiliensektor erwiesen. Wird diese Position zu halten sein vor dem Hintergrund unverändert hoher Ankaufspreise und Mieten in den Top-Standorten und struktureller Veränderungen im Handel durch wachsende Online-Angebote?

Wir hoffen, Ihnen mit diesem Beteiligungsreport eine kurzweilige und interessante Lektüre zu bieten und Ihnen Anregung und Motivation geben zu können, um sich an Kernthemen der wirtschaftlichen Entwicklung zu beteiligen.

Das Autorenteam:

Uwe Boehmer leitet die Abteilung Produktauswahl und -kontrolle der M.M.Warburg & CO

Falko Schulz, Wolfgang Conrad und Dustin Reichelt

Amerika unter Donald Trump – beste Chancen durch die Wahl des Immobilien-Tycoon für US Immobilieninvestments?

Die USA sind die größte Volkswirtschaft und haben den größten Immobilienmarkt weltweit. 25 Prozent des institutionellen Immobilienbestands befinden sich in den Vereinigten Staaten.

Rückblick: Die Immobilienkrise und die Insolvenz der Bank Lehman Brothers in den USA ist wenige Monate her, als Barack Obama im Januar 2009 der 44. US Präsident wird. Die Besuche niedergeschlagener Immobilien-Projektentwickler hauptsächlich aus dem republikanisch wählenden Südosten der USA in Hamburg häuften sich. Sinngemäß gemeinsamer Tenor der Gespräche: Wir legen uns für die nächsten vier Jahre an den Strand und tun nichts, denn wir erwarten von Obama keine Impulse für unser Geschäft. So war es denn auch, und weitere vier Jahre sollten folgen.

Die überraschende Wahl von Donald Trump haben die Börsianer schnell abgeschüttelt. Ohne dass bereits genau erkennbar ist, wie die Wirtschaftspolitik der neuen US-Administration im Detail aussehen wird, hat man sich zunächst auf die positiven Aspekte fokussiert: massive Steuersenkungen und Ausweitung der staatlichen Investitionen. Insofern sollte die US-Wirtschaft im Jahr 2017 zusätzlichen Rückenwind durch Trump erhalten.

Nun scheinen auch Immobilienengagements in den USA neuen Wind unter die Flügel zu bekommen, denn Donald Trump, selber Immobilienmanager und -besitzer, wird der 45. Präsident der Vereinigten Staaten und sein zentrales Motto „America first“ in praktische Politik umsetzen. Sein Schwiegersohn Jared Kushner, Sohn des Immobilienmagnaten Charles Kushner, investierte von 2007 bis 2016 mehr als USD 7 Mrd. in New Yorker Immobilien, darunter kaufte er mit dem Objekt 666 Fifth Avenue das teuerste Einzelgebäude in der Geschichte der USA. Ein Berater mit Immobilienfokus: Honi soit qui mal y pense.

Unsicherheiten erzeugen die Konsequenzen der von Trump befürworteten Lockerung der restriktiven Geldpolitik. Steigende Zinsen sind negativ für die Konjunktur und für die Immobilienwerte. So empfehlen wir die Immobilien in den USA nach Nutzungsarten separat unter die Lupe zu nehmen. Hier die ersten Einschätzungen:

Positiv sollten sich weiterhin Einzelhandelsimmobilien entwickeln, hier stehen die Zeichen auf Wachstum, sofern es unter Trump zu einer Stabilisierung des Arbeitsmarktes und steigenden Löhnen kommt.

Die erwartete konjunkturelle Belebung stärkt den Büroimmobilienmarkt, insbesondere dort, wo es den geforderten Ausbau der Arbeitsplätze geben wird. Hier sind regionale Besonderheiten, Wanderungsbewegungen und Differenzierungen nach Branchenschwerpunkten zu beachten. Aktuell ist die texanische Megacity Dallas / Houston / Fort Worth mit prognostiziert 100.000 neuen Arbeitsplätzen in einer starken Boomphase.

Aber wir sehen auch Gefahren. Trumps negative Einstellung zur Einwanderung dürfte den seit Jahren konstant hohen Bevölkerungszuwachs in den USA – aktuell 2 Millionen Menschen pro Jahr – zumindest verlangsamen. Etwa 40% des Wachstums ist auf Einwanderung in die USA zurückzuführen. Diese hatte in der Vergangenheit sehr zum Erfolg der bei deutschen Vermögenden beliebten Projektentwicklung von Apartmenthausanlagen beigetragen. Hier erwarten wir eine eher vorsichtige und zurückhaltende Entwicklung für Neugeschäft.

Unser Tipp für professionelle Anleger: Investitionen in Gebäude, die von den direkt der präsidentialen Administration unterstellten Bundesbehörden, den sogenannten Agencies wie FBI, CIA, NSA genutzt werden. Die langjährigen Erfahrungen belegen, dass die Flächenbedarfe dieser quasi föderalstaatlichen Behörden noch unter jedem Präsidenten anstiegen und finanziert wurden. Richtig ist auch, dass die unterschiedlichen politischen Ausrichtungen der Präsidenten zur Favorisierung von Homeland Security auf der einen oder Umweltschutz auf der anderen Seite führten – hinsichtlich der Investitionssummen allerdings letztlich zu einem Nullsummenspiel führten. Hier gibt es eine Möglichkeit für Investoren, mit einem sehr langfristigen, sicheren und erfolgreichen Track Record zu partizipieren.

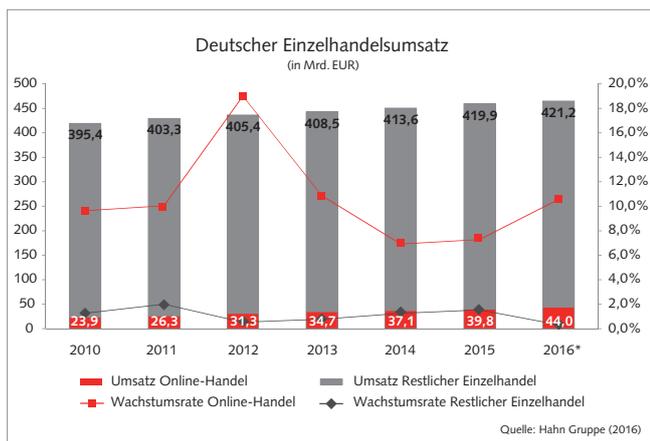
Für den global ausgerichteten Investor könnte sich die politische Uneinigkeit Europas in Verbindung mit Trumps Protektionismus als weitere Stärke der USA als der vermeintlich sichere Hafen erweisen. Allein auf die Aussichten für den Immobilienmarkt bezogen ist also die kommende Präsidentschaft von Donald Trump mit vielen Fragezeichen und damit nicht uneingeschränkt positiv zu sehen. Wir bleiben interessiert abwartend.

Uwe Boehmer

Deutsche Einzelhandelsimmobilien. Sind sie die standhafte Bastion der Renditejäger im Immobiliensektor?

„Deutschlands heimliche Immobilienstars“ titelte das Manager Magazin vor einiger Zeit im Hinblick auf Renditen im Einzelhandelsimmobilienmarkt. Doch wie ist es heute um die „Stars“ bestellt?

Die Nachfragesituation ist dank günstiger Rahmenbedingungen in Deutschland nach wie vor sehr gut und wird im Hinblick auf die Fundamentaldaten von drei wesentlichen Faktoren gestützt. Das Bruttoinlandsprodukt steigt um etwa 1,9%, die Arbeitslosenquote liegt auf einem Rekordtiefstand und die Einkommenserwartung sowie die Verbraucherstimmung sind robust. Ein daraus resultierender Zuwachs an real verfügbarem Einkommen kurbelt die Konsumausgaben an. Ferner begünstigt die Verteilung der Gesamteinzelhandelsausgaben zusehends den Lebensmitteleinzelhandel, auf den mittlerweile ein Anteil von 48,8% der Gesamtausgaben im Einzelhandel entfällt. Zwei weitere wichtige Determinanten im aktuellen und zukünftigen Immobilienumfeld wirken sich ebenfalls durchaus positiv auf den Einzelhandelsimmobilienmarkt aus. Damit gemeint sind die andauernde expansive Geldpolitik der EZB und die Flüchtlingskrise. Das durch die Flüchtlingskrise gestärkte Bevölkerungswachstum sorgt für zusätzliche Nachfrage nach Wohnraum und Konsumgütern, während das niedrige Zinsniveau die Finanzierung erleichtert. Daher verwundert es nicht, dass der Deutsche Einzelhandelsumsatz seit Jahren stetig anwächst.

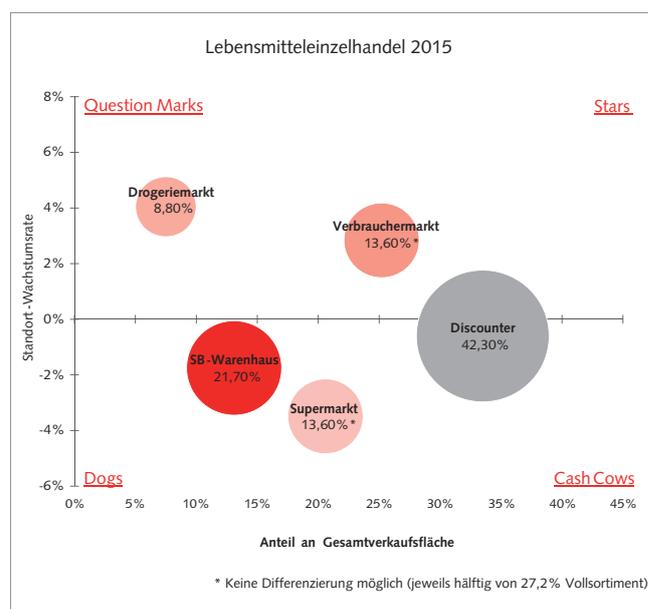


Nach dem Rekordjahr 2015 war für 2016 ein immer noch ansehnliches Wachstum von 1,2% im Gesamteinzelhandelsmarkt prognostiziert worden. Nach Abzug des Verbraucherpreisanstieges verbleibt somit ein mäßiges aber konstant positives Wachstum über den Betrachtungszeitraum. Zu beobachten ist indes eine Annäherung der Wachstumsraten zwischen stationä-

rem Einzelhandel und dem Onlinegeschäft. Bereits 2013 wurde der Onlinehandel als ein Hauptrisikofaktor der Branche identifiziert, jedoch hat dieser Risikofaktor nunmehr den großen Schrecken verloren. Der Onlinehandel gewinnt nach wie vor Marktanteile, die Dynamik hat jedoch spürbar nachgelassen. Allerdings ist der Onlinehandel nicht der einzige wesentliche Veränderungsfaktor. Vielmehr unterliegt der Einzelhandel einem ständigen Wandel der Nutzungskonzepte. So führte bspw. die Einführung von Leergutautomaten, Non-food-Artikeln oder Backstraßen zu einer sukzessiven Ausweitung der durchschnittlichen Flächennutzung im Lebensmitteleinzelhandel, wohingegen neue spezialisierte Nutzungskonzepte wie REWE Go oder die Einbettung von Supermärkten in Bahnhöfe oder Flughäfen nur mit einem sehr kompakten Flächenzuschnitt funktionieren können. Auch das Non-food-Segment ist in ständiger Bewegung, man denke nur an die innerstädtische Ikea-Filiale in Hamburg-Altona. Insofern müssen die Nutzungskonzepte im Einzelhandel ständig auf ihre Konformität in Bezug auf aufkommende Trends überprüft werden.

Lebensmittel- und Drogerie-Segment

Die Hälfte des Einzelhandelsmarktes entfällt auf die Lebensmittel- und Drogeriebranche, die zugleich überdurchschnittlich vom Wachstum des Gesamtmarktes profitiert. Zu beobachten ist ein Aufstieg der Bio-Supermärkte, während innerhalb der Drogeriemärkte ein Preiskampf zwischen Müller, DM, Rossmann und Budnikowsky herrscht.



Trotz des Preiskampfes wuchs die Anzahl der Drogeriemärkte im vergangenen Jahr mit 6,3% am stärksten. Aber auch die großflächigen Verbrauchermärkte mit 1.500 m² bis 5.000 m² expandieren und bestätigen den allgemeinen Trend zu höheren durchschnittlichen Flächenanforderungen.

Die strategische Überholung des Erscheinungsbildes durch Backstraßen, Pfandautomaten und SB-Kassen sowie der Ausbau des Warenangebotes lassen kleinere Standorte bis 400 m² immer unattraktiver erscheinen. Das Geschäftsmodell kleiner Discounter und Supermärkte nähert sich somit langsam dem von Verbrauchermärkten an. Unterstützt wird diese Entwicklung durch einen weiteren Trend. Das Konsumverhalten ist zunehmend vom Zeitmangel der Konsumenten geprägt und führt zu einem Rückgang der Einkaufshäufigkeiten. Die Einkäufe verlagern sich zu Vollsortimentsanbietern im Nahbereich und lassen die durchschnittlichen Einkaufs-Bons pro Kunde entsprechend anwachsen.

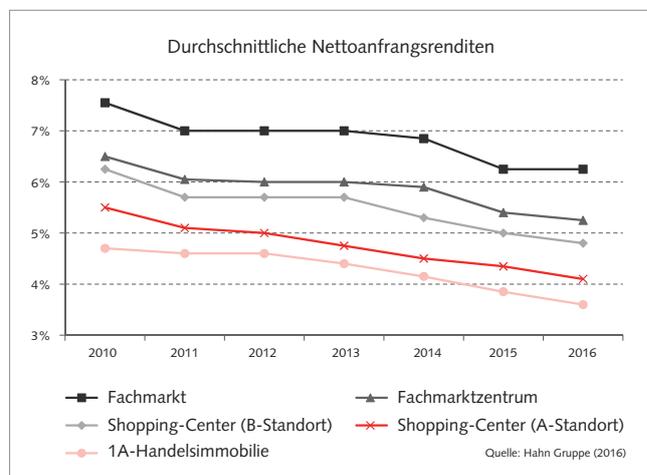
Non-Food-Segment

Die günstigen Rahmenbedingungen in Form von mildem Wetter, niedrigen Zinsen und hohen Konsumausgaben sorgen nicht nur im Lebensmitteleinzelhandel für ein anziehendes Geschäft. Der Bauboom liefert auch im Heim- und Gartenbedarf positive Impulse. So präsentieren gerade Baumarktketten ein hohes Flächen-, Umsatz- und Produktivitätswachstum. Auch sind sowohl das Lebensmittel- als auch das Baumarktsegment am wenigsten dem Wettbewerb mit Onlineanbietern ausgesetzt. Der Trend zur Großflächigkeit setzt sich ebenfalls durch und führt zu Flächenanforderungen jenseits der 7.500 m². Unter Druck sind hingegen der Schuh- und Textileinzelhandel. Große Schuhketten expandieren, während regionale Schuhfachgeschäfte unter der vertikalen Sortimentserweiterung von Modeketten leiden. Internationale Modeunternehmen konzentrieren sich nach wie vor auf deutsche Toplagen und intensivieren den ansässigen Wettbewerb. Gerade hochfrequentierte innerstädtische Lagen sind für sie weiterhin attraktiv. Dieser Trend geht mit der andauernden Krise der Warenhäuser einher. So eröffnen insbesondere die neu auf den Markt drängenden Unternehmen oftmals ihre Filialen in ehemaligen Karstadt-Häusern (z. B. Topshop und Primark). Ferner kann in innerstädtischen Lagen die vermehrte Eröffnung von Showrooms und Pop-Up-Stores beobachtet werden, die vor allem als Marketingmaßnahmen fungieren und zum Teil die Konzepte des Onlinehandels mit denen des stationären Einzelhandels verbinden. Durch die sogenannten Multi-Channel-Konzepte wie Click & Collect – im Netz bestellen und vor Ort abholen – gehen On- und Offline-Handel allmählich eine erfolgreiche Symbiose ein und nehmen dem stationären Markt allmählich die große Furcht vor der Substitution durch den Onlinehandel.

Einzelhandelsinvestmentmarkt

Auch im Bereich der Transaktionsvolumina stellt das Rekordjahr 2015 das aktuelle Jahr in den Schatten. Dabei kann sich das Deal-Volumen mit EUR 4,4 Mrd. im ersten Halbjahr mehr als sehen lassen. Besonders häufig wechselten Fachmarktzentren und Lebensmittelmärkte den Besitzer, wohingegen Shopping Center vergleichsweise seltener gehandelt wurden. Regional laufen München und Hamburg im aktuellen Jahr Berlin die Rolle des Wachstumstreivers ab. Dabei nutzen insbesondere Corporates die günstigen Rahmenbedingungen in Form von Sale-and-Lease-back-Transaktionen. Der Einzelhandelstransaktionsmarkt ist jedoch im Vergleich zum Jahr 2013 durch einen Mangel an „Core- & Core-Plus“-Objekten gekennzeichnet, nicht zuletzt durch die immense internationale Nachfrage. Deutschland als größter Einzelhandelsmarkt Europas mit seiner einzigartigen polyzentralen Struktur belegt weltweit den 1. Platz als attraktivster und sicherster Immobilienstandort. Auch das beschriebene Angebotsdefizit bei den Core-Objekten zwingt die Investoren zusehends zur Beimischung von „Value-Add“-Objekten mit kurzen Mietvertragslaufzeiten und Revitalisierungspotenzial. Auch alternative Anlagestile, wie z. B. die „Manage-to-Core-Strategie“, werden zunehmend populärer. Von dieser Entwicklung profitieren besonders B-Standorte und wirtschaftsstarke Regionalzentren. Denn während das Wachstum des Akquisitionspreises für Handelsimmobilien in den Top-7-Standorten zuletzt stagnierte, entwickeln die Mittelzentren derzeit eine beeindruckende Preisdynamik. Diese ist allerdings auch Folge eines langfristigen Konzentrationsprozesses zu Lasten der Unterzentren, denen die übergeordneten Trends zur Urbanisierung und Landflucht weiterhin spürbar zusetzen.

Die nationale und internationale Nachfrage sowie der Objektmangel machen sich natürlich im Preisgefüge bemerkbar. Ansteigende Immobilienpreise führen zu einer sich ausbreitenden Renditekompression und leichten Überhitzungstendenzen,



unter denen die Nettoanfangsrenditen leiden. Ein Trend, der sich in vielen Assetklassen bereits viel früher verfestigte. Die Attraktivität von Investments wird jedoch nicht nur nominell, sondern auch in Relation gemessen. Eine ermutigende Überraschung stellt daher das wachsende Delta zwischen sinkenden Anfangsrenditen und dem sinkenden risikolosen Zinssatz dar. Hier liegt auch der große Unterschied zum Investmentboom, der in der vergangenen Finanzkrise seinen Höhepunkt fand. So gewannen entsprechende Einzelhandelsinvestments relativ gesehen sogar an Attraktivität.

Im Schnitt lagen die Nettoanfangsrenditen Mitte des Jahres 2016 für 1A-Handelsimmobilien bei 3,6%, für Shopping-Center in Top-Standorten bei 4,1% (4,8% in B-Standorten) und für Fachmarktzentren zwischen 5,25% und 6,25%.

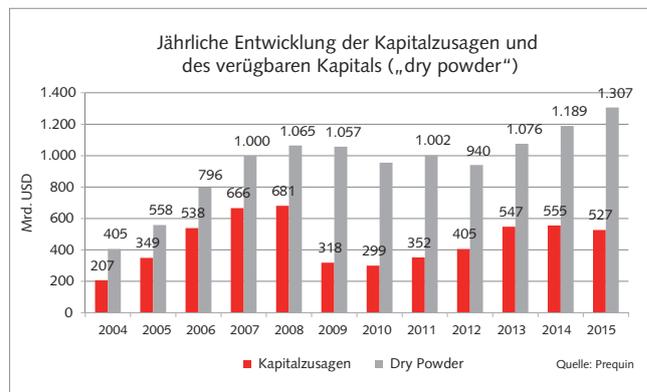
Schon Albert Einstein erkannte einst: „Alles ist relativ“. Auf dieser Erkenntnis baut auch das Fazit auf. In Relation zu alternativen Anlageklassen und dem Niedrigzinsumfeld bleibt ein Investment in Einzelhandelsimmobilien attraktiv und gewinnt teils sogar noch an Anziehungskraft. Essentiell besteht die Kunst darin, die Spreu vom Weizen zu trennen. Aufgrund der Rahmenbedingungen und der sich abzeichnenden Einzelhandelstrends rücken aktuell insbesondere Verbraucher- und Fachmarktzentren in B-Standorten und attraktiven Regionalzentren in den Fokus. Daher prüft die Produktauswahl und -kontrolle von M.M.Warburg & CO bereits eine Auswahl an Fonds im Einzelhandelssegment für ihre privaten und institutionellen Kunden.

Dustin Reichelt

Private Equity nach mehrjähriger Erfolgswelle: Sind nun Absicherungen durch Secondaries das Gebot der Stunde?

Nachdem auf den weltweiten Private-Equity-Märkten jahrelang fleißig gesät wurde, scheint jetzt die Zeit der Ernte endgültig reif: 2015 war das fünfte Jahr in Folge mit einem positiven Cashflow-Profil aus Investorensicht, d. h. die Kapitalrückführungen an bestehende Private-Equity-Investoren übersteigen jeweils die Kapitalabrufe. Ferner haben die seit 2010 andauernden Preissteigerungen zu sehr guten Verkaufsmöglichkeiten geführt, die bestehenden Investoren attraktive Renditen beschert haben. Vor diesem Hintergrund ist es wenig verwunderlich, dass viele Investoren ihren Kapitalüberhang reinvestieren, um ihre Private-Equity-Allokation zu halten oder ggf. sogar zu erhöhen. Laut einer Umfrage von Preqin – einem Spezialisten für Datenanalysen im Bereich alternativer Investments – planen 42% der befragten Investoren ihre Allokation innerhalb der nächsten zwölf Monate zu erhöhen, weitere 51% wollen ihre Allokation langfristig erhöhen. Hierbei gehen nahezu 90% der Befragten davon aus, dass die Renditen im Private-Equity-Bereich mindestens zwei Prozentpunkte über den Renditen der öffentlichen Kapitalmärkte liegen werden. Fast die Hälfte der Befragten erwartet sogar eine Überperformance von mindestens vier Prozentpunkten.

In Hinblick auf das Fundraising finden Private-Equity-Fonds somit nahezu ideale Bedingungen vor. Knapp 80% aller Buy-out-Fonds konnten 2015 ihre Zielvolumina erreichen oder sogar übertreffen und 40% brauchten hierfür lediglich sechs



Monate oder weniger. Seit 2013 lagen die jährlichen Kapitalzusagen aller Subklassen im Private-Equity-Bereich stets über USD 500 Mrd. Da diese Neuzusagen die Kapitalabrufe für tatsächliche Investitionen übersteigen, ist das für Transaktionen zur Verfügung stehende Kapital – sogenanntes dry powder – in 2015 auf sagenhafte USD 1,3 Billionen angewachsen. Hierdurch wächst sowohl der Anlage- als auch der Konkurrenzdruck der Private-Equity-Fonds. Dieser interne Wettbewerb um Investments ist jedoch aktuell nicht die einzige Herausforderung für Private-Equity-Fonds: Im Ankauf stellen strategische Investoren eine weitere Konkurrenz dar. Aktuell profitiert diese Investorengruppe von ihren hohen Bewertungen an der Börse sowie oftmals günstigeren Finanzierungsbedingungen, da sie im Gegensatz zu Private-Equity-Firmen bessere Ratings vorweisen können bzw. überhaupt über ein solches

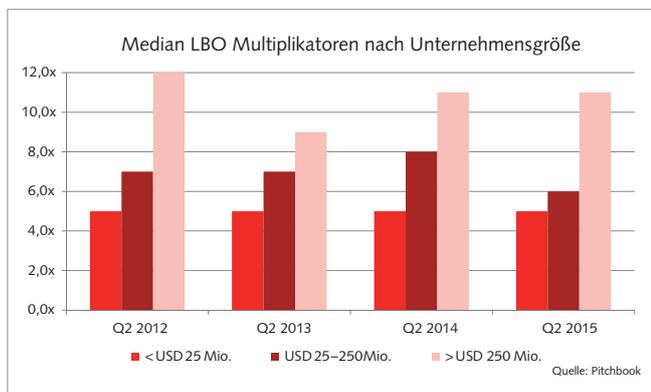
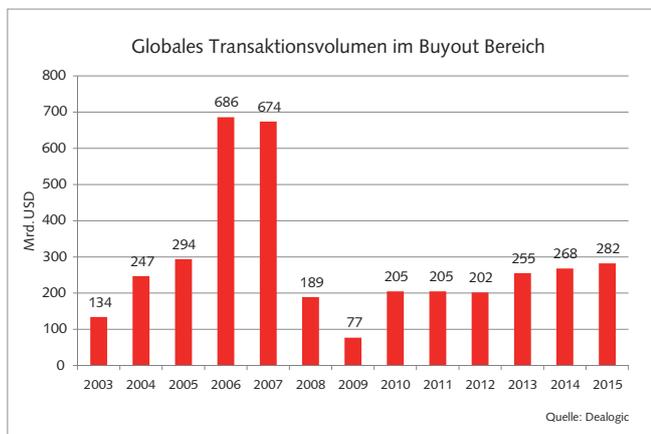
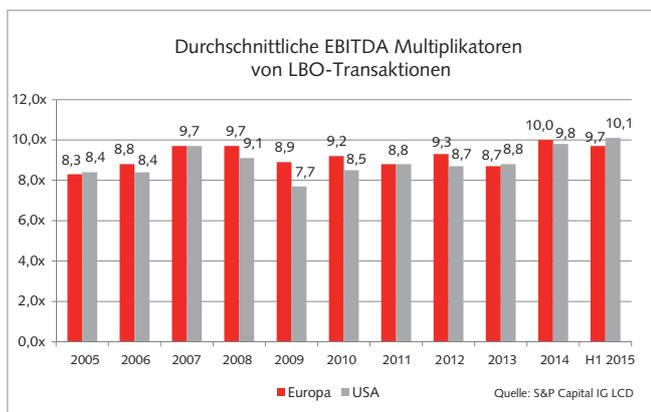
verfügen. Ferner unterstellen strategischen Investoren bei ihren Akquisitionen einen längeren Zeithorizont als Private-Equity-Fonds, die ihre Investments üblicherweise innerhalb von fünf Jahren wieder verkaufen wollen. In der Konsequenz können strategische Investoren somit geringere Renditen akzeptieren und höhere Preise bieten. Tatsächlich hat sich das globale Transaktionsvolumen strategischer Investoren in 2015 um 40 % im Vergleich zum Vorjahr erhöht.

In diesem stark kompetitiven Umfeld haben die durchschnittlichen EBITDA-Multiples im US-amerikanischen sowie europäischen Buyout mittlerweile wieder die Leverage-befeu-

ten Rekordstände von 2007/2008 erreicht, obwohl der Fremdkapitaleinsatz auf Grund der regulatorischen Vorgaben und der Zurückhaltung der finanzierenden Banken im Vergleich deutlich geringer ausfällt.

Trotz dieser hohen Bewertungen und der hohen Verfügbarkeit der vorhandenen Investorengelder lag das globale Transaktionsvolumen im Buyout-Bereich in 2015 nur unwesentlich über dem Wert des Vorjahres und weiterhin deutlich unter den Höchstständen aus 2006/2007. Hieraus lässt sich eine gewisse Disziplin und Professionalisierung der Private-Equity-Industrie ableiten, die ihre Lektion aus vorangegangenen Krisen gelernt zu haben scheint: Sowohl nach dem Platzen der Dotcom-Blase nach 2001 als auch in Folge der Weltwirtschaftskrise 2007 haben jeweils etwa 20% der Private-Equity-Buyout-Firmen ihre Tätigkeit vollständig eingestellt, woraus sich zunächst kein Lerneffekt ableiten lässt. Betrachtet man jedoch die Assets under Management, die diese insolventen Firmen repräsentierten, ergibt sich ein gänzlich anderes Bild. Standen diese Firmen 2001 noch für 20% der gesamten Assets under Management der Private-Equity-Industrie, lag dieser Wert nach 2007 bei lediglich 6%. Der Hauptgrund liegt darin, dass es sich bei den „Opfern“ nach 2007 überwiegend um kleine und junge Unternehmen handelte, die in mehr als der Hälfte aller Fälle lediglich einen Fonds aufgelegt hatten.

Aber wie reagieren die Private-Equity-Fondsmanager auf die aktuellen Herausforderungen? Eine vielfach zu beobachtende Lösung sind sogenannte „buy and build“-Strategien. Ihr Ziel liegt darin, Unternehmen mit komplementären oder ergänzenden Geschäftsmodellen zu akquirieren und so (fragmentierte) Branchen und Märkte zu konsolidieren. Vielfach agieren die Manager hierbei in Branchen, in denen sie schon investiert waren oder sind und damit auf eine entsprechend hohes Maß an Expertise und Erfahrungen zurückgreifen können. Tatsächlich haben sich „buy and build“-Transaktionen in 2015 im Vergleich zum Vorjahr mehr als verdoppelt und konnten mit einem Volumen von USD 267 Mrd. nahezu das Volumen üblicher Buyout-Akquisitionen von USD 282 Mrd. erreichen. „Buy and build“-Strategien bieten sich insbesondere im Bereich von Small und Mid Caps an, in dem sich auf Grund einer deutlich reduzierten Konkurrenzsituation auch noch deutlich günstigere Einstiegsmöglichkeiten als im Large-Cap-Bereich bieten. Da diese Investitionen aber auch eine deutlich erhöhte Volatilität aufweisen, bietet sich also insbesondere im Bereich der Small und Mid Caps aus Diversifizierungsgründen ein Private-Equity-Dachfonds an. Bei der Zielfonds Auswahl durch den Dachfondsmanager ist hierbei auf Grund der beschriebenen Marktbedingungen insbesondere auf klar erkennbare Fondsstrategien mit entsprechenden Allein-



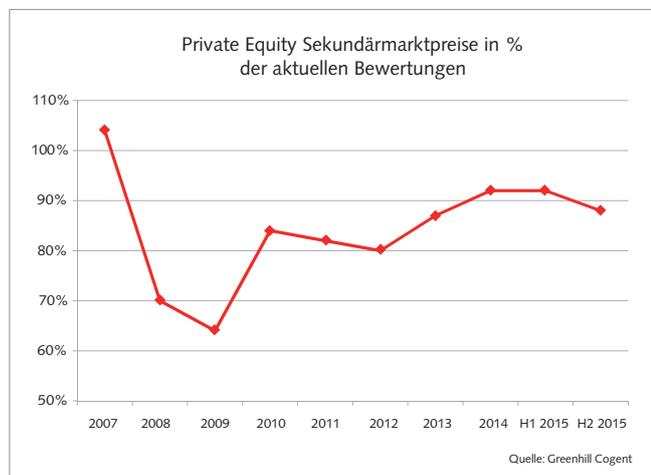
stellungsmerkmalen sowie replizierbaren Wertsteigerungsmaßnahmen bei bereits abgeschlossenen Investments zu achten.

Wirkungsweise von Secondaries im Portfoliokontext

Auch wenn die Investition in einen Private-Equity-Dachfonds sicherlich ein geeignetes Basisinvestment zur Abdeckung der Assetklasse darstellt, stellen sogenannte Secondary-Fonds eine weitere attraktive Alternative dar und können in gewissen Marktphasen ggf. sogar zur Absicherung eines Private-Equity-Portfolios dienen. Secondary-Fonds erwerben Anteile an bereits bestehenden Private-Equity-Fonds von den Erstinvestoren und bündeln diese in einer Dachfondskonstruktion. Anders als im Bereich Primary Private Equity steht die Erlangung einer Kontrollposition und die Steuerung der Geschäftspolitik in den Zielunternehmen ausdrücklich nicht im Vordergrund. Vielmehr geht es im Sinne der Rendite-Risikooptimierung um den Aufbau eines ertragsstarken und über Regionen, Auflegungsjahre (Vintage Year), Sektoren und Managementstile diversifizierten Private-Equity-Portfolios. So können in einem einzigen Secondary-Fonds mittelbar mehrere Tausend Einzelunternehmen fragmentarisch enthalten sein. Das weltweite Transaktionsvolumen von Secondary Private Equity nimmt seit zehn Jahren ständig zu. Ausgehend von ca. USD 5 Mrd. im Jahr 2003, wurde 2014 erstmals die Schwelle von USD 40 Mrd. überschritten; für 2016 wird ebenfalls von USD 40 Mrd. oder mehr ausgegangen. Dabei wird der Markt von einigen wenigen Anbietern beherrscht, deren Management-Kompetenz das Vertrauen der Anleger bereits in der Vergangenheit gerechtfertigt hat und die sich in 2015 für mehr als 60% des Transaktionsvolumens verantwortlich zeigten. Ausgehend von einem kleinen, sehr opportunistisch geprägten Markt in den 1990er Jahren hat sich der Secondary-Markt durch die steigenden Volumina stark professionalisiert. Während in der Frühphase sogenannte Notverkäufe einen großen Anteil am Transaktionsvolumen haben, fungiert der Secondary-Markt

für viele Verkäufer heute als Portfolio-Management-Instrument. Dadurch haben sich Abschläge auf den Netto-Inventarwert, zu dem die Private-Equity-Fondsanteile gehandelt werden, im Zeitverlauf stark reduziert. Zuletzt haben die Abschläge jedoch wieder leicht zugenommen, was von Experten mit schwächelnden Aktienmärkten bei ansteigender Volatilität erklärt wird. Vor diesem Hintergrund könnten Secondary Fonds bei starken Kursverlusten an den Aktienmärkten eine Absicherung eines Private-Equity-Portfolios darstellen. Der Grund ist, dass große Einbrüche an den Aktienmärkten bei institutionellen Investoren automatisch zu einer Überallokation von Private Equity im Gesamtportfolio und damit zu Verkaufsdruck führen können. Hierdurch könnte der zunehmend effiziente Sekundärmarkt zu seinen opportunistischen Wurzeln zurückkehren und für Investoren in Secondary-Fonds als antizyklischer Ausgleich zur restlichen Private-Equity-Allokation dienen.

Falko Schulz

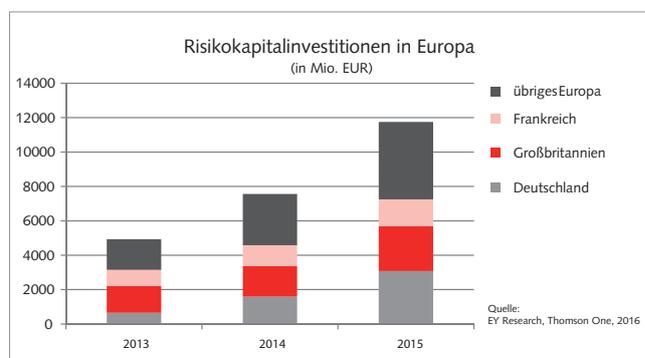
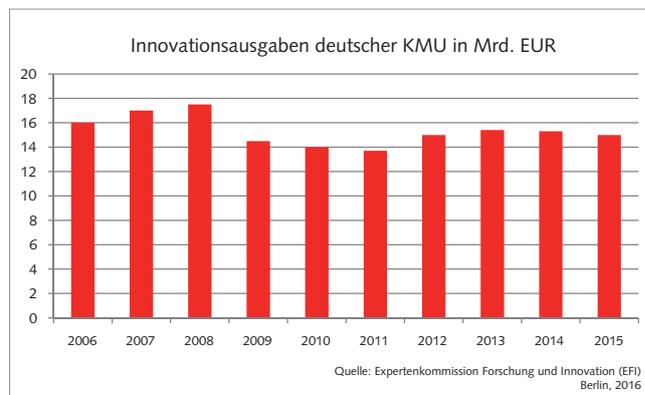


Venture Capital: Vom Pizza-Service zur Spitzentechnologie?

Traditionell bildet der Mittelstand das Rückgrat der deutschen Wirtschaft und rückt zunehmend auch in den Fokus ausländischer Investoren, spätestens seitdem der Neologismus „German Mittelstand“ Einzug in sämtliche internationalen Fachpublikationen gehalten hat. Allerdings haben die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung (FuE) in den letzten Jahren nicht mit dem Wachstum der Unternehmen Schritt gehalten, sodass Deutschland aufpassen muss, in Sachen Innovationskraft nicht den Anschluss zu verlieren. Zeitgleich hat aber die Venture-Capital-Branche in Deutschland ihre Kinderschuhe abgestreift und sich als ernst zu nehmende Finanzierungsalternative für junge, aufstrebende Unternehmen etabliert. Es steht nun die Frage im Raum, inwieweit Venture Capital systemisch die Lücken füllen kann, die durch die stagnierenden FuE-Aufwendungen im Mittelstand entstanden sind?

Spätestens seit der Euro-Staatsschuldenkrise präsentiert sich Deutschland als unangefochtene wirtschaftliche Führungsnation in Europa und kann in puncto Beschäftigung, Außenhandelsbilanz und Steuereinnahmen praktisch jedes Jahr neue Rekorde vorweisen. Auch viele Unternehmen erzielen Rekordergebnisse und suchen händeringend nach qualifizierten Arbeitskräften. Bei näherer Betrachtung hat diese Bilanz allerdings einen Schönheitsfehler: Sowohl die staatlichen als auch die privaten Investitionen hinken im internationalen Vergleich zum Teil deutlich hinterher. Wie der nebenstehenden Grafik zu entnehmen ist, gilt dies auch für mittelständische Unternehmen, deren Innovationsausgaben seit 2009 in absoluten Zahlen stagnieren. Nachdem sich die Innovationstätigkeit im Mittelstand in den zurückliegenden Jahren stark rückläufig entwickelt hat, ist der Innovatorenanteil aktuell erstmalig wieder geringfügig auf 29% gewachsen. Die Innovatorenquote liegt damit allerdings nach wie vor auf dem zweitniedrigsten Stand seit 2004. Eine Erholung auf das Niveau vor der Finanzkrise (mit Werten über 40%) ist damit ausweislich des KfW-Innovationsberichts weiterhin nicht in Sicht. Dies ist umso bedenklicher, als die Megatrends Digitalisierung, Industrie 4.0 und Robotik für viele etablierte Geschäftsmodelle eine existentielle Bedrohung darstellen können.

Anders herum ausgedrückt stehen aber auch die Chancen gut, durch gezielte Investitionen in Zukunftstechnologien jetzt den Grundstein für eine erfolgreiche Zukunft zu legen. In diesem Zusammenhang sind natürlich auch die VC-Investoren gefragt und gefordert. Und tatsächlich hat die VC-Branche ihr Investitionsvolumen in Deutschland zwischen 2013 und 2015 fast verfünffacht und braucht sich auch im europäischen Vergleich



nicht zu verstecken. Ganz im Gegenteil: Berlin hat sich als einer der führenden VC-Standorte in Europa etabliert und wird in einem Atemzug mit der Weltfinanzmetropole London genannt.

Interessanterweise zeigt sich im Branchenvergleich, dass der Investitionsfokus der VC-Investoren je nach Region erheblich voneinander abweicht: So ist der Standort München vor allem im Bereich Life Science und Clean Tech stark vertreten, während in Berlin vor allem die Branchen IT und eCommerce einen hohen Stellenwert genießen. In Nordrhein-Westfalen spielen die klassischen Industriebranchen wie Automotive und der Maschinen- und Anlagenbau die größte Rolle, in Baden-Württemberg wiederum dominiert der Technologiesektor. Trotz einiger vielversprechender Ansätze in der „Provinz“ bleibt indes festzuhalten, dass der Standort Berlin, der regelmäßig den größten Teil des VC-Investitionsvolumens auf sich vereint (2015: 69%), in Deutschland klar den Ton angibt. Und natürlich ist es zu begrüßen, dass die Berliner VC-Szene im Windschatten von Rocket Internet mittlerweile eine derart große Strahlkraft entwickelt hat. Die Kehrseite der Medaille: Ein Großteil des deutschen Venture Capitals entfällt auf sehr konsumentennahe Bereiche Internet, eCommerce, Software und Mobile, während die volkswirtschaftlich relevanteren industriellen Kernbereiche der deut-

schen Wirtschaft noch relativ wenig Aufmerksamkeit innerhalb der VC-Branche genießen.

Der Hauptgrund hierfür liegt nicht darin, dass es im Hightech- und Industriesektor an innovativen Geschäftsideen oder an Renditepotential mangeln würde, ganz im Gegenteil. Aber im Vergleich zum internetbasierten Dienstleistungssektor haben industrielle Gründungen meist einen deutlich höheren und langfristigeren externen Finanzierungsbedarf.

Ein genauerer Blick auf den VC-Markt zeigt, dass für Unternehmen in der Seed- und der Series-A-Phase ausreichend Kapital vorhanden ist. Hier schafft zum Beispiel der 2005 gegründete Hightech-Gründerfonds – eine öffentlich-private Partnerschaft aus Bundeswirtschaftsministerium, KfW und 18 Industrieunternehmen – ein gutes Finanzierungsumfeld. Das Problem ist häufig die Anschlussfinanzierung, wovon Industrie- und Tech-Startups aufgrund ihres vergleichsweise hohen Kapitalbedarfes besonders betroffen sind. Gleiches gilt für bereits etablierte mittelständische Unternehmen, die FuE-Projekte häufig nicht aus dem Free Cashflow stemmen können und von daher auf externe Finanzierungsquellen angewiesen sind. Allerdings sind diese strukturellen Probleme auch der Politik nicht verborgen geblieben:

Das wohl wichtigste Förderinstrument ist der ERP/EIF-Dachfonds, der 2004 ins Leben gerufen und seitdem sukzessive erweitert wurde. Die Kapitalausstattung des ERP/EIF-Dachfonds wird dabei hälftig vom Europäischen Investitionsfonds (EIF) und dem ERP-Sondervermögen aufgebracht. Von Beginn an hat der ERP/EIF-Dachfonds eine wichtige Rolle in der Startup-Finanzierung übernommen, indem er sich gezielt an VC-Fonds beteiligt, die in Technologieunternehmen in der Früh- und Wachstumsphase investieren. Daneben bietet der ebenfalls durch die Mittel der ERP/EIF-Fazilität finanzierte European Angels Fund Co-Investments für Investitionen ausgesuchter und erfahrener Business Angels. Komplettiert wird dieses Förderangebot seit Anfang 2016 durch die ERP/EIF-Wachstumsfazilität, die einen gezielten Beitrag dazu leisten soll, die Lücke bei den Anschlussfinanzierungen zu schließen. Zusammen mit den Mitteln für die Wachstumsfazilität beträgt das Gesamtvolumen dieser drei Wagniskapital-Instrumente künftig EUR 3,2 Mrd. Da die Investments immer zusammen mit anderen privaten Investoren erfolgen, ist mit diesem Engagement ein erheblicher Hebeleffekt verbunden.

Wolfgang Conrad



M. M. WARBURG & CO

1798

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA · Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg
www.mmwarburg.com