

Offen gesprochen

Haben die Heuschrecken ihren Schrecken verloren?

Etwas mehr als zehn Jahre ist es jetzt her, dass Franz Müntefering die Heuschreckendebatte erst in einem Parteiprogramm der SPD und später in verschiedenen Reden und Artikeln entfachte. Finanzinvestoren warf er vor, ohne Rücksicht auf Menschen und Arbeitsplätze über Unternehmen herzufallen, sie abzugrasen und dann weiterzuziehen. Heute buhlen über 200 Finanzinvestoren um deutsche Unternehmen und damit sogar etwas mehr als zu Zeiten der Debatte. Wie wird Private Equity heute wahrgenommen und wie haben sich Beteiligungsgesellschaften aufgestellt, um erfolgreich am Markt zu agieren?

Herr Müntefering machte damals zwar immer wieder deutlich, dass sich sein Heuschreckenvergleich nur auf eine kleine Gruppe von Unternehmen bezog, nannte aber keine konkreten Beispiele. Im April 2005 veröffentlichte stern.de unter dem Titel „Die Namen der Heuschrecken“ eine Liste von Finanzinvestoren mit Verweis auf ein angeblich internes SPD-Papier. Hier wurden unter anderem KKR, Apax, Carlyle, Advent, Permira, Blackstone und CVC genannt. Aus dieser Liste wird deutlich, dass der Vergleich sehr großen Buy-Out- und Hedge Fonds galt, die überdurchschnittlich große Transaktionen mit entsprechender öffentlicher Wahrnehmung durchführen. Durch diese Heuschreckendebatte wurde jedoch eine ganze Branche in ein schlechtes Licht gerückt. Dass Finanzinvestoren insbesondere im kleineren mittelständischen Bereich eine wichtige Rolle im Wirtschaftskreislauf einnehmen, Nachfolgen regeln, Unternehmen Wachstumskapital zur Verfügung stellen, teilweise Gesellschaften aus der Insolvenz erwerben und oftmals mit überdurchschnittlichen Wachstumswahlen meist (im Saldo) Arbeitsplätze schaffen, wurde gänzlich unterschlagen. Auch heute, über eine De-

kade nach Münteferings plakativer Metapher, werden Private-Equity-Investoren immer noch gerne pauschal als Heuschrecken bezeichnet.

Die Private-Equity-Landschaft hat sich in Deutschland erst relativ spät entwickelt. Während in den USA bereits nach dem Zweiten Weltkrieg erste Beteiligungsgesellschaften gegründet und sogar staatlich gefördert wurden, dauerte es mehr als zehn Jahre, bis Private Equity nach Europa kam. In Deutschland gab es in den Siebzigerjahren mit einem staatlich geförderten ERP-Beteiligungsprogramm oder der 1975 von 27 Kreditinstituten initiierten Deutschen Wagnisfinanzierungs-Gesellschaft mbH einen etwas holprigen Start. Erst Anfang der Achtzigerjahre schwappte das amerikanische Modell nach Deutschland über. In den Neunzigerjahren war im Zuge einer Konsolidierung im Private-Equity-Markt eine Selektion unter den Beteiligungsgesellschaften und eine fortschreitende Spezialisierung der Branche zu beobachten. Heute ist Deutschland der wichtigste Private-Equity-Markt in Kontinentaleuropa. Im Bundesverband Deutscher Beteiligungsgesellschaften (BVK) waren Ende 2014 insgesamt 187 Gesellschaften organisiert. 1994 waren es erst 75, seit Anfang der 2000er ist die Anzahl relativ konstant. Zusätzlich gibt es laut Schätzungen rund 60 weitere relevante Beteiligungsgesellschaften. Hierin sind zahlreiche Family Offices und vermögende Privatpersonen noch nicht enthalten, die nicht zuletzt aufgrund mangelnder Anlagealternativen vermehrt in private Unternehmen investieren. Die Private-Equity-Investitionen in Deutschland sind in den letzten Jahren wieder stark gestiegen. In 2014 wurden insgesamt rund € 7 Mrd. investiert.

Das ist der höchste Wert seit 2008 (€ 9,6 Mrd.). Das erste Halbjahr 2015 lag mit € 2,9 Mrd. leicht oberhalb des Vorjahres.

Private-Equity-Gesellschaften lassen sich trotz teils fließender Übergänge in verschiedene Gruppen aufteilen. Hedge Fonds, die meist in börsennotierte Gesellschaften und alternative Asset-Klassen investieren oder z.B. Unternehmenskredite aufkaufen, sollen hier nicht weiter thematisiert werden. Der BVK unterscheidet in:

- Venture Capital – Frühphaseninvestitionen
- Restrukturierung – Turnarounds und Konzernausgliederungen
- Wachstumskapital – Minderheits- oder Mehrheitsbeteiligungen im Mittelstand
- Buy-Out – Reife Unternehmen mit oft hoher Fremdkapitalfinanzierung

Während im ersten Halbjahr 2015 gemäß BKV 63 % aller Private-Equity-Transaktionen dem Venture Capital zuzurechnen waren, hatten diese jedoch nur einen Anteil von 15 % des gesamten Investitionsvolumens. Wachstumsfinanzierungen stellten 27 % aller Engagements dar und hatten einen Anteil von 9 % am Volumen. Restrukturierungstransaktionen waren mit einem Anteil von je 2 % eher die Ausnahmen. Der Löwenanteil fiel auf Buy-Outs, zwar mit nur 8 % der Anzahl aller Transaktionen, aber rund 74 % des Investitionsvolumens. In den Vorjahren waren ähnliche Verteilungen zu beobachten. Darüber hinaus gingen 78 % aller eingeworbenen Mittel in 2014 an Buy-Out-Investoren, weshalb sich hier im Wesentlichen auf diese Gruppe konzentriert werden soll.

Wie sieht nun das Geschäftsmodell von Private-Equity-Gesellschaften aus? Der Grundsatz vom „günstig kaufen“ und „teuer verkaufen“ gilt auch hier, nur ist es nicht ganz so trivial. Die meisten Beteiligungsgesellschaften basieren auf mehreren Fonds, die von institutionellen Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen oder Banken sowie

von Dachfonds und somit mittelbar auch von privaten Anlegern gezeichnet werden. Die durchschnittliche Laufzeit der Fonds beträgt zehn Jahre. Idealtypisch wird in den ersten Jahren in nicht börsennotierte Unternehmen investiert und nach fünf Jahren desinvestiert. Die Fonds-Laufzeit zwingt den Finanzinvestor dazu, seine Beteiligungen spätestens nach zehn Jahren, ggf. mit Kulanz nach zwölf Jahren, zu verkaufen. Vor dem Hintergrund der hohen Renditeerwartung, die regelmäßig jenseits der 20 % p.a. liegt, ist jedoch eine möglichst kurze Halteperiode von durchschnittlich drei bis fünf Jahren rechnerisch wünschenswert und deshalb üblich. Um solche Renditen zu erwirtschaften, bedarf es eines gewissen Leverage, also einer Finanzierung des Kaufpreises mit einem möglichst hohen Anteil an günstigem Fremdkapital. Die erhoffte Wertsteigerung beim Verkauf resultiert dann in erster Linie aus verbesserten Unternehmenskennzahlen, der Tilgung der Fremdfinanzierung und (allerdings untergeordnet) auf der Hoffnung, höhere Bewertungsmultiplikatoren beim Verkauf zu erzielen. Die Beteiligungsgesellschaft fungiert in den meisten Fällen als Berater des Fonds und erhält eine jährliche Management-Gebühr von 1-2 % des Fonds-Volumens. Richtig spannend ist für die Beteiligungs-Manager aber der sogenannte Carry, der ihnen durchschnittlich einen Anteil von 20 % der Überrendite verspricht. Die Schwelle zu dieser Überrendite ist meist bereits bei 8-10 % p.a. erreicht. Dieses Geschäftsmodell benötigt Private-Equity-Gesellschaften geradezu, das eingesetzte Kapital mit möglichst viel Kredit zu hebeln, unprofitable Unternehmensbereiche oder Produktionsstätten zu verkaufen bzw. zu schließen, das akquirierte Unternehmen stringent auf Wachstum zu trimmen und nach möglichst kurzer Halteperiode wieder zu verkaufen.

In diesem Geschäftsmodell ist auch die Skepsis gegenüber Private Equity sowohl der Politik als insbesondere auch von Unternehmern begründet. Die Angst ist nicht ganz unbegründet, das Familien-

unternehmen an einen Investor abzugeben, der es, so weit es geht, mit Fremdkapital belastet, Rationalisierungen vornimmt und das Lebenswerk zum Handelsobjekt macht. Es gibt zahlreiche Fälle, vor allem wenn ein Unternehmen mehrmals unter Private-Equity-Investoren weitergereicht wurde, bei denen die Gesellschaften heute deutlich schlechter dastehen als zu Zeiten des Familien- bzw. Privat-eigentums.

Pauschalisierungen sind jedoch selten zielführend. Zum einen haben Private-Equity-Gesellschaften und auch finanzierende Banken aus der Finanzkrise etwas gelernt. Es werden zwar wieder Akquisitionsfinanzierungen in der Größenordnung von 4 – 5x EBITDA ausgereicht, das Niveau aus dem Jahr 2007 mit einem dynamischen Verschuldungsgrad von teilweise jenseits der 6x EBITDA ist aber bei Weitem nicht erreicht. Zum anderen müssen sich Finanzinvestoren in einem sehr kompetitiven Umfeld mit immer weniger Primärtransaktionen, also dem Unternehmensverkauf aus privater Hand, stellen und gehen deshalb sehr viel flexibler auf die Bedürfnisse der Verkäufer und der Zielunternehmen ein. Sei es durch alternative Strukturen oder weiter gefassten Fonds-Regularien.

Wir beobachten diese in den letzten Jahren deutlich gestiegene Flexibilität bei fast jedem unserer Gespräche mit Finanzinvestoren. Die Differenzierung von Private-Equity-Gesellschaften gegenüber dem Wettbewerb ist nicht einfach und oft nur durch zurückliegende Erfolgs-Stories darzustellen. Es gibt jedoch eine Reihe von Faktoren, die Beteiligungsgesellschaften voneinander abgrenzen. Hierzu zählt die Möglichkeit, zunächst nur mit Eigenkapital zu erwerben und somit den Transaktionsprozess für Käufer und Verkäufer deutlich zu erleichtern. Die durchschnittliche Haltedauer und Höhe der Fremdkapitalaufnahme spielt ebenfalls eine Rolle. Noch wichtiger ist aber die grundsätzliche Flexibilität bei der Beteiligungshöhe (Minderheiten, Mehrheiten), der Beteiligungsform (Buy-Out vs. mezzanine Instrumente wie z.B. Genussrechte oder Wandelanleihen) sowie beim Exit. Insbe-

sondere in Joint-Venture-Konstrukten, beispielsweise durch Rückbeteiligung des Altgesellschafters, benötigen fast alle Finanzinvestoren Mitverkaufsverpflichtungen etwaiger Minderheitsgesellschaftler (oder auch Mitverkaufsrechte bei Minderheiten, sog. tag along/drag along rights), um den optimalen Verkaufspreis erzielen zu können. Einigen sich beispielsweise Finanzinvestor und Alt- bzw. neuer Minderheitsgesellschaftler darauf, mittelfristig einen Börsengang anzustreben, damit der Altgesellschaftler langfristig in dem Unternehmen investiert bleiben kann, sind zunächst beide Parteien einverstanden. Kommt aber nach wenigen Jahren ein Interessent mit einem attraktiven Angebot, war der IPO-Plan zwar eine schöne Idee, verbleibt aber in der Schublade und der Minderheitsgesellschaftler wird gezwungen, seine Anteile zu verkaufen. Von daher ist es äußerst wichtig, gerade in solchen Konstellationen vorab nicht nur an die Flexibilität des Finanzinvestors zu glauben, sondern vertraglich Mitspracherechte, maximale Verschuldungskennzahlen, Exit-Regelungen, Haltefristen und vieles mehr festzulegen.

Die gewachsene Flexibilität ist aber nicht nur auf die Wettbewerbssituation zurückzuführen, sondern auf eine allgemeine Wandlung des Private-Equity-Marktes. Investoren, die sich über das klassische Fonds-Modell finanzieren, achten sehr stark darauf, dass die Fonds-Regularien den Bewegungsspielraum nicht zu sehr einschränken. Eine deutsche Private-Equity-Gesellschaft hat z.B. einen eigenen Fonds für Minderheitsbeteiligungen aufgelegt, um der Nachfrage nach Wachstumskapital (ohne Kontrollverlust des Unternehmers) zu begegnen. Zudem gibt es eine Reihe von erfolgreichen börsennotierten Beteiligungsunternehmen, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren können, keine festgelegte maximale Haltedauer haben, sich als Industrie-Holding verstehen und so ein maximales Maß an Flexibilität aufweisen. Darüber hinaus sind einige Finanzinvestoren entstanden, die ausschließlich aus einer Quelle (z.B. große Familienvermögen, private oder öffentliche Stiftungen) finanziert werden. Auch diese Investoren können individuelle

Transaktionsstrukturen abbilden. Zusätzlich schließen sich vermehrt Family Offices zusammen und poolen ihr Kapital direkt bei eigens hierfür gegründeten Beteiligungsgesellschaften, ohne den Umweg über einen anonymen Fonds zu gehen. Diese Investoren haben meist eine höhere Flexibilität, eine unternehmerische Sicht auf die Zielunternehmen und teilweise gar keinen Exit-Horizont, da sie als Evergreen-Investor langfristige Unternehmensbeteiligungen eingehen. Nicht zuletzt seien Beteiligungsgesellschaften genannt, die vor allem von Landesbanken, Sparkassen und Versorgungswerken finanziert werden und allein schon aufgrund gemäßigter Renditeanforderungen anders agieren können.

Nun also zurück zur Ausgangsfrage: Verbreiten Finanzinvestoren alias Heuschrecken noch Schrecken? Die eingangs genannten Private-Equity-Firmen aus dem stern.de-Artikel bestehen noch heute und kaufen bzw. verkaufen weltweit Unternehmen – auch in Deutschland. So hat Advent das deutsche Traditionsunternehmen Douglas (Douglas, Thalia, Christ, Husel, AppelrathCüpper) gekauft und von der Börse genommen, einige Unternehmensbereiche verkauft und das modifizierte Unternehmen kurze Zeit später nicht wie geplant wieder an die Börse gebracht, sondern mit erheblichem Gewinn an den – ebenfalls damals erwähnten – Investor CVC verkauft. Zwar nahm das Manager Magazin unter anderem diese Transaktion zum Anlass, im Juli 2015 einen Artikel mit dem Titel „Heuschrecken fliegen wieder auf den deutschen Mittelstand“ zu veröffentlichen, aber so richtig beschwert hat sich kaum jemand. Man muss schon in die Leserkommentare diverser Online-Ausgaben schauen oder auf zweifelhafte Internetforen zurückgreifen, um einen Aufschrei gegen das Geschäftsgebaren von Finanzinvestoren wahrzunehmen. In der breiten Öffentlichkeit ist das Thema kaum zu finden.

Wir haben in den letzten Jahren vermehrt festgestellt, dass sowohl das Management als auch der Betriebsrat häufig dem Verkauf an einen Private-Equity-Investor den Vorzug gegenüber dem Ver-

kauf an einen Wettbewerber bzw. strategischen Investor geben. Bei der Geschäftsführung, der lukrative Management-Beteiligungsprogramme und der Erhalt ihrer Führungsfunktion auf oberster Ebene winken, ist das noch verständlich. Der Betriebsrat sieht oft den Finanzinvestor, der auf Wachstum setzt und dafür Mitarbeiter braucht, als das kleinere Übel. Einschnitte und Rationalisierungen werden häufig bei strategischen Käufern vermutet, die sich gegen die Finanzinvestoren durchsetzen und den hohen Kaufpreis mit ggf. personalreduzierenden Synergien zurückverdienen müssen.

Abschließend ist deshalb festzuhalten, dass gerade im Bereich des gehobenen Mittelstands Private-Equity-Investoren bei Unternehmern nur noch selten Schrecken verbreiten. Sie leisten oft einen wichtigen Beitrag in der Wirtschaft und sind mehrfach bei (notwendigen) Unternehmensverkäufen die einzige Alternative, falls Strategen mangels Interesse oder aufgrund einer zu hohen Komplexität ausfallen. Nichtsdestotrotz verleitet weiterhin das Geschäftsmodell insbesondere von fonds-finanzierten Private-Equity-Gesellschaften dazu, Unternehmen mit hohem Leverage zu erwerben und nach möglichst kurzer Halteperiode wieder zu veräußern. Allerdings haben Beteiligungsgesellschaften über die letzten Jahre und Jahrzehnte unternehmerisches Know-how aufgebaut, das es ihnen ermöglicht, Gesellschaften nachhaltig erfolgreich zu entwickeln, ggf. zu restrukturieren und erhebliches Wachstum zu generieren. Sie übernehmen nicht selten eine wichtige Rolle in den Portfolio-Unternehmen, die strategische Investoren häufig nicht leisten können oder wollen. Die Zeiten des reinen Financial Engineering sind unseres Erachtens vorbei. Die Wertsteigerung wird heute hauptsächlich über operative Verbesserungen und strategische Weiterentwicklung erzielt.

Bei einem M&A-Prozess ist es wichtig, frühzeitig die Spreu vom Weizen zu trennen und ausschließlich mit Finanzinvestoren zu sprechen, die aufgrund

von Branchenerfahrung, Zielgröße, Eigenkapitalausstattung, Verlässlichkeit im Prozess und struktureller Flexibilität zu dem jeweiligen Unternehmen sowie dem Verkäufer passen. Nicht zuletzt aus Gründen der Vertraulichkeit und Rücksichtnahme auf die Kapazitäten der Zielgesellschaft ist es oft vorteilhaft, neben strategischen Investoren nur wenige ausgewählte Beteiligungsgesellschaften anzusprechen und dafür einen prozentual deutlich höheren Rücklauf an belastbaren Angeboten zu erhalten. Eine breit gestreute „Briefwurfsendung“ zeugt meist von mangelnder Vorbereitung der Berater. Die sorgfältige Vorauswahl von Private-Equity-In-

vestoren erfordert eine dezidierte Kenntnis der Beteiligungsgesellschaften. An unseren Corporate-Finance-Standorten Hamburg und (aufgrund der räumlichen Nähe zur Private-Equity-Szene) München verwenden wir viel Zeit darauf, mit Private-Equity-Gesellschaften transaktionsunabhängig zu sprechen, um bei M&A-Projekten vorbereitet zu sein und die im jeweiligen Fall passenden Investoren auswählen zu können.

Dominik Masson, Corporate Finance
Februar 2016

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Homepage:
www.mmwarburg.de/de/geschaeftskunden/corporate-finance-beratung

Kontakt:

Dr. Jens Kruse

Leiter Corporate Finance
Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg
jkruse@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798