

Offen gesprochen

Liegt die Zukunft von Private Equity im Public Market?

In Deutschland hat sich in den vergangenen 20 Jahren eine breite Basis von auf mittelständische Unternehmen spezialisierten Beteiligungsgesellschaften etabliert. Der deutsche Mittelstand gilt international als hochattraktives Investitionsziel und Mittel stehen dem Finanzsektor und damit auch den Beteiligungsgesellschaften grundsätzlich auskömmlich zur Verfügung. Dies klingt nach idealen Marktverhältnissen. Allerdings sind Unternehmensverkäufe von mittelständischen Unternehmen in Deutschland aus vielerlei Gründen auf einen langjährigen Tiefstand gesunken, so dass jede Beteiligungsgesellschaft statistisch nicht einmal alle zwei Jahre eine Transaktion erfolgreich abschließt. Und Besserung ist nicht in Sicht. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob öffentliche Übernahmen eine interessante und erfolversprechende Ausweitung des Transaktionspektrums für Beteiligungsgesellschaften darstellen.

In Deutschland haben Beteiligungsgesellschaften in einem insgesamt sehr überschaubaren Transaktionsmarkt seit 2011 nach unserer Schätzung ca. 100 mittelständisch geprägte Unternehmenskäufe erfolgreich abgeschlossen. Bei einer auf diese Unternehmensgruppe spezialisierten Anzahl von ca. 200 Beteiligungsunternehmen bedeutet das, dass statistisch nur ca. jede 2. Beteiligungsgesellschaft in den vergangenen 2 Jahren ein Unternehmen in ihrem Kernsegment erworben hat. Dies könnte eine für den M&A-Markt typische zyklische Entwicklung sein, die sich in absehbarer Zeit wieder ändert und die von den Beteiligungsgesellschaften einfach auszusitzen ist. Dann hieße es nur Kapazitäten adjustieren, Beteiligungen und Netzwerke pflegen und auf ein kurzfristiges Anspringen der Transaktionsaktivitäten warten. Die Zeichen ste-

hen jedoch anders! Die Transaktionsflaute hält bereits seit Mitte 2009 an und Experten prognostizieren keine signifikante Änderung. Unternehmer sehen aufgrund der mehrheitlich gesunden Verfassung ihrer Unternehmen keine unternehmerische Veranlassung für einen Verkauf. Sinnvolle alternative Investitionsmöglichkeiten für erlöste Mittel stehen ihnen darüber hinaus beim derzeitigen Zinsniveau und dem politischen Umfeld nicht zur Verfügung. Zudem befürchten nicht Wenige ein mittelfristiges Anspringen der Inflation, was ebenfalls gegen einen Verkauf vom „Sachwert“ Unternehmen spricht.

Vor diesem Hintergrund kann es für Beteiligungsgesellschaften ratsam sein, sich zusätzlich zum intensiven Konkurrenzkampf um die wenigen guten privaten M&A-Transaktionen weitere Geschäftsmöglichkeiten zu suchen. Eine zusätzliche Geschäftsalternative kann am öffentlichen Markt, der Börse, liegen.

Auch wenn die Börsenentwicklung in den letzten Monaten einen imposanten Aufschwung genommen hat, liegen die Bewertungen mit einem DAX-KGV von knapp 12 noch immer unter dem langjährigen Durchschnitt von ca. 15, Volkswirte messen dem deutschen Aktienmarkt weiteres Kurspotential zu (die Dax-Prognose unseres Chefvolkswirt Carsten Klude liegt für das Jahresende 2013 bei 8.500 Punkten) und die durchschnittlichen Bewertungen des Kapitalmarktes liegen mit ca. 5 EV/EBITDA (SDAX, 2012) unterhalb der Spannweite vergleichbarer M&A-Transaktionen. Darüber hinaus hat die Börse, insbesondere im Small Cap Segment, eine Präferenz für Business-

modelle, die innerhalb von 30 Minuten zu verstehen sind. Dies liegt an dem Typus der in diesem Segment schwerpunktmäßig tätigen Investoren. Diese sind als Generalisten für z.B. deutsche oder europäische Small- und MidCaps tätig und beschäftigen sich mit einem Anlageuniversum von vielen hundert Aktien. Diese Investoren haben typischerweise nicht die Zeit, die Expertise und Ressourcen, sich über Tage mit der Analyse eines einzigen Geschäftsmodells zu befassen. Sie verlassen sich bei ihrer Einschätzung daher sehr auf den persönlichen Eindruck des Managements und ihr eigenes (schnelles) Verständnis des Geschäftsmodells, was umso leichter fällt, je einfacher das Modell ist. Ergänzend wird häufig das (in diesem Marktsegment nur eingeschränkt vorhandene) Research von Sell Side-Analysten herangezogen, welches aber eher zur Identifizierung von Investmentideen und zur Untermauerung des eigenen Eindrucks verwendet wird, als die wesentliche Grundlage der Investmententscheidung darstellt.

Vor diesem Hintergrund lässt sich feststellen, dass Small Cap Unternehmen mit erklärungsbedürftigen, komplexen Geschäftsmodellen an der Börse tendenziell unterbewertet werden. Hier liegt eine besondere Chance für Beteiligungsgesellschaften. Diese haben nämlich das Know How, die Zeit und die Ressourcen, sich länger mit komplexeren Geschäftsmodellen zu befassen und die Potentiale richtig einzuschätzen. Beteiligungsgesellschaften sind daher in der Lage, Werte bei öffentlich gehandelten Unternehmen zu identifizieren, die dem typischen Börseninvestor verborgen bleiben oder die dieser nur erahnen kann und daher nicht vollständig bewertet. Darüber hinaus verfügen Beteiligungsgesellschaften über die ausreichenden Mittel und - bei entsprechender Satzungsgestaltung - die Möglichkeiten, um die identifizierten Potentiale selbst zu heben, während typische Börseninvestoren (mit Ausnahme von Hedge Fonds) meistens prozentuale Investitionsgrenzen an Unternehmen einhalten müssen (z.B. max. 10% des Grundkapitals).

Die Übernahme von börsennotierten (Mehrheits-)Beteiligungen folgt einem stark regulierten Prozess und bringt ein hohes Maß an öffentlicher Aufmerksamkeit mit sich. Dies sind Umstände, die PE-Häuser regelmäßig nicht gewohnt sind. Veränderte Rahmenbedingungen im Vergleich zum Private Deal liegen vor allem im klar vorgegebenen zeitlichen Ablauf mit Veröffentlichungspflichten, einer eingeschränkten Flexibilität in der Gestaltung der Transaktionsstruktur, von Bedingungen und des Kaufpreises, in einer potentiell limitierten Due Diligence sowie in der zulässigen Managementeinbindung und -Incentivierung. Darüber hinaus besteht ein wesentlicher Unterschied im Verhalten von Kleinaktionären, Berufsoponenten und Opportunity-Investoren, die häufig nach Ankündigung einer Transaktion Anteile erwerben. Im Gegensatz zu diesen tendenziell einschränkenden Unterschieden besteht in aller Regel bereits vor der Transaktion aufgrund der Veröffentlichungspflichten des börsennotierten Unternehmens ein hohes Maß an Transparenz bezüglich der Geschäftslage des Zielunternehmens und der jeweiligen Marktposition, was die vorbereitenden Transaktionskosten reduziert. Zudem lässt sich der vorgegebene rechtliche Ablauf auch zur Durchsetzung eigener Interesse in Verhandlungen mit Blockverkäufern und dem Management nutzen. Tendenziell spielt der Bieter im Übernahmeprozess eine deutlich aktivere Rolle als der Erwerber bei einem verkäuferseitig geführten Verkaufsprozess eines nicht-gelisteten Unternehmens.

Seit 2011 bis heute gelangten nur 13 deutsche Unternehmen im Wege eines Börsengangs neu an den Kapitalmarkt, sieben davon aus dem Mehrheitsbesitz von Beteiligungsgesellschaften und insgesamt sechs mittelständische Unternehmen. Dagegen wurden im gleichen Zeitraum von insgesamt 37 angekündigten Übernahmetransaktionen, die auf einen Kontrollerwerb zielten, 31 bisher erfolgreich abgeschlossen und zwei Transaktionen befinden sich sehr erfolgverspre-

chend noch in der Angebotsphase. Das entspricht einer Erfolgsquote von über 88 % bzw. voraussichtlich bald über 94 %. Von den erfolgreich abgeschlossenen Übernahmen wurden insgesamt elf von Finanzinvestoren initiiert, und 25 Zielunternehmen sind als mittelständisch einzustufen. Es lässt sich festhalten, dass – eine geeignete Verkäufersituation vorausgesetzt – öffentliche Übernahmen bei einer guten Vorbereitung und einer realistischen Abschätzung der Situation sehr häufig erfolgreich abgeschlossen werden und die Unterschiede und abweichenden Herausforderungen im Vergleich zu einem privaten M&A-Prozess gut zu handhaben sind.

Zur Ausgangsfrage zurück. Die Zukunft von Private Equity liegt natürlich nicht nur im Public Market. Transaktionen an der Börse und öffentliche Übernahmeangebote bieten Beteiligungsgesellschaften aber die Chance, ihr mögliches Transaktionsspektrum auszuweiten und lassen sich bei professioneller Vorbereitung häufig erfolgreich abschließen. Öffentliche Übernahmen werden daher einen zunehmenden Anteil an den Transaktionen von Private Equity Häusern einnehmen, da der private Transaktionsmarkt für die derzeitige Anzahl der der Marktteilnehmer zu klein ist. Damit verschwimmt die Grenze zwischen Hedge Fonds und PE-Gesellschaften weiter.

Till Wrede und Helena Voith von Voithenberg
Corporate Finance
Juni 2013

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Homepage:
www.mmwarburg.com/de/firmenkunden

Kontakt:

Dr. Jens Kruse

Leiter Corporate Finance

Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg

jkruse@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798