

Der Gipfel scheint erreicht

Manch Unkenruf schallte bereits durch den Beteiligungswald und wurde ehrfurchtsvoll vernommen: Das Preisniveau! Ist es zu hoch? Kommt die Blase? Oder ist sie längst da? Und wenn ja, wann wird sie platzen? Neben der Diskussion über Fremdkapitalanteile wird auch die Frage nach zu hohen Multiples wieder heiß diskutiert. Dabei lohnt ein Blick ins Detail. Denn nicht alle Branchen sind gleichermaßen „gefährdet“. Und insgesamt scheint die Branche aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt zu haben – vorerst.



Eigentlich sind es positive Gründe, die für den aktuellen Diskussionsstoff sorgen. Längst haben die Banken ihre durch die Finanzkrise ausgelöste Zurückhaltung aufgegeben und treten neben Versicherungen und Pensionskassen als Fremdkapitalgeber und vermehrt als Akquisitionsfinanzierer auf. Zumal Private Equity in Zeiten der grassierenden Niedrigzinspolitik attraktive Anlagealternativen bietet und ein Abklingen eben dieser Politik seitens der Europäischen Zentralbank auf absehbare Zeit nicht zu erwarten ist. Auch die Konditionen und Bedingungen, zu denen Fremdkapitalgeber ihr Geld den Fondsverantwortlichen anvertrauen, haben sich aufgeweicht. Und schließlich sind die meisten Beteiligungsfonds noch immer gut gefüllt, hat es in den zurückliegenden Jahren doch vielerorts an ausreichend lukrativen Investments gefehlt. „Die Fonds spüren den Anlagedruck, da sie etwa zwischen 2010 und 2013 sehr wenig investieren konnten“, erläutert Karsten Zippel, Vorstand der Aquin & Cie. AG. „Auch wächst ihnen gerade im Small und Mid Cap-Bereich Konkurrenz durch große Family Offices oder Stiftungen, die heute mitunter direkt investieren.“



Dr. Karsten Zippel,
Aquin & Cie.

Wohin soll das Geld?

Allerdings: Es gibt auf dem Markt mitunter zu wenig attraktive Investmentmöglichkeiten. Insider beklagen beispielsweise die geringen Aussichten auf lukrative Konzern-Spin-offs. Manch einer schielt etwa auf die Medizintechniksparten von Siemens oder Philips, doch insgesamt gibt es wenige Kandidaten am Markt. Und im Zweifelsfall lauert ein strategischer Investor, dessen Taschen ohnehin um einiges praller gefüllt sein dürften – und dies in der Regel auch sind. Umso mehr boomt der Markt für Secondary-Buyouts. Doch im Rennen um den besten Verkauf treiben die Gesellschaften die Preisanforderungen in die Höhe, wohl wissend um den Renditedurst ihrer Fondsinvestoren. „Generell kann man, bedingt durch den starken Wettbewerb auf Private Equity-Seite, strategische Investoren mit vollen Kassen und billigem Bankengeld, einen klaren Preisanstieg bei Transaktionen beobachten“, bestätigt Jens Moritz, Partner bei Rautenberg & Company. Besonders hohe, sprich zweistellige EBITDA-Multiples sieht Moritz inzwischen in der wachstumsstarken Technologie-, Medien- und Telekommunikationsindustrie. Auch die Medizintechnik und generell der Healthcare-Bereich scheinen vor zu hohen Bewertungen nicht gefeit, gelten sie doch unter Investoren als besonders attraktiv. Doch nicht alle Branchen folgen dem Trend. „Man kann konstatieren, dass einige klassische Industriebereiche, beispielsweise Automotive-, Maschinen- und Anlagenbau, oder bestimmte Konsumgüter-Segmente gerade im Small Cap-Bereich immer noch mit ‚normalen‘ Multiples bewertet werden“, so Moritz.

Eigenkapital ist „in“

Ein besonderes Augenmerk verdient der Bereich der Venture Capital-Finanzierungen. Andreas Thümmler, Gründer und Partner bei Acxit Capital Partners, sieht die Entwicklung positiv: „The only way is up!“ Er verweist auf die hohe Liquidität, die durch Zentralbanken und die Maßnahmen verantwortlicher Politiker auf den Markt gespült wird. Diese Liquidität sucht Anlagemöglichkeiten. „Eigenkapital ist ‚in‘, so auch Venture Capital“, unterstreicht Thümmler. Folglich tummeln sich die Multiples in der Wagnisfinanzierung im zweistelligen Bereich. Auch an der Börse, wo die IPOs von Zalando, Rocket Internet oder Windeln.de in den letzten Wochen und Monaten für Aufsehen gesorgt haben. „Die Börse und Neuemissionen sind ein wichtiger Indikator“, sagt Thümmler. Er sieht noch einige Kandidaten in der Pipeline. Doch werden da nicht ungute Erinnerungen wach? Schon fragen sich Beobachter, ob die gezahlten Preise für Streaming-Dienste, App-Entwickler & Co. ein gesundes Maß übersteigen. Was ist wirklich „in“? Und wie gesund ist „hip“? Thümmler sieht die Gefahr einer Blase nicht. Und er rückt Zuständigkeiten zurecht: „Die Branche schafft keine Blase. Das tun die Notenbank und die Bulge Bracket Investmentbanker mit Duldung der Politiker.“ Die größte Gefahr sieht Thümmler in der „Staatsanleihen-Blase“: „Aber genau die führt ja im Moment dazu, dass alle gerade lieber in Eigenkapital investieren.“ Im Beteiligungsmarkt selbst gehe mitunter noch viel Luft rein. Und überhaupt scheinen Investoren im Vergleich zu vergangenen Hochzeiten heute besonnener zu agieren. Rautenberg-Partner Moritz sieht den Höhepunkt des allgemeinen Bewertungsanstiegs inzwischen erreicht. „Investoren schauen trotz hoher Bewertungen immer noch sehr genau hin, ob sie ein Unternehmen wirklich erwerben wollen“, so Moritz. „Sie zahlen für gute Unternehmen zwar hohe Preise, sagen im Zweifelsfall aber Transaktionen lieber ab, als sie auf Biegen und Brechen durchzuziehen.“



Andreas Thümmler,
Acxit Capital Partners



Jens Moritz,
Rautenberg & Company

Neue Deal-Strukturen?

Doch inwieweit verändert ein höheres Preisniveau die Struktur künftiger Deals? Das verstärkte Engagement großer Family Offices und Stiftungen im Small und Mid Cap-Bereich wurde bereits genannt. Im November vergangenen Jahres hat etwa die RAG-Stiftung den Zeltbauer Röder erworben, zuvor im Besitz der Private Equity-Gesellschaft Zurmont, und der Anlagenbauer Clean Car befindet sich nun im Besitz der Holler-Stiftung. Auch Family Offices tummeln sich vermehrt im deutschen Mittelstand und werden so zu Konkurrenten eingessener Beteili-



Foto: © Fotolia/Andrii Salivon

gungshäuser. Trotzdem können sich die Beteiligungshäuser in diesem Wettbewerb und angesichts höherer Preise gut behaupten. „Es bedarf natürlich immer noch qualitativ guter Assets, um substanziiell Fremdkapital von Banken zu bekommen“, wirft Moritz ein. „Doch für diese guten Assets gibt es sicherlich eher mehr als weniger Fremdkapital, verglichen mit früheren Jahren.“ Zudem ist im Small und Mid Cap-Bereich ein immer noch relativ hoher Eigenkapitalanteil bei Transaktionen zu beobachten. Dieser liegt mitunter bei bis zu 50%. „Wir erleben eine immer noch gesündere Finanzierungsstruktur als zu den Hochzeiten von Private Equity vor 2007“, unterstreicht Zippel von Aquin. Demnach finanzieren Banken im Durchschnitt das Dreis- bis Vierfache des EBITDA, in gut begründeten Ausnahmefällen auch das Fünf- oder Sechsfache. Die Gretchenfrage stellt sich, wenn es darum geht, den Cashflow sinnvoll zu reinvestieren. „Sicherlich kann man einige Transaktionen im Technologiebereich auch zum Teil fremdfinanzieren“, meint Thümmler. „Die Zinsen können ja kaum noch fallen. Das erfordert aber reife Unternehmen mit stabilen Cashflows. Wenn ein Technologieunternehmen allerdings seine Cashflows statt in Wachstum in den Schuldendienst steckt, wächst es weniger und hat mitunter

geringe ‚Multiples‘. Daher ist das Ganze ein zweischneidiges Schwert“, warnt Thümmler. „Wenn man so etwas tut, sollte man die Transaktion zeitnah über ein IPO refinanzieren und den Leverage abbauen.“

Warren Buffet kommt!

Ob in den USA, Großbritannien oder Asien, steigende Multiples sorgen vielerorts für Hoffnungen oder Befürchtungen, je nach Sicht der Dinge. Gerade im technologischen Start-up-Bereich werden in den USA deutlich höhere zweistellige Multiples erreicht als in Europa und vor allem in Deutschland – und das trotz der eindeutigen Bewertungsanstiege hierzulande. „Deutsche Start-up-Unternehmer, die aktuell auf der Suche nach Kapital sind, bedauern oft zu Recht, dass sie mit dem identischen Geschäftsmodell in den USA wesentlich höhere Multiples erzielen können“, unterstreicht Moritz. Im Gegenteil, US-Investoren zeigen sich ob der in Deutschland noch immer niedrigeren Preise schier überrascht und erfreut zugleich. Es sorgt für Aufsehen, wenn ein Mann namens Warren Buffet ein verstärktes Engagement auf dem deutschen Markt ankündigt und dies mit vergleichsweise günstigeren Einstiegspreisen begründet. Der „Run





Foto: © Fotolia/leugen_z

auf den German Mittelstand“ hat längst begonnen, und neben Family Offices und Stiftungen treten auch ausländische Investoren vermehrt in den Wettbewerb ein. Sie treffen auf eine neue Unternehmergegeneration, die sich in Fragen von Expansion, Nachfolge oder Internationalisierung immer Private Equity-affiner präsentiert. Im Klartext: Mehr Wettbewerb, mehr Player, was längerfristig zu einem weiteren Anstieg der Preisniveaus führen kann, aber nicht muss. Und im internationalen Vergleich liegt der Teufel manchmal im Detail: „Teilweise sind vergleichbare Unternehmen im Ausland höher bewertet, weil sie ‚optisch‘ profitabler sind“, erklärt Moritz. „Beispielsweise durch die Aktivierung von Entwicklungsaufwendungen gemäß IFRS-Rechnungslegung. Diese Posten werden in Deutschland gemäß Handelsgesetzbuch oft EBITDA-mindernd ausgewiesen.“

Eine Frage der Psychologie

Höhere Preise und damit zu erwartende niedrige Returns führen unweigerlich zu der Frage, wie schwer sich die nächste Fondsgeneration im Fundraising tun wird. Beruhigend wirken sich dabei die immer noch kaum vorhandenen attraktiven Anlagealternativen aus. Auch Aktien haben aufgrund ihrer hohen Werte etwas von ihrem Glanz eingebüßt. Denn was soll da noch kommen? Zudem gehen Experten nicht davon aus, dass das Bewertungsniveau in den kommenden Jahren spürbar sinken wird. Dafür sorgen etwa die weiterhin positive wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland, wenn auch zuweilen auf niedrigerem Niveau, und die auf absehbare Zeit Verfügbarkeit billigen Geldes. Stichworte wie „Griechenland“, „Putin“ oder „Euro“ mögen mitunter ein gewisses Maß an Nervosität hervorrufen. An eine Verschlimmerung bekannter Krisenherde und damit an fallende Preise glaubt jedoch kaum jemand. „Wir glauben nicht, dass die Returns der aktuellen Fondsgeneration besonders schwach ausfallen werden, da von den Private Equity-Gesellschaften weiter-

hin viel Wert auf die Qualität der Assets und realistische Wertsteigerungsmöglichkeiten gelegt wird, operativ oder auch über Buy and Build-Strategien in fragmentierten Branchen“, erklärt Moritz. Schwieriger dürfte es indes für jene Fonds werden, deren Verantwortliche sich erstmalig auf das Fundraising-Parkett wagen. „Das Fundraising ist selektiver geworden“, urteilt Zippel. „Etablierte Fondsbetreiber tun sich leichter, wenn sie in der Vergangenheit bereits zwei bis drei Fonds erfolgreich geraist und verwaltet haben.“ Auch existieren viele Fonds, die in den vergangenen fünf bis sechs Jahren, also ungefähr über die Hälfte der üblichen Laufzeit, ausschließlich investiert haben. Diese Fonds haben schlichtweg noch keine Erfolgsbeispiele vorzuweisen. „Fondsinvestoren wollen Exits sehen“, unterstreicht Zippel. Ein probates Mittel sieht der Aquin-Vorstand in sogenannten Case by case-Strukturen. Hier wird für bestimmte Transaktionen gezielt Kapital bei Investoren eingesammelt, die zuvor entsprechende Commitments mit den Beteiligungsgesellschaften geschlossen haben. „Das ist attraktiv für Investoren“, so Zippel.

Fazit

Vielleicht sollte man aber ganz einfach antizyklisch denken, in schlechten Zeiten Geld einsammeln und investieren und in guten Zeiten Geld für neue Fonds einsammeln. „Doch wir bewegen uns unsinnigerweise immer in zyklischen Märkten“, schüttelt Thümmler schlussendlich den Kopf. „In Crash-Zeiten lecken sich alle Investoren die Wunden und sind in keiner optimistischen Stimmung. In Boom-Zeiten wollen dann alle investieren und auf den fahrenden Zug aufspringen“, so Thümmler. „Leider sind Investoren schwer zu belehren und haben oftmals kein Langzeitgedächtnis oder einen Psychologen im Team.“ ■

Holger Garbs
redaktion@vc-magazin.de