

ZWERGE AUF DEN SCHULTERN VON RIESEN

Trotz hoher Unternehmenspreise, hohem Kapitalüberhang und großem Investitionsdruck der Fondsmanager: Private Equity bietet nach wie vor attraktive Investments. Als besonders attraktiv erscheint der mittelständische Beteiligungsmarkt in Deutschland und den USA.

Erfolg macht erfolgreich! Übertragen auf Private Equity-Fonds heißt dies, dass Performanceerfolge Vertriebs-erfolge nach sich ziehen. Dies gilt zumindest für große Buyout-Fonds. Performanceerfolge sind künftig allerdings eher bei Fonds zu erwarten, die auf kleine und mittelgroße Buyouts spezialisiert sind. Stehen alsbald also Zwerge auf den Schultern von Riesen? Dieses Bild entstammt eigentlich der mittelalterlichen Sicht von Gelehrten, die in ihren Vorgängern Riesen sehen und sich selbst als Zwerge betrachten, die lediglich von den Pionierleistungen der Vergangenheit profitieren. Dieses Bild ist aber auch aus der Perspektive von risikoadjustierten Renditeanalysen von Beteiligungsfonds stimmig und auch darum, weil Zwerge unter anderem als fleißig, schlau und hilfreich gelten.

Blue Chip-Fonds fällt es leicht, Kapital einzuwerben

Renditen ausgewählter Anlageklassen		
Jahre	5	10
Aktien		
MSCI World Index ¹	11,6%	4,5%
Russel 2000 ¹	15,8%	7,0%
DAX	11,1%	5,3%
Bonds		
JPM Global GovBonds A ²	2,5%	N/A
FTSE Global Government Index ³	-0,6%	N/A
Immobilien		
FTSE EPRA / NAREIT Developed Index	9,2%	-0,3%
MSCI World REIT Index	9,3%	2,0%
Private Equity⁴		
Buyout	14,1%	11,0%
Venture	10,8%	4,1%
Mezzanine	12,6%	12,1%
Private Equity gesamt	13,3%	10,3%

Quellen: CapitalIQ, Preqin, ThomsonOne, JP Morgan, FTSE
 1) Cambridge Associates, Stand 30.09.2016
 2) JP Morgan: jährliche Wertentwicklung zum Stand 31.01.2017, verfügbar seit 20.02.2009
 3) FTSE: jährliche Wertentwicklung zum Stand 31.12.2016
 4) Preqin: Horizon IRRs (Jahreswerte jeweils bis zum 30.06.2016)

In der deutschen Anlagewelt sind nach wie vor deutlich weniger als fünf Prozent der Gesamtanlagen von Pensionskassen oder Versicherungen in der Anlageklasse Private Equity investiert. Noch immer sind Eigenschaften wie hohe Kosten, Illiquidität, fehlende Transparenz sowie regulatorische, investment- und steuerrechtliche Hürden Gründe für die Nichtberücksichtigung dieser Anlageklasse. Ebenso unbestritten ist der höhere Management-Aufwand, den Investitionen in Private Equity-Fonds erfordern. Manche Investoren sehen

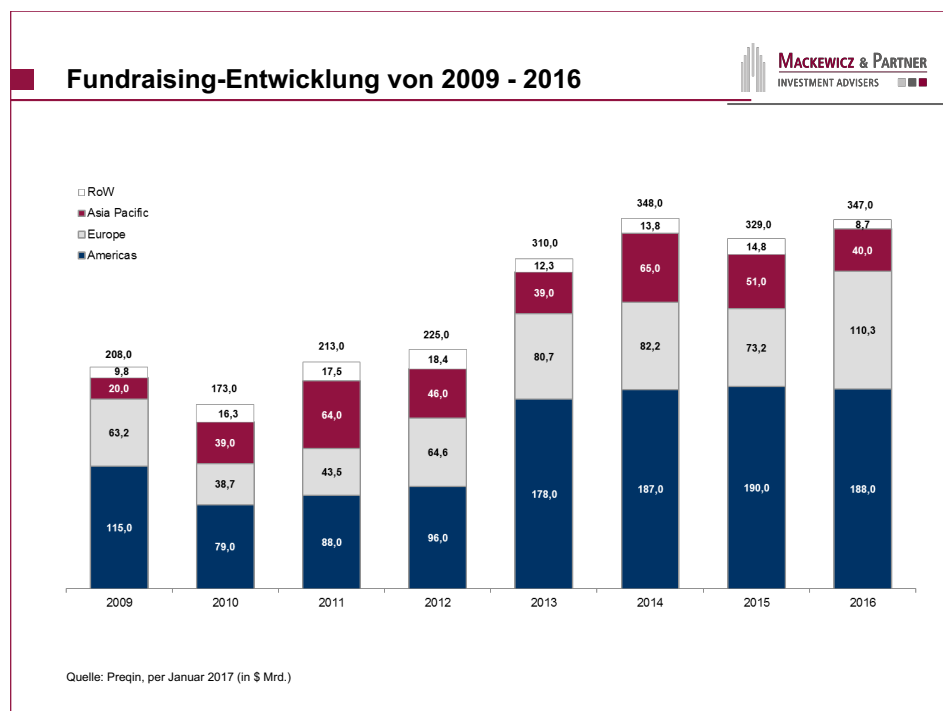
Private Equity-Allokation immer noch sehr gering

es auch kritisch, dass nach einem Einstieg in die Anlageklasse nicht kurzfristig mit Rückflüssen zu rechnen ist.

Wird diese komplexe Anlageklasse jedoch mit der nötigen Professionalität angegangen, sind sehr überzeugende Renditen möglich. Über den Gesamtmarkt betrachtet, haben Private Equity-Fonds über die letzten fünf Jahre 13,3 Prozent Rendite erzielt (10,3 Prozent über die letzten zehn Jahre) und damit meist besser abgeschnitten als Aktien, Bonds oder Immobilien. Insofern verwundert es nicht, dass die Zufriedenheit der institutionellen Investoren, die sich aktiv in dieser Anlageklasse engagieren, sehr groß ist. Allerdings stehen Investoren in Private Equity-Fonds, insbesondere wegen des großen Kapitalüberhangs, vor großen Herausforderungen. Die Strategieoptionen für Investoren, um diese Problematik anzugehen und um auch künftig attraktive Renditen zu vereinnahmen, werden im Folgenden beschrieben.

Institutionelle Investoren mit ihren Private Equity-Investitionen sehr zufrieden

Ausgelöst durch die Finanzkrise haben die Fundraising-Aktivitäten der Private Equity-Fonds in 2010 einen herben Einbruch auf 173 Mrd. US\$ erlitten (2008: über 300 Mrd. US\$). Seither sind die Kapitalzusagen stetig gestiegen.



Aus unserer Fundraising-Darstellung geht hervor, dass die Private Equity-Fonds seit 2011 weltweit wieder sehr erfolgreich Kapital bei Ihren Investoren eingeworben haben. Im Jahr 2016 ist es den Private Equity-Fonds das vierte Jahr in Folge gelungen, mehr als 300 Mrd. US\$ pro Jahr bei ihren Investoren einzuwerben. Und dies, obwohl die Private Equity-Branche mit den Banken, die bis vor der Finanzkrise immer für etwa 25 Prozent des jährlichen Fundraisings verantwortlich waren, den Verlust einer wichtigen Investorengruppe zu

Nach der Finanzkrise wieder gute Entwicklung der Fundraising-Aktivitäten

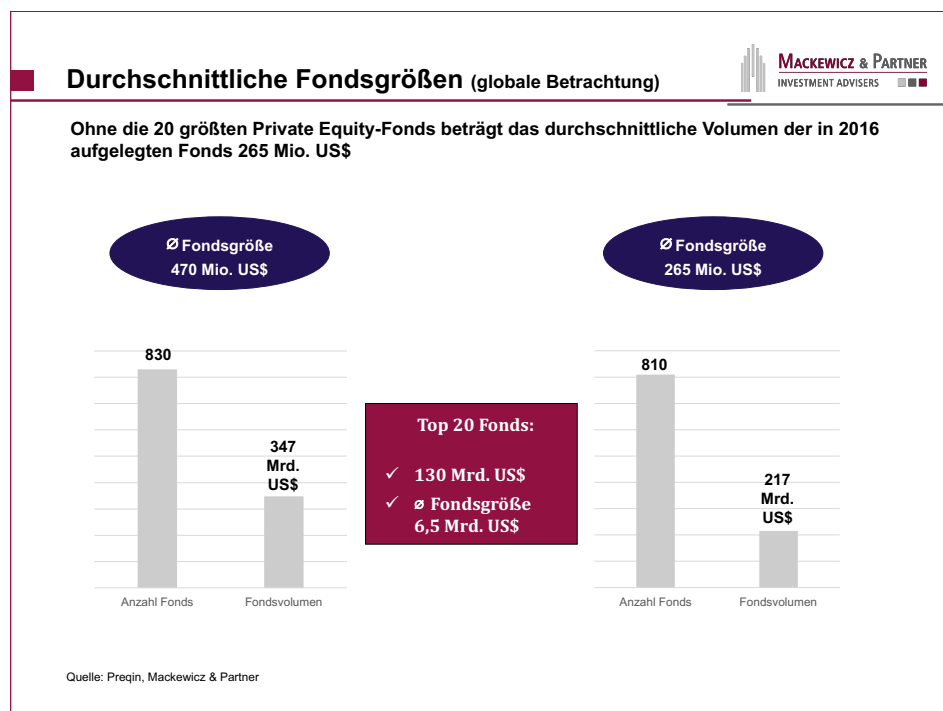
kompensieren hatte. Inzwischen steht fest, dass der Private Equity-Branche mit den Lebensversicherungen wohl eine weitere wichtige Investorengruppe abhandeln werden wird. Weil die Assekuranzen keine klassischen Lebensversicherungen mit Zinsgarantie mehr anbieten und neue Formen der Lebensversicherungen eher (Index-) fondsgebundene Produktvarianten sein werden, wird es zu schleichenden Rückgängen von Private Equity-Committments aus dieser Richtung kommen. Die übrigen Investorengruppen werden davon profitieren, wenn sich eine weitere wichtige Investorengruppe aus der Anlageklasse Private Equity zurückzieht.

Wie schon in den Vorjahren wurden auch 2016 mehr als 50 Prozent des weltweit eingeworbenen Kapitals von Private Equity-Fonds aus Nordamerika aufgenommen. Europäische Fonds konnten 2016 knapp 32 Prozent des weltweit von Investoren zur Verfügung gestellten Kapitals einwerben (110 Mrd. US\$). In 2016 hat sich ein schon länger zu beobachtender Trend zu steigenden Fondsvolumina bestätigt. Gegenüber 2015, als 945 Fondsmanager 329 Mrd. US\$ einwerben konnten, lag die Zahl der Fondsmanager in 2016 mit 830 etwa 12 Prozent niedriger. Die durchschnittliche Fondsgröße betrug in 2016 damit etwa 470 Mio. US\$. Allein die zwanzig größten Fonds haben in 2016 über 130 Mrd. US\$ eingeworben (38 Prozent des insgesamt eingeworbenen Kapitals). Die verbleibenden 810 Fondsmanager haben in 2016 dann 215 Mrd. US\$ von ihren Investoren zugesagt bekommen, womit sich das durchschnittliche Fondsvolumen ohne die 20 größten Fonds auf 265 Mio. US\$ je Fonds reduziert. Neue Kapitalzusagen („Committments“) konzentrieren sich also auf die großen, etablierten „Player“.

Banken und demnächst auch Lebensversicherungen investieren nicht mehr in Private Equity

USA nach wie vor der größte Markt

Größere Fonds standen lange im Fokus



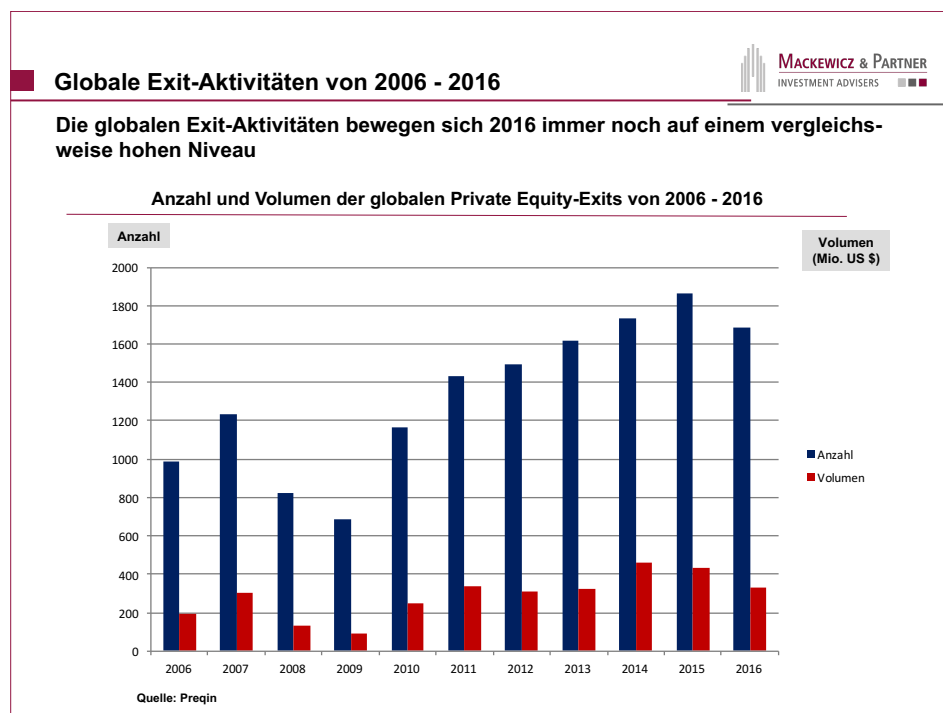
In Europa konnten im letzten Jahr allein fünf Fonds 41 Mrd. Euro einsammeln:

Ardian LBO	4,5 Mrd. €
Cinven	7,0 Mrd. €
Permira	7,5 Mrd. €
Ardian Sec.	10,0 Mrd. €
Advent	<u>12,0</u> Mrd. €
	41,0 Mrd. €

Allein fünf europäische Fondsmanager sammeln 41 Mrd. Euro ein

Bezeichnend für diese Fundraising-Erfolge war sowohl die kurze Fundraising-Dauer als auch die Tatsache, dass diese und viele andere Fonds ihr Fundraising-Ziel erreicht, bzw. sogar (deutlich) übertroffen haben und am sogenannten Hard Cap (die mit den Investoren vereinbarte Obergrenze) geschlossen wurden. Begünstigt wurden diese Fundraising-Erfolge von einem nun sechs Jahre in Folge erwirtschafteten „Überschuss“ der Private Equity-Industrie: Seit 2011 konnten Private Equity-Fonds weltweit mehr Kapital an ihre Investoren zurückzahlen, als die Investoren auf der anderen Seite Einzahlungsverpflichtungen in die Fonds zu erfüllen hatten.

PE-Industrie produziert seit fünf Jahren Überschüsse für ihre Investoren

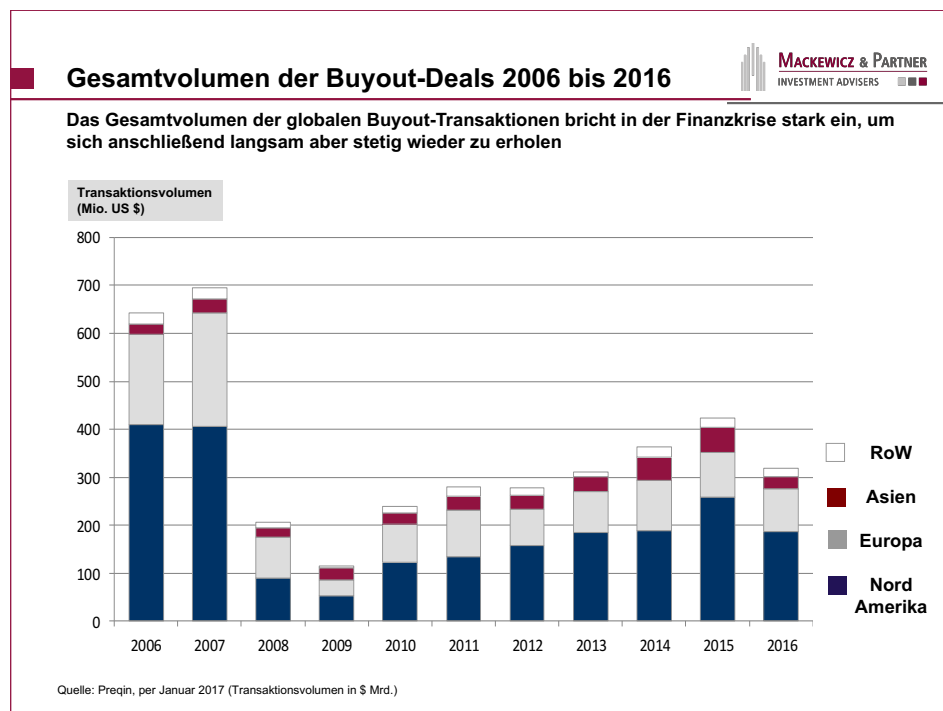


Diese Entwicklung ist zurückzuführen auf die große Zahl der vor der Finanzkrise erworbenen Unternehmensanteile, die in den letzten Jahren nach und nach veräußert werden konnten. Die Zahl und das Volumen der Exits ist seit 2009 stetig gestiegen. Erst in 2016 haben sich die Zahl und das Volumen der Exits dann erstmals wieder reduziert. Es kann davon ausgegangen werden,

Stetiger Verkauf von Unternehmen, die vor der Finanzkrise erworben wurden

dass sich die Ausschüttungen („Distributions“) der Fondsmanager an die Investoren demnächst deutlich reduzieren werden. Der Rückgang deutet sich bei der in 2016 gegenüber dem Vorjahr reduzierten Zahl bzw. dem Volumen der Unternehmensverkäufe bereits an und steht in Verbindung mit dem Einbruch der Investitionstätigkeit der Fondsmanager seit 2008 und 2009. Weil damals weniger Transaktionen durchgeführt wurden, können nun langsam auch weniger Portfoliounternehmen veräußert werden. Die weltweiten Investitionsaktivitäten haben sich ab 2010 dann von Jahr zu Jahr bis 2015 wieder etwas belebt.

Ausschüttungen der Fondsmanager werden sich wieder reduzieren



Während Private Equity-Fonds zuletzt also viel Kapital an ihre Investoren ausgeschüttet haben und sehr erfolgreich neue, meist größere Nachfolgefonds auflegen konnten, bewegte sich die Investitionstätigkeit auf einem eher moderaten Niveau. Obgleich die Investitionstätigkeit zuletzt eine stetige Aufwärtstendenz gezeigt hat, ist man immer noch weit von den Dimensionen entfernt, die vor der Finanzkrise beobachtet werden konnten. Die Manager der Private Equity-Fonds würden gerne mehr Deals als in den letzten Jahren abschließen.

Moderate Investitionen

Vor diesem Hintergrund haben die Private Equity-Fonds in den letzten Jahren ein kräftiges Kapitalpolster (Dry Powder) gebildet. Das Volumen des für neue Transaktionen bereitstehenden Kapitals beläuft sich aktuell auf über 500 Mrd. US\$. Wie unsere Analyse der Zahlen von Preqin und PE Insight zeigen, ist der Kapitalüberhang im Large Buyout-Sektor am größten. Im unteren Mid-Market- und im Small-Buyout-Sektor dagegen kann inzwischen praktisch kein Kapitalüberhang mehr beobachtet werden. Damit ist der Investitionsdruck und die Bereitschaft, hohe Preise zu akzeptieren, im Large Buyout-Bereich deutlich

Private Equity-Fonds haben ein kräftiges Kapitalposter gebildet

stärker ausgeprägt, als dies im Small- und unteren Mid Market Buyout-Segment der Fall ist. Ein Großteil der Transaktionen im größeren Buyout-Bereich besteht aus den sogenannten Secondary- oder Tertiary-Transaktionen, d.h. solche Unternehmen, die von einer Private Equity-Gesellschaft an die nächste weiterverkauft werden. Die betreffenden Unternehmen werden im Rahmen von breit angelegten Auktionen üblicherweise an den meistbietenden Interessenten weiter veräußert.

Hohe Preise im Large Buyout-Segment

Damit wird deutlich, wie sehr die Herausforderungen gewachsen sind. Institutionelle Investoren müssen bei der Auswahl der Fonds, denen sie Kapital anvertrauen möchten, sehr genau prüfen, ob die betreffenden Fondsmanager eine disziplinierte Preisstrategie verfolgen und bei der Auswahl neuer Portfoliounternehmen auch unter dem hohen Investitionsdruck keine Kompromisse bei der Qualität des Unternehmens sowie einem attraktiven bzw. „vernünftigen“ Kaufpreis machen.

Disziplinierte Preisstrategie von großer Bedeutung

Hohe Liquiditätsreserven - verbunden mit guten und günstigen Fremdfinanzierungsmöglichkeiten - haben zu einer Steigerung der Unternehmensbewertungen geführt. Unter dem Druck, operative Wertschöpfungserfolge in den Unternehmen zu erzielen, haben sich die Halteperioden von 3,4 Jahren in 2008 auf heute über 5 Jahre verlängert. Die Investitionsstrategie der Private Equity-Fonds ist heute weniger am Financial Engineering sondern stärker auf die strategische, operative Betreuung und Optimierung der Portfoliounternehmen ausgerichtet. Die Manager der aktuellen Fondsgenerationen, die ihre Portfolio-Unternehmen zu hohen Preisen erwerben, müssen mit diesen Unternehmen eine hohe Wertschöpfung erzielen, um bei einem Weiterverkauf dieser Unternehmen in konjunkturell schwierigeren Zeiten bei dann evtl. niedrigeren EBITDA-Multiples trotzdem Gewinne zu erwirtschaften.

Längere Halteperioden

Auch die Eigenkapitalquote der Fonds spricht für kleinere und mittelgroße Buyouts. Bei neuen Beteiligungen im Small-/Mid-Market Buyout-Segment beträgt der Eigenkapitalanteil im Moment ungefähr 50 Prozent und ist damit deutlich höher als im Large Buyout-Sektor, wo Leverage wieder ein sehr beliebtes Instrument ist, um die Performance bzw. den IRR positiv zu beeinflussen. Mit steigendem Fremdkapitaleinsatz nehmen allerdings auch die Risiken deutlich zu. Zudem dürfte die Möglichkeit ausgereizt sein, über den Fremdkapitalhebel weitere Wertsteigerungen zu erzielen.

Moderater Einsatz von Leverage im kleineren Buyout-Segment

Die zu den verschiedenen Fondsgrößen geschilderten Aspekte spiegeln sich auch im deutschen Markt wider.

Als neutraler Beobachter haben wir die verschiedenen Marktsegmente zur besseren Orientierung klassifiziert. Der Small Buyout-Bereich wird demnach von Fonds mit einem Volumen unter 500 Mio. Euro gebildet.

Small Buyout = Fonds unter 500 Mio. Euro

Marktsegmentierung

Small Buyout-Fonds verfügen i.a.R. über bis zu 500 Mio. Euro Kapital. Die Unternehmensbewertungen liegen in diesem Segment unter 150 Mio. Euro

	Large Buyout	Mid-Market Buyout	Small-Market Buyout
Fondsgröße	>3.000 Mio.	500 – 3.000 Mio.	<500 Mio.
Umsatzgröße der Unternehmen	> 1.000 Mio.	> 100 Mio.	25 – 150 Mio.
Unternehmensbewertungen	>500 Mio.	150 – 500 Mio.	<150 Mio.
Einzelinvestitionen	>300 Mio.	50 – 500 Mio.	10 – 50 Mio.

Quelle: Mackewicz & Partner

Fonds dieser Größenordnungen beteiligen sich typischerweise mit Eigenkapital-Investitionen zwischen 10 bis 50 Mio. Euro an Unternehmen, die

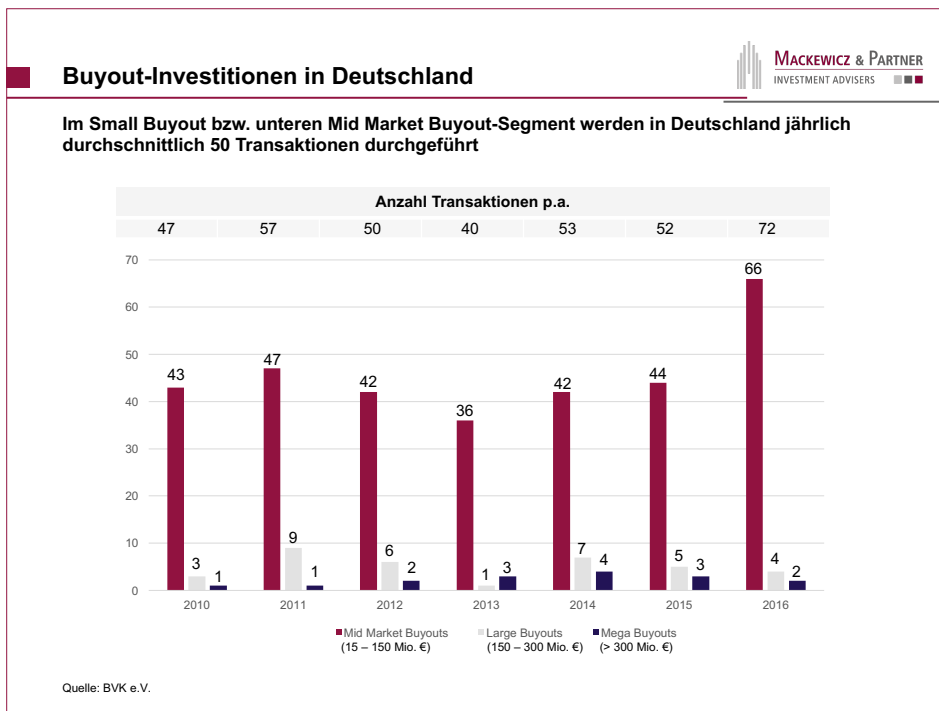
- ✓ Umsatzgrößen von 25 bis 150 Mio. €, bzw.
- ✓ Unternehmensbewertungen von 25 bis 125 Mio. €

Umsätze zwischen 25 und 125 Mio. Euro

aufweisen.

In 2016 wurde im Small-/Mid Market Buyout-Segment die Rekordzahl von 66 Transaktionen abgeschlossen. Hierbei handelt es sich um Mehrheitsbeteiligungen oder Komplettübernahmen. In den Vorjahren pendelte die Zahl der jährlich durchgeführten Transaktionen in diesem Segment zwischen 36 und 47 Transaktionen pro Jahr. Nach der Definition des BVK waren es im Large bzw. Mega Buyout-Segment vier bzw. zwei Transaktionen.

Steigende Zahl an Transaktionen im Small Buyout-Bereich



Unter Berücksichtigung der Zahl der Transaktionen wird deutlich, dass die Wettbewerbsintensität im Small Buyout/unteren Mid Market Buyout-Segment deutlich geringer ist als im Large Buyout-Segment, wo sich eine höhere Zahl an Private Equity-Gesellschaften um wesentlich weniger Transaktionen bemühen. Aus Investorensicht erscheint das kleinere Segment damit deutlich attraktiver, weil die einzelnen Transaktionen auf moderater Preisbasis zustande kommen und der Einsatz von Fremdkapital in einem deutlich gemäßigeren Umfang erfolgt, als in dem Large Buyout-Segment. Hinzu kommen die Potenziale für operative Verbesserungen und damit die Möglichkeit, die Wertschöpfung in den Unternehmen zu steigern, die in den meisten Fällen erstmals mit Private Equity in Berührung kommen (während Unternehmen, die schon ein- oder mehrmals im Besitz von Private Equity-Gesellschaften waren, ihre Optimierungspotenziale weitgehend ausgeschöpft haben).

Unsere Marktsegment-Betrachtung ergibt damit ein deutlich attraktiveres Bild für Small Buyouts im Vergleich zu den großen Buyouts, weil im kleineren Segment

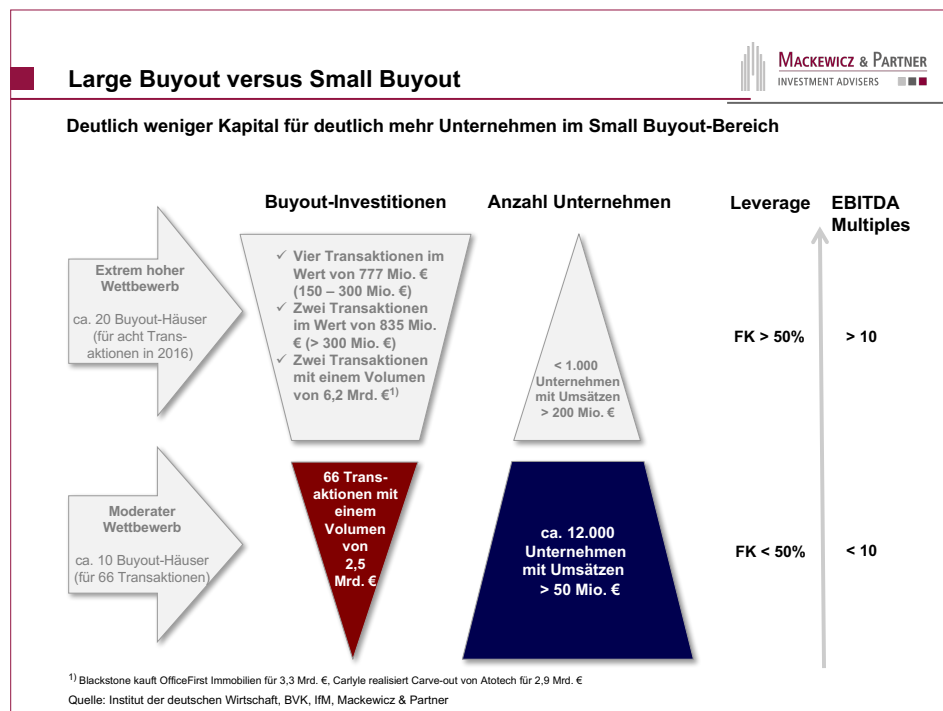
Geringerer Wettbewerb im Small Buyout-Segment

Small Buyout aus Investorensicht sehr attraktiv

- ✓ deutlich mehr Unternehmen zum Verkauf stehen
- ✓ die Wettbewerbs-Intensität erheblich geringer ist
- ✓ die Unternehmenspreise geringer sind (meist deutlich unter 10x EBITDA)
- ✓ mit deutlich weniger Fremdkapital gearbeitet wird
- ✓ die Unternehmen häufig das erste Mal mit Private Equity in Berührung kommen und noch mehr Optimierungspotenzial besitzen

Der Small-/Mid Market Buyout-Bereich weist noch einen weiteren, interessanten Aspekt auf, der dieses Segment davor schützt, zu viel Kapital von Institutionellen Investoren aufzunehmen. Wir beobachten unter den institutionellen Investoren den Trend, die Zahl der Private Equity-Fonds in ihren Portfolios zu reduzieren und größere Beträge je Fonds-Commitment bereitzustellen. Unter diesem Einfluss belaufen sich die sogenannten „Ticketgrößen“ der Institutionellen Investoren - also die Kapitalzusagen für die einzelnen Fondsbeteiligungen - auf mindestens 20 Mio. Euro, häufig aber auch deutlich höhere Beträge je Fonds. Gleichzeitig unterliegen diese Investoren der Beschränkung bzw. der Diversifikationsregel, mit ihrem Fondsinvestment nicht mehr als zehn Prozent des gesamten Fonds zu zeichnen. Fonds unter 200 Mio. Euro und selbst mancher Fonds, der ein Volumen von 500 Mio. Euro anstrebt, ist damit für viele größere Investorengruppen, die mehr als 20 Mio. Euro je Fondsinvestments planen, zu klein.

Für große institutionelle Investoren sind Small Buyout-Fonds oft zu klein

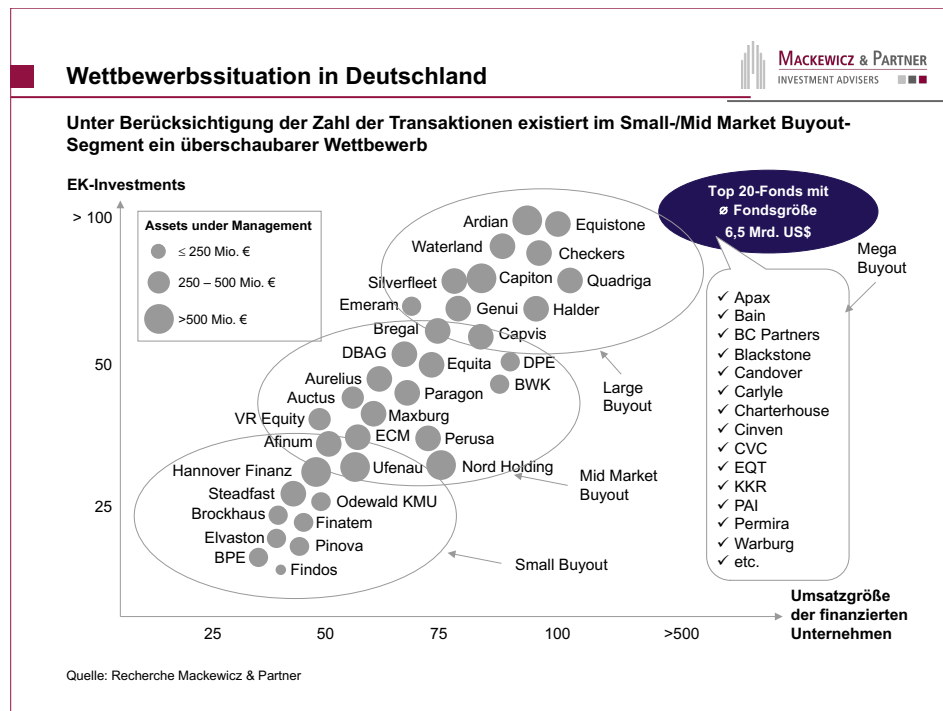


Die Private Equity-Fondsmanager bewerben sich innerhalb ihrer Peergroup alle mehr oder weniger um die gleichen Transaktionen. Es gibt vermutlich keine wirklichen proprietären Transaktionen mehr. Vielmehr existiert eine völlige Transparenz und sieht jeder Manger im Rahmen breit angelegter Auktionen jede Transaktion. Jeder Fondsmanager wird in jedem Einzelfall beurteilen, ob die betreffende Transaktion bzw. das betreffende Unternehmen gut in das Rendite-/Risikoprofil des Fonds passt und die Rahmendaten der Transaktion der Philosophie des Fonds entsprechen. Häufig hat ein Fondsmanager ein bestimmtes Unternehmen schon länger auf dem Radarschirm und kann auf der Basis seines Hintergrundwissens schnell ein wettbewerbsfähiges Angebot unterbreiten und sich damit Vorteile gegenüber anderen Wettbewerbern

Hohe Transparenz in allen Segmenten

verschaffen. Ein Bieterkreis ist selten von homogener Struktur. Vielmehr handelt es sich um Manager, die unterschiedlich große Fonds betreuen und verschiedene Investitionsstrategien verfolgen. Die Investment Manager der kleineren Fonds stehen immer häufiger mit Fondsmanagern im Wettbewerb, die deutlich größere Fonds betreuen. In diesen Fällen kommt der Preisdisziplin der Manager wieder eine große Bedeutung zu.

Verkäufer von Unternehmen können sich den Käufer aussuchen

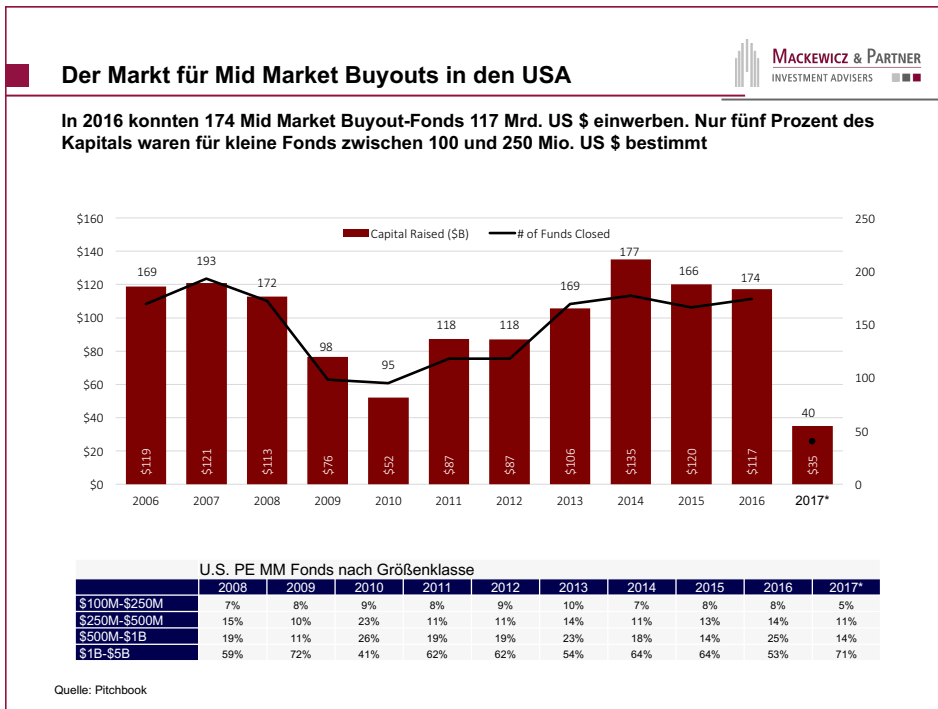


Auch in den USA ist das kleinere und mittelgroße Buyout-Segment in Zeiten hoher Eintritts-Multiples ein begehrtes Segment, können die betreffenden Unternehmen doch als Secondary-Transaktionen an die nächstgrößeren Private Equity-Fonds verkauft werden. Ebenso sind Fondsmanager laufend auf der Suche nach Add-on-Akquisitionen für existierende Portfoliounternehmen. Institutionelle Investoren aus Deutschland haben den amerikanischen Private Equity-Markt zuletzt sehr vernachlässigt.

Auch in den USA gewinnt das kleinere Buyout-Segment an Bedeutung

Für die nächsten Jahre wird in den USA eine Welle an Generationswechseln in den familiengeführten Unternehmen erwartet. Marktexperten gehen davon aus, dass mehr Unternehmen als je zuvor auf den Markt kommen und die Transaktionstätigkeit in den Small-/Mid Market Buyout-Fonds positiv beeinflussen werden. Der Markt in den USA ist erheblich größer als der deutsche oder europäische Private Equity-Markt. Im amerikanischen Mid Market-Buyout-Segment existieren zwischen 800 und 1.000 Fondsmanager wobei lediglich 800 über eine institutionelle Investorenbasis verfügen. Jährlich sind etwa 150 bis 200 Fondsmanager mit neuen Fondsgenerationen im Markt. In 2016 konnten 174 Buyout-Fonds 117 Mrd. US \$ einwerben. Davon waren nur fünf Prozent für kleine Fonds zwischen 100 und 250 Mio. US \$ bestimmt.

Der amerikanische Markt ist ein vielfaches größer als der deutsche Markt



Sowohl in Deutschland als auch in den USA sehen wir erst ab dem großen Segment der pan-europäischen oder global ausgerichteten Top 20-Fonds mit durchschnittlichen Fondsgrößen ab 6,5 Mrd. US\$ einen ausgesprochen intensiven Wettbewerb um Transaktionen, wie der erwähnte Bieter-Wettkampf um Stada unlängst eindrucksvoll gezeigt hat. Ansonsten existiert im Markt für Mehrheitsübernahmen ein relativ überschaubarer Wettbewerb. Insbesondere risikoadjustiert erscheint darum das Segment unterhalb der großen Buyouts, wo auch üblicherweise der Mittelstand verortet wird, als besonders attraktiv – auch weil Zwerge wie weithin bekannt immer operativ tätig sind, mit wenig Fremdkapital arbeiten und seltener an teuren Auktionen teilnehmen. Darum wird es sich für Investoren bezahlt machen, mehr mit den Zwergen und weniger mit den Riesen zu investieren.

Small Buyouts –
 lohnendes
 Investitionssegment
 für Investoren mit
 Weitblick und Know-
 how

Ihr Ansprechpartner:

Detlef Mackewicz (dm@mackewicz-partner.de)
 Tel. +49 89 89 52 07 90
 Mobil +49 172 83 33 441
 Mackewicz & Partner
 Siegfriedstraße 8
 80803 München