

# portfolio institutionell

*Sauberer*

*investieren*



**Meinung & Analyse**

*Experten für Nachhaltigkeit:  
Verka kreiert SRI-Indizes*

**Investment-Strategie**

*Exposé zu Small Buyouts:  
Mehr Chancen als Risiken*

**Investoren**

*Expeditionen ins Wertpapierreich:  
Sielmann-Stiftung kauft Aktien und Bonds*

## *Small Buyouts: Kleinvieh macht mehr Mist*

Von Patrick Eisele

**Große Private-Equity-Fonds müssen sich über einen Mangel an Commitments nicht beklagen. Negative Begleiterscheinung: Kapitalüberhang und Investitionsdruck nehmen zu. Anders beziehungsweise attraktiver ist für Investoren die Lage bei kleineren Buyout-Fonds.**

Beteiligungsfonds sitzen auf einem Dry Powder von über 500 Milliarden Dollar. Verwundern muss dieser Cash-Berg nicht, wenn man weiß, dass es den Private-Equity-Fonds 2016 im vierten Jahr in Folge gelang, mehr als 300 Milliarden Dollar bei Investoren einzuwerben. Apollo allein gelang es Ende Juli 24,7 Milliarden Dollar für Fonds Nummer IX einzusammeln – Weltrekord! Bisheriger Weltrekordinhaber war die Branchengröße Blackstone, die 2007 – also zu Vorkrisenzeiten – für einen Fonds 21,7 Milliarden Dollar zugesagt bekam. Große Sorgen, dass wegen des Kapitalüberhangs in der Branche die künftigen Renditen leiden könnten, müssen sich Private-Equity-Granden wie Carlyle-Gründer und -CEO David Rubenstein aber nicht machen. „Selbst wenn die Renditen fallen sollten, werden die Leute mehr in Private Equity investieren. Schließlich sind die Renditen relativ betrachtet immer noch gut sowie konstant“, gab Rubenstein auf der diesjährigen Superreturn in Berlin einen zumindest für General Partner optimistischen Ausblick. 70 Prozent der Teilnehmer der Berliner Veranstaltung erwarteten, dass die Renditen fallen werden. Keine Sorgen müssen sich auch die Unternehmensverkäufer machen: Auf breit angelegten Auktionen kommt es regelmäßig zu einem Wettbieten, welches derjenige Fonds für sich entscheidet, der gerade unter dem größten Anlagedruck steht. Weniger rosig sind darum die absoluten Renditeaussichten der Private-Equity-Investoren. Sicher einplanen können diese lediglich die immer noch hohen Gebühren.

Schaut man sich jedoch wie Berater Detlef Mackewicz die Zahlen von Preqin und PE Insight zum Dry Powder genauer an, zeigt sich, dass der Kapitalüberhang im Large-Buyout-Segment am größten ist. Weltweit warben allein die 20 größten Fonds 2016 über 130 Milliarden Dollar ein. Zum Vergleich: In Europa sammelten allein Advent, Ardian mit zwei Fonds, Permira und Cinven 41 Milliarden Euro ein. Wieder global betrachtet entfielen auf die 810 Fondsmanager unter den Top 20 in 2016 „nur“ noch Zusagen in Höhe von im Schnitt 265 Millionen Dollar. Der Commitment-Rückgang setzt sich bis ins Small-Buyout-Segment fort. „Im unteren Mid-Market- und im Small-Buyout-Sektor kann inzwischen praktisch kein Kapitalüberhang mehr beobachtet werden. Damit ist der Investitionsdruck und die Bereitschaft, hohe Preise zu akzeptieren, im Large-Buyout-Bereich deutlich stärker ausgeprägt, als dies im Small- und unteren Mid-Market-Buyout-Segment der Fall ist“, erläutert Mackewicz in einer aktuellen Analyse. Zur Kategorie Small-Market-Buyout-Fonds zählt Mackewicz Vehikel, die über Kapital von bis zu 500 Millionen Euro verfügen und sich typischerweise mit Eigenkapital-Investitionen zwischen zehn bis 50 Millionen Euro an Unternehmen beteiligen, deren Umsätze zwischen 25 bis 150 beziehungsweise Bewertungen zwischen 25 bis 125 Millionen Euro liegen. Diese Zahlen zeigen auch, dass der Eigenkapitalanteil bei Beteiligungen höher als bei Large Buyouts liegt.

### **Schwieriger Zugang zum Mittelstand**

Mit mehr Fremdkapital zu arbeiten, wäre auch kontraproduktiv, da der Zugang zu attraktiven Unternehmen einen Engpass darstellt. Gern bemängelt die Branche, dass es in Deutschland keine Kapitalmarktkultur und keine zentrale Anlaufstation wie das Silicon Valley

gäbe. Andersherum betrachtet fürchtet ein gestandener, auch sozial interessierter Unternehmer um sein Lebenswerk, wenn er dieses an einen Gordon Gekko verhökert. Die Zurückhaltung des deutschen Mittelstandes gegenüber Beteiligungsfonds ist eben eher kulturell und psychologisch zu verorten. „Auch nach dem Verkauf des Familienunternehmens würde die Familie im Ort ansässig bleiben und möchte nicht ihre Bedeutung und Stellung im lokalen Leben oder gar – je nachdem wie das eigene Unternehmen vom neuen Private-Equity-Eigentümer gemanagt wird – ihr Gesicht verlieren. Und außerdem: Wie soll man das Geld aus dem Verkaufserlös derzeit anlegen?“, sagt Philippe Roesch, Gründer von Riam Alternative Investments. Andere Vorbehalte führte Sven Oleownik von der börsennotierten Gimv auf der Superreturn an: „Man hat ein Unternehmen gegründet, um unabhängig zu sein. Warum sollte man zum Karriereende auf die Unabhängigkeit wieder verzichten wollen?“ Ebenfalls auf den Mittelstand spezialisiert ist Capiton. In einem vom Dachfonds Pantheon veröffentlichten Gespräch bezeichnet Capitons Manuel Hertweck den deutschen Mittelstand als „Heiligen Gral des deutschen Private Equity“, der Elemente eines „closed Shops“ aufweise. Die kulturelle Komponente mache es ausländischen Fonds schwer, einen Zugang zum Unternehmer zu finden. Sehr wichtig seien Referenzen. Diese, aber auch eine mittlerweile bestehende neue Gründergeneration machten es leichter, sich bei deutschen Mittelständlern einzukaufen.

Was die kulturelle Komponente konkret ausmacht? Die in Nachfolgeregelungen und Konzernabsparungen investierende Adcuram versteht sich als pragmatischer Partner für Mittelstand und Konzerne. Zu den hier benötigten unternehmerischen Lösungen zählt Adcuram, das derzeit fünf Beteiligungen mit Immobilienbezug im Portfolio hält, unter anderem die „finanzielle Wertschätzung des unternehmerischen Lebenswerkes“ des Verkäufers, eine „äußerst diskrete Vorgehensweise“ und „Handschlags-Mentalität“. Konkret zur „Fortführung des Lebenswerkes“ nennt Adcuram die Aspekte „stufenweiser Eigentumsübergang“, die „langfristige Absicherung des Standortes“, die „Berücksichtigung von Familienmitgliedern und Wahrung deren Interessen“ sowie „nachhaltiger Eigentümer“ zu sein. Besonders glaubwürdig können ehemalige Unternehmer vermitteln, einem Gründer kulturell besonders nahe zu stehen. Beispiel Peter Möhrle. Der Ex-Baumarkt-Unternehmer beteiligt sich über seine PMB Management an Unternehmen und wirbt bei diesen mit kurzen Entscheidungswegen, damit, unternehmerisches Engagement von Haus aus zu leben, und im Sinne der Partner Werte für die Zukunft zu schaffen. Es dürfte gerade ausländischen Beteiligungsgesellschaften schwer fallen, die von Adcuram und PMB genannten Kriterien glaubwürdig zu leben.

Nicht zuletzt ist Geduld eine wichtige Tugend, um sich bei einem erfolgreichen Mittelständler einkaufen zu können. Manche Gründer überlegen sich einen Verkauf jahrelang. Um zumindest einmal einen Fuß in die Tür zu bekommen, kann es zielführend sein, sich zunächst mit einer Minderheitsbeteiligung zu begnügen. Das Ziel sollte jedoch sein, aus der Minority eine Majority zu machen. Der Grund: „Generell betrachtet weisen Minderheits- gegenüber Mehrheitsbeteiligungen

eine Underperformance auf“, so Burkhard von Wangenheim von Afinity und Torsten Krumm von HQ Equity unisono auf der Superreturn. Ursächlich hierfür ist, dass Minority Funds mehr Zeit und Arbeit bedürfen. Für bestehende Finanzinvestoren kann es aber auch Sinn machen, einen Minority Stakeholder ins Unternehmen zu holen, um fehlende Expertise an Bord zu holen. Auf diesen Aspekt wies Dr. Henrik Fastrich von Orlando hin. Mit der Abgabe von Eigenkapital ist der Einkauf dieser Expertise jedoch teuer bezahlt.

### Attraktiveres Renditepotenzial

Das Renditepotenzial ist ein guter Grund, die Mühen des Zugangs zu mittelständischen Unternehmen auf sich zu nehmen. In Anbetracht der zum Beispiel in Deutschland jährlichen 50 Transaktionen bei Small- und Mid-Market-Buyouts erscheint nämlich die Wettbewerbsintensität deutlich geringer als bei den Large Buyouts, wo sich eine größere Zahl an Beteiligungsgesellschaften 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 im 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“, sagt Detlef Mackewicz. Meist werden im kleineren Buyout-Segment, so der Berater, Preise aufgerufen, die meist deutlich unter dem zehnfachen Ebitda liegen. Bei Unternehmenswerten von über 500 Millionen Euro liegt das Ebitda-Multiple mittlerweile beim zwölffachen, was eine deutlich größere Preissteigerungsrate als bei den kleinen Unternehmen darstellt. Dazu passt, dass laut Preqin im zweiten Quartal 2017 nur knapp zehn Prozent der Deals Werte von unter 250 Millionen Dollar aufwiesen.

Doch entscheidend ist bekanntlich, was hinten rauskommt: „Kleinere Unternehmen sind günstiger bewertet, leichter zu managen, weisen mehr Potenziale für operative Wertschöpfungen und Wachstum auf und haben weniger Leverage-Risiko. Unter dem Strich ist das Potenzial für höhere Rendite somit besser. Die Konstanz der Renditen muss allerdings nicht unbedingt besser sein“, beschreibt Philippe Roesch die Renditepotenziale von Small Buyouts. Julien Zornig, einer von vier Partnern von Astorius Capital, sieht bei Small und Mid Buyouts ein deutlich besseres Risiko-Rendite-Verhältnis als bei den großen Large Cap Fonds.

Ein Grund dafür, dass es sich bei Small Caps um ein durchaus volatiles Segment handelt, ist, dass es sich meist um Länderfonds handelt, mit denen man sich den Wirtschaftszyklen bestimmter Regionen und damit höheren Volatilitäten aussetzt. Till Burges von Harbourvest, einem Schwergewicht unter den Private-Equity-Dachfonds, das besonderen Wert auf möglichst robuste Portfolios legt, merkt an: „Größere Fonds diversifizieren stärker und halten stabilere Unternehmen.“ Einen interessanten Trend sieht der Experte in der Auflage von

Pan-Euro-Small-Cap-Fonds, die einige der typischen Schwachstellen von Länder-spezifischen Small-Cap Fonds vermeiden sollen. In Small Buyout Funds investierende Dachfonds wie LGT, Unigestion oder Astorius dürften sich dieser Argumentation anschließen.

Doch warum brauchen diese Dachfonds beziehungsweise deren Zielfonds überhaupt Geld? Diese Frage stellt sich, weil die auf Small Buyouts spezialisierten Fonds für Käufe nicht ganz so freigiebig mit Geld um sich schmeißen müssen wie ihre Pendants aus dem Large-Buyout-Lager. Dies hat verschiedene Gründe. Einer ist, wie erwähnt, dass kleinere Unternehmen weniger teuer sind. Ein anderer Grund ist, dass die General Partner (GP) in diesem Segment weniger Financial Engineering betreiben können, sondern vielmehr tatkräftig mitarbeiten müssen, was die Zahl der Portfoliounternehmen beschränkt. Die Gefahr besteht allerdings, dass die GPs versucht sind, im Sinne der Management Fee mehr Gelder einzuwerben, um dann abweichend vom bisherigen Anlagestil auf größere Buyouts auszuweichen. Dafür, dass diese Fonds in der Regel nicht Gefahr laufen, sich mit (zu viel) Geld vollzusaugen, nennt Detlef Mackewicz noch einen weiteren Grund: „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 auf mindestens 20 Millionen Euro, häufig aber auch auf deutlich höhere Beträge je Fonds. Gleichzeitig unterliegen diese Investoren der Beschränkung beziehungsweise der Diversifikationsregel, mit ihrem Fondsinvestment nicht mehr als zehn Prozent des gesamten Fonds zu zeichnen. Fonds unter 200 Millionen Euro und selbst mancher Fonds, der ein Volumen von 500 Millionen Euro anstrebt, sind für viele größere Investorengruppen, die mehr als 20 Millionen Euro je Fondsinvestments planen, zu klein.“

Der Zugang zu attraktiven Fonds ist insbesondere bei Small Buyouts eine kritische Größe. Für viele spezialisierte Fonds ist Geld keine Mangelware – und dementsprechend schwer ist es für Investoren, dort eingeladen zu werden. „Einer unserer Zielfonds ist beispielsweise nur im Norden von Norwegen unterwegs“, berichtet Philippe Roesch von Riam. „Dieser ziemlich unbekannte Fonds hat keinen Vertrieb und braucht auch kein Geld.“ Die Herausforderung von Roesch besteht nun darin, solche Fonds für neue, deutsche Investoren zu öffnen, quasi Türöffner zu sein. „Mein Ansatzpunkt ist, dass traditionelle Investoren wie Banken und Versicherungen aus regulatorischen Gründen öfters passen und auch die klassische Fund-of-Funds-Szene schrumpft“, so Roesch. Da die Beteiligungsmärkte intransparent bleiben, geht es für Riam zunächst darum zu wissen, welche Small Cap Funds in welchem nationalen Markt tätig sind. Riam kenne mehr als 3.000 Beteiligungsfondsmanager und analysiere circa 300 bis 350 neue Private-Equity-Fonds jedes Jahr. Roesch fügt hinzu, dass es für Riam sehr hilfreich sei, dass die Kunden neben den reinen Kapitalzusagen an neuen Fonds auch Co-Investitionskapital und Sekundärkapital für den Kauf von Fondsanteilen und Direktportfolios zur Verfügung stellen. Dadurch ergeben sich breitere Ansätze für eine

Zusammenarbeit mit den ausgewählten Private-Equity-Fondsmanagern. Philippe Roesch: „Am Ende des Tages ist die Frage des Zugangs auch von der Qualität der persönlichen Beziehung zu den Fondsmanagern abhängig – diese kann sich nur über die Zeit und positive Erfahrungen aufbauen.“

### Exkurs: kleine Buyouts für kleine Investoren

Etwas anders gelagert ist der Investitionsstau von kleineren Investoren. Für sie sind die Fonds nicht zu klein, sondern deren gefordertes Mindest-Commitment zu hoch. Dabei könnten sich Stiftungen, kleinere Pensionskassen und vermögende Privatpersonen am ehesten für die Grundidee von Private Equity, Unternehmen Wachstumskapital zur Verfügung zu stellen, begeistern, wenn es sich um Mittelständler oder sogenannte Hidden Champions handelt. Dieses Segment dürfte auch den Gremien dieser Anleger – Aufsichtsräte, Beiräte, Ehefrauen – am einfachsten zu vermitteln sein. „Für Commitments zwischen 200.000 und drei Millionen Euro besteht ein unattraktives Angebot“, konstatiert Julien Zornig von Astorius Capital. Für die (besonders teuren) Standardprodukte für Private sind diese Anlegergruppen zu groß, normale Zielfonds mit der steigenden Regulierung aber nicht mehr besonders auf Privatkunden erpicht und auch aus Effizienzgründen an höheren Einzel-Commitments interessiert. Diese Lücke will Astorius „als eine Art Organisator und Dolmetscher zwischen Familien und Zielfonds“ füllen – ohne sich dabei mit dem Repertoire eines Standard-Dachfonds zu begnügen. Astorius legt jährlich einen mit etwa fünf Zielfonds sehr schlanken Dachfonds auf, der zum Vorgängerfonds komplementär sein soll, also verschiedene europäische Länderfonds entsprechend kombiniert und nicht wiederholt. Die Investoren bekommen damit für geringere Zeichnungssummen eine recht hohe Flexibilität und Transparenz. Den Investoren steht es frei, den jährlichen Dachfonds (nicht) zu zeichnen und sie sehen dabei auch schon einige Zielfonds mitsamt Zielunternehmen. „Für größere Investoren bieten wir auch einen Managed Account mit Zielfonds-Veto und eigenem Reporting“, so Zornig, der bezüglich der Vorteile der Kunden auch herausstreicht, dass bei der zügigen Anbindung einer geringeren Zahl an Zielfonds die Laufzeiten deutlich verkürzt werden. Zudem sei man sehr edukativ. Für Astorius entsteht mit einem solchen Angebot jedoch ein Moving Target. Zornig: „Wir zeichnen Fonds parallel zur Kapital-sammlung.“ Dem entgegen zu steuern versucht Astorius mit Rabatten für Frühbucher und Wiederholungskunden. Das Astorius-Angebot klingt nach einer guten Alternative zu den oft überdiversifizierten Produkten anderer Dachfonds. Ob sich für Investoren die Zeichnungen von Astorius-Fonds auszahlen, dürfte nicht zuletzt davon abhängen wie diszipliniert und regelmäßig die Commitments erfolgen. Zu den Konditionen teilt Zornig mit, dass Astorius Capital bei Zeichnung eine größenabhängige Auflagengebühr belastet und eine jährliche Management Fee von 0,75 Prozent pro Jahr. Hinzu kämen jährliche Drittkosten für gesetzlich verpflichtete Dienstleistungen. Im Erfolgsfall von Nettoenditen von über acht Prozent IRR werde Astorius mit einer Performance Fee von zehn Prozent am Erfolg beteiligt.