



BETEILIGUNGSKAPITAL

Wachstum

Über die Zukunft des Beteiligungskapitals

Der Markt für Beteiligungskapital erwacht nur langsam aus einer Phase der Betäubung. Doch der langfristige Trend zeigt nach oben: Bei allen Beteiligten stehen die Signale auf Grün.

Von Bastian Frien

Pprivate Equity ist schwere Kost – und zwar für alle, die damit zu tun haben: für Unternehmen, für Investoren, aber auch für die Beteiligungsgesellschaften selbst. In der Boomzeit um die Jahrtausendwende schien es für Unternehmer wie Anleger nichts Besseres zu geben, und die Investment Manager verdienten sich dumm und dusselig – Reichtum für alle versprach die Beteiligungsfinanzierung. Diese Zeiten sind vorbei, allenthalben regieren Verunsicherung und Zurückhaltung. Zeit für eine Bestandsaufnahme und einen Blick in die Zukunft.

Ganz klar, derzeit passiert wenig an der deutschen Beteiligungsfront. Eine Handvoll großer Deals, ein paar mittlere Buy-outs, die eine oder andere

Wachstumsfinanzierung für hoffnungsvolle Mittelständler, die Frühphasenfinanzierung ist praktisch zum Erliegen gekommen. Wer als Beteiligungsgesellschaft im so genannten Fundraising Geld einsammeln will, rennt momentan oft gegen verschlossene Türen. Anlagewillige Portfoliomanager in Versicherungen und Pensionskassen stoßen bei ihren Vorgesetzten auf taube Ohren. Ein Bild des Jammers, könnte man meinen.

Doch das triste Bild der Gegenwart ist kein verlässlicher Indikator für die Zukunft. Noch ist Wundenlecken angesagt bei Investoren und Beteiligungsgesellschaften, und das trübe Licht der Wirtschaftsflaute lässt nur wenige Unternehmen als begehrliche Anlage-

möglichkeit erstrahlen. Doch die verbrannte Erde verbirgt Hoffnungsvolles. Aus der Asche wird zwar kein Phoenix aufsteigen, aber die Voraussetzungen für eine Belebung des Marktes scheinen günstig.

Für einen Aufschwung müssen alle Beteiligten mitspielen: Unternehmen, Investor und Beteiligungsgesellschaft. Manchmal gesellt sich noch ein vierter hinzu, nämlich ein Private-Equity-Dachfonds, der die Investoren vertritt. Ein kurzer Blick in die Glaskugel zeigt: Bei allen stehen die Signale langfristig auf Grün.

Die Nachfrage steigt

Keine Investition ohne Kapitalnachfrage – darum sollte der erste Blick den Unternehmen gelten. Noch sind nicht alle Vorbehalte gegenüber Finanzinvestoren im deutschen Mittelstand ausgeräumt. Auch bei den Konzernen regiert – interessanterweise abhängig vom beruflichen Lebenslauf der M&A-Verantwortlichen – zum Teil noch Skepsis. In den letzten Jahren hat sich allerdings einiges bewegt. Weil strategische Investoren als Bieter ausgefallen sind, kamen in vielen Fällen Beteiligungsgesellschaften zum Zuge. Die Zusammenarbeit hat viele Zweifel ausgeräumt, Finanzinvestoren sind heute bei der Abspaltung von Konzernteilen ein willkommener Geschäftspartner.

Auch einige Nachfolgelösungen hat der deutsche Markt gesehen. Zwar dürfte auch den Optimisten klar geworden sein, dass die oft herangezogenen astronomischen Zahlen von Nachfolgeregelungen keinen Niederschlag im Buy-out-Geschäft finden. Doch auf einige Dutzend solcher Transaktionen pro Jahr dürfen sich die Private-Equity-Häuser wohl freuen. Viele Unternehmer möchten ihr Lebenswerk nicht im Wettbewerber versenken, sondern entscheiden sich für einen Buy-out.

Die Rolle als Käufer ist allerdings nur die eine Seite. Wichtiger sind Beteiligungsgesellschaften als Kapitalgeber, um Wachstum zu finanzieren. Zwar ist die Diskussion um Kreditverknappung in Deutschland unter dem Stichwort Basel II stark vereinfacht und zum Teil

hysterisch geführt worden. Doch so viel ist klar: Die Kreditinstitute werden zukünftig nur noch solche Risiken übernehmen, die einer Fremdfinanzierung angemessen sind. Und sie werden dafür risikoadäquate Preise nehmen. Das führt dazu, dass die Unternehmen Wachstumsfinanzierungen mit mehr Eigenkapital unterlegen müssen als früher – Private Equity wird notgedrungen in den Fokus rücken. Nachfrageseitig wird der Markt für Beteiligungskapital also wachsen.

Das Angebot auch

Doch wie sieht es mit dem Angebot aus? Die Private-Equity-Anleger in Deutschland – vorwiegend institutionelle Investoren – stecken noch in den Kinderschuhen. Da ist Wachstum selbstverständlich, könnte man meinen. Doch die Kinder haben sich jüngst mächtig die Finger verbrannt und scheuen sich nun. Viele Investoren haben wenig Erfahrung. Ursprünglich waren nur Ban-

ken und die öffentliche Hand als Investoren aufgetreten. Erst viel später gesellten sich auch Versicherungen und die wenigen Pensionskassen dazu. Bis sie lernten, dass Private Equity von den Investoren besonderes Know-how fordert, war das Kind oft bereits in den Brunnen gefallen. Darunter leiden die Beteiligungsgesellschaften heute im Fundraising.

In der Boomphase stürzten sich einige institutionelle Investoren mit Begeisterung und recht hemdsärmelig ins Getümmel. Da wurde jedem, der Geld für einen neuen Fonds einsammeln wollte, ein ordentlicher Batzen zugesagt. Manch einer ging noch einen Schritt weiter und investierte gleich selbst in einzelne Unternehmen, vornehmlich in der so viel versprechenden New Economy. Doch statt der versprochenen 30 Prozent Rendite musste der Investment Manager seinem Vorstand plötzlich satte Verluste beichten. Kein Wunder, dass das Geld derzeit nicht allzu locker sitzt.

Dazu kommt, dass bei einigen Versicherungen der Anteil von Private Equity am Gesamtportfolio stark angestiegen ist, weil die Aktienpakete dramatisch an Wert verloren hatten. Dadurch wurden selbst gesetzte oder aufsichtsrechtliche Grenzen durchbrochen, die weitere Investitionen in Private Equity unmöglich machten. Und auch aus Liquiditätsgründen kommen langfristige Anlagen, die erst nach einigen Jahren Rückflüsse erwarten lassen, derzeit kaum in Frage. Allenfalls für mezzanine Finanzierungsformen können sich institutionelle Investoren begeistern, weil sofort Geld zurückkommt.

Das alles scheint gegen ein höheres Angebot an Beteiligungskapital zu sprechen. Doch für Pessimismus besteht kein Anlass. Sobald die Versicherungen sich in ruhigerem Fahrwasser wähen, wird ein langfristiger Trend greifen: Die institutionellen Investoren in Deutschland – das belegte unlängst eine Umfrage – wollen den Anteil von Private Equi- →

ANZEIGE

Anzeige / Seite 67

IIR

4c

ty an den gesamten Assets deutlich ausweiten. Im internationalen Vergleich hinken sie ohnehin hinterher. Das Argument ist simpel: Die Renditen von privatem Beteiligungskapital sind auf lange Sicht und bei richtiger Auswahl schlichtweg zu überzeugend, als dass Investoren dieser Asset-Klasse dauerhaft die kalte Schulter zeigen könnten.

Das mit der richtigen Auswahl ist allerdings ein Problem. Die Unterschiede in der Performance zwischen den guten und den schlechten Fonds sind gewaltig. Die Gewinner herauszupicken ist aufwendig, die Betreuung der Investments ebenfalls. An der Expertise hat es vielen institutionellen Investoren gemangelt. Es wäre auch nicht sinnvoll gewesen, für weniger als 3 Prozent der Assets große Mitarbeiterstäbe aufzubauen, zumal erfahrene Private-Equity-Analysten nicht eben billig sind.

Eine Lösung, die zukünftig an Bedeutung gewinnen dürfte, sind so genannte Fund-of-Funds oder Dachfondsinvestoren. Bislang ist kaum eine Handvoll davon für deutsche institutionelle Investoren tätig. Sie beschäftigen sich tagein, tagaus mit dem Thema Private Equity, kennen alle Beteiligungsgesellschaften und sind vor allem im Beteiligungscontrolling versiert. Natürlich wollen sie für ihre Dienste – nämlich die Betreuung fremder Vermögen – einen Teil vom Kuchen. Den werden die institutionellen Investoren aber gern abgeben, solange die Rendite stimmt.

Professionellere Vermittlung

Die Rendite aber hängt vom Geschick der Private-Equity-Gesellschaften ab. Sie übernehmen als Intermediäre Eisammlung und Anlage des Kapitals. Darin gleichen sie einer Bank, doch ihre Aufgabe ist viel schwieriger. Es ist vergleichsweise einfach, die Bonität eines Schuldners zu ermitteln und risikoobergemessene Kreditzinsen einzutreiben. Und die Vermittlung zwischen Investor und Kapitalmarkt ist letztendlich nicht mehr als eine anspruchsvolle Maklertätigkeit. Das Geschäft der Beteiligungsgesellschaften aber ist komplizierter.

Anders als bei den Banken drängen sich die Eigenkapital suchenden Unter-

nehmen den Beteiligungsgesellschaften in der Regel nicht gerade auf. Die Akquise ist Zeit raubend und teuer. Das eigentliche Problem liegt aber in der Auswahl unter den Bereitwilligen. Risiko und Chancen einer Eigenkapitalinvestition sind viel schwieriger zu kalkulieren als bei einem Kredit. Und der Portfolioansatz – der Rettungsanker der Banken – greift im Private-Equity-Geschäft nur sehr bedingt. Gerade bei den Buyouts muss jeder Schuss ein Treffer sein oder darf zumindest nicht allzu weit danebengehen.

Und mit der Entscheidung für ein Investment ist es nicht getan. Anders als bei der Bank reicht Stillhalten in der Regel nicht aus, um die erwartete Rendite zu erzielen. Zwar mischen sich nur wenige Beteiligungsgesellschaften in das operative Geschäft ein. Doch Unterstützung in Finanzierungsfragen und das Beharren auf der konsequenten Umsetzung der Strategie gehören zu den Kernaufgaben des Finanzinvestors.

Alle gute Arbeit ist umsonst, wenn der Exit verpatzt wird – erst beim Verkauf wird die Rendite realisiert. Dieser Schritt erfordert wiederum andere Qualifikation, gerade in einem schwierigen Umfeld wie dem derzeitigen. Die Anforderungen an die Beteiligungsgesellschaft sind enorm. Nur wer in allen Disziplinen des Dreikampfs – Einstieg, Betreuung, Exit – hervorragende Leistungen zeigt, kann die sehr ehrgeizigen Renditeziele der Investoren erreichen.

Nicht alle Beteiligungsgesellschaften in Deutschland sind den Anforderungen gewachsen. Diejenigen, die den Markt am besten kennen – die Fund-of-Funds –, sehen immer noch eine Leistungslücke zu den angelsächsischen Finanzinvestoren. Und sie kritisieren generell, dass die Beteiligungsgesellschaften nicht alle Möglichkeiten ausreizen, die ihre Portfoliounternehmen bieten. Auch darum kommt es entscheidend darauf an, auf die richtigen Pferde zu setzen. Doch der Beteiligungsmarkt in Deutschland professionalisiert sich, viele Anfänger aus der Boomzeit haben bittere Lektionen gelernt. Dem zukünftigen Geschäft dürften diese Erfahrungen zu Gute kommen.

Wie also ist es um die Zukunft von Private Equity in Deutschland bestellt? Unternehmen und Investoren werden mehr Interesse an dieser Finanzierungs- bzw. Anlageform zeigen, die Beteiligungsgesellschaften als Intermediäre im Schnitt professioneller und damit erfolgreicher sein. Doch damit ist noch lange nicht alles in Butter.

Problem Transparenz

Die Private-Equity-Branche hat ein massives Kommunikationsproblem. Daran sind die Beteiligungsgesellschaften selbst schuld. Transparenz ist ihre Sache nicht, Kleinigkeiten werden zu großen Geheimnissen aufgebauscht. Zwar haben einige Häuser den Nutzen und die Notwendigkeit von Kommunikation erkannt. Doch immer noch geht ein Aufschrei durch die Branche, wenn ein Investor sich erdreistet, Renditen vergangener Fonds zu veröffentlichen.

Die öffentliche Wahrnehmung war in der letzten Zeit vor allem durch die wenigen spektakulären Pleiten geprägt. Dass die erfolgreichen Exits dagegen kaum zur Sprache kamen, müssen sich die Beteiligungsgesellschaften selbst ankreiden: Noch immer haben sie es nicht geschafft, mehr als einer Handvoll Journalisten ihr Geschäft begrifflich zu machen. Auf schlechte Presse reagiert die Branche oft mit Totalverweigerung, anstatt das Gespräch zu suchen.

Die Zurückhaltung der Beteiligungsgesellschaften führt auch dazu, dass der volkswirtschaftliche Nutzen von Private Equity in Deutschland nicht bekannt ist. Es ist praktisch unmöglich, eine Liste der mit Beteiligungskapital finanzierten Unternehmen zu erstellen – von Daten über Umsatz, Gewinn und Mitarbeiterzahlen ganz zu schweigen. Dabei wäre es spannend, aus diesen Kennzahlen einen Private-Equity-Index abzuleiten. Diesen könnte man gegen die Entwicklung aller Unternehmen in Deutschland spiegeln und so den Mehrwert von Beteiligungskapital demonstrieren. Daran sollte die gesamte Branche ein Interesse haben – es sei denn, sie traut ihrer eigenen Performance nicht. ←

bastian.frien@finance-magazin.de