

## Neue, alte Möglichkeiten

**Covid-19 dürfte den weltweiten Trend zu Transaktionen zwischen Private-Equity Firmen noch weiter verstärken.**

- \_ Private Equity hat sich seit 2000 außerordentlich gut entwickelt.
- \_ Nach wie vor steht dabei das Ziel im Mittelpunkt, sich möglichst große Anteile am Ertragspotenzial aufstrebender, leistungsstarker Unternehmen zu sichern.
- \_ Transaktionen zwischen Private-Equity-Sponsoren, sowie sogenannte „Add-ons“ – weitere Unternehmenszükäufe, die zu bestehenden Beteiligungen passen – werden dabei immer beliebter.



Audie Apple  
Privat Equity Investment  
Specialist



Kumber Husain  
Head of Private Equity,  
Americas

**W**ie bewältigt Private Equity (PE) die Coronakrise? Für eine Beurteilung ist es, wie bei den meisten anderen Bereichen wirtschaftlicher Aktivitäten auch, noch zu früh. Skeptiker sollten sich aber vielleicht die Erfahrungen der letzten 20 Jahre in Erinnerung rufen, in die unter anderem das Platzen der Dotcom-Blase, die große Finanzkrise und eine Reihe von Naturkatastrophen fielen. Trotz all dieser Widrigkeiten hat sich die PE-Branche seit 2000 außerordentlich gut entwickelt. Starke Erträge im Vergleich zu den globalen Aktienmärkten haben PE-Firmen in diesem Zeitraum zu einem beeindruckenden Wachstum verholfen – Ende 2018 belief sich der Nettovermögenswert (NAV) von Buyout-Unternehmen auf 1,7 Billionen Dollar.<sup>1</sup> „Höchster Stand von Private-Equity-Deals seit Ende der Finanzkrise“; titelte die Financial Times Ende des letzten Jahres.<sup>2</sup>

Aber dieses schnelle Wachstum brachte auch Probleme mit sich. Durch die Pandemie werden einige davon verstärkt, andere wiederum abgeschwächt. Höhere PE-Allokationen vieler Investoren haben die Bewertungen von Übernahmезielen nach oben getrieben, da mehr Kapital um Deals konkurriert. Daher waren die letzten Jahre ein großartiger „Markt

für Verkäufer“, die sich bei Veräußerungen regelmäßig über hohe Wertsteigerungen freuen konnten. Das ist aber nur die eine Seite der Medaille. Während PE-Firmen bestehende Beteiligungen an Unternehmen oder Unternehmensgruppen leicht verkaufen konnten, wurde es andererseits zunehmend schwierig, neue, interessante Ziele zu finden.

So wurde es immer beliebter bestehende Beteiligungen als Plattform für weitere Unternehmenszükäufe zu nutzen und so die Unternehmensgruppe zu vergrößern. Bei solchen, sogenannten „Add-on“-Käufen handelt es sich um Übernahmезiele, die gut zu bestehenden Beteiligungen passen, also beispielsweise aus derselben Branche sind und so einen höheren Marktanteil ermöglichen. Diese Methode gibt es zwar schon seit den Anfängen von Private Equity, so richtig populär wurde sie aber erst in den letzten Jahren. Stellten „Add-ons“ Anfang der 2000er Jahre etwa 35 Prozent aller Buyout-Transaktionen dar, so waren es 2018 schon beinahe 60 Prozent (siehe Diagramm). So können PE-Firmen weiter in gut laufende Unternehmensgruppen investieren, die sie schon seit einigen Jahren managen.

<sup>1</sup> PitchBook Data, Inc. Stand Dez. 2018. Alle Daten in diesem Beitrag aus dieser Quelle, falls nichts anderes angegeben.

<sup>2</sup> <https://www.ft.com/content/6fee67b0-2a9b-11ea-bc77-65e4aa615551>.

In der Welt nach Covid-19 rechnen wir mit einer Fortsetzung dieses Trends und vielleicht sogar einer weiteren Beschleunigung. 2018 stellten 26 Prozent der „Add-ons“ den vierten oder späteren „Add-on“-Kauf eines Plattform-Unternehmens dar.<sup>3</sup> Im Vor-Corona-Umfeld robuster Bewertungen konnte von denen die größte Nachfrage ausgeht. Ein Mieterprofil für diese Strategie häufig die ursprünglichen Kaufpreise von Plattformunternehmen im Rückblick vergleichsweise günstig erscheinen lassen, da der Markt in der Regel dazu tendiert, größere Unternehmen höher zu bewerten. In der aktuellen, durch die Pandemie ausgelösten weltweiten Rezession rechnen wir mit einer steigenden Zahl attraktiv gepreister Übernahmeziele sodass mit weniger Kapital ein ähnlicher Vorteil erzielt werden könnte. Dies ist eine wichtige Überlegung für PE-Firmen, die ihre besten Beteiligungen in einem Umfeld knapperen Kapitals unterstützen wollen.

Dabei geht es für PE-Firmen am Ende natürlich immer darum, sich einen größeren Anteil am Ertragspotenzial aufstrebender, leistungsstarker Unternehmen zu sichern. Wie entscheidend das ist, zeigt ein Blick auf die Buyout-Performance auf Deal-Ebene: In den letzten 20 Jahren wurden 29 Prozent aller Deals ganz oder teilweise abgeschlossen.<sup>4</sup> Dies dürfte Ausdruck der inhärenten Informationsasymmetrie sein, die für den Erwerb eines Unternehmens typisch ist – es ist sehr schwierig, das Risikoprofil eines Unternehmens richtig einzuschätzen, ohne einige Jahre dessen Eigentümer gewesen zu sein. Auf der anderen Seite haben etwa 30 Prozent der Deals eine Gesamtkapitalrendite erwirtschaftet, die mindestens doppelt so hoch war wie die Anfangsinvestition, und beinahe 20 Prozent erbrachten einen Ertrag in dreifacher Höhe.

Ein weiterer sich abzeichnender Trend ist die längere Haltdauer ertragreicher Beteiligungen. Ein Beispiel für diesen Trend ist die steigende Beliebtheit eines Teilausstiegs. In den letzten Jahren hielten sich PE-Firmen beim Verkauf von Unternehmen zurück, denen sie noch mehr Aufwärtspotenzial zutrauten. Ein Teilausstieg erlaubt es PE-Firmen, ihr Risiko etwas zurückzufahren sowie gleichzeitig einen Teil der Erträge zu verbuchen und Kapital an ihre Investoren, die sogenannten Limited Partners (LPs), auszuschütten. Darüber hinaus ist die PE-Firma in der Lage, ihre Mehrheitsbeteiligung weiter zu halten und ihr Konzept zur Wertschöpfung weiter zu verfolgen.

Den PE-Firmen steht für solche Transaktionen eine Vielzahl von Kapitalquellen zur Verfügung. Hauptsächlich speiste sich die Finanzierung in der jüngeren Vergangenheit aus den operativen Gewinnen der betroffenen Plattformfirma sowie zusätzlicher Verschuldung, ergänzt durch Kapitalreserven ihres PE-Eigentümers. Jede der traditionellen externen Kapitalquellen hat bestimmte Vorteile, aber auch Nachteile, die sie für PE-Eigentümer mehr oder weniger interessant machen. Zudem ist es seit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie schwieriger geworden, überhaupt an Kapital aus externen Quellen heran zu kommen.

Eine der naheliegenden Quellen für Folgekapital zur weiteren Unterstützung aufstrebender, leistungsstarker Unternehmen wären die Limited Partner (LPs) in diesem Fonds. Sie kennen immerhin sowohl die als Sponsor agierende PE-Firma als auch das aufstrebende Plattform-Unternehmen, das sich beispielsweise durch Zusammenschluss mit einem anderen Übernahmeziel zur Unternehmensgruppe mausern soll. Zu den Problemen bei dieser Option gehört, dass es bei der Festlegung der Bewertung einer Transaktion zwischen einem Sponsor und den über den Fonds im bestehenden Plattform-Unternehmen investierten Limited Partners zum Konflikt kommen kann. Derartige Gelegenheiten werden häufig nicht genutzt, weil die schiefe Optik angesichts möglicher Interessenskonflikte gescheut wird.

Eine andere Möglichkeit ist, einen Mitbewerber (also einen anderen Buyout-Sponsor) einzuladen, in aufstrebende Plattform-Unternehmen zu investieren. Sponsoren greifen oft nur zögerlich zu dieser Alternative, weil hier auch eine Einigung über die Unternehmensführung erzielt werden müsste und Diskrepanzen über den Ausstiegszeitrahmen entstehen könnten. Wir sehen hierin einen der Gründe dafür, dass sich ein Sponsor immer häufiger durch den Verkauf an andere Sponsoren vollständig zurückzieht. 2018 waren beinahe ein Drittel aller Buyouts Sponsor-zu-Sponsor-Verkäufe – wobei häufig ein kleiner Sponsor ein leistungsstarkes Unternehmen an einen größeren Sponsor verkaufte, der weiter in das Unternehmen investieren kann.

<sup>3</sup> Brain 2019 Private Equity Report

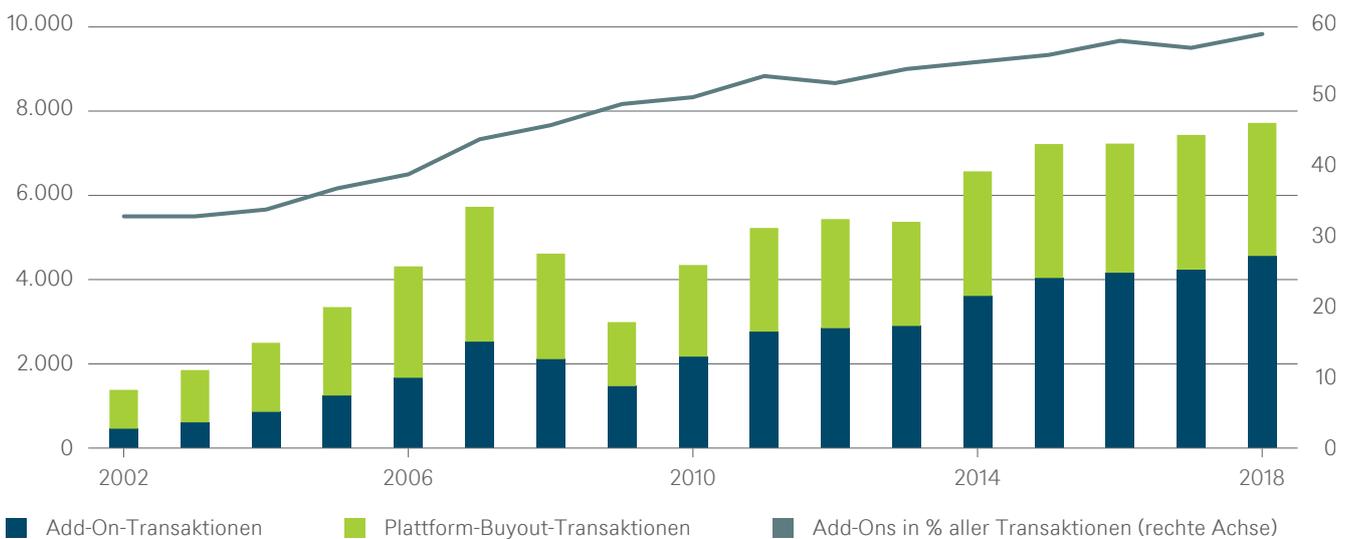
<sup>4</sup> Hamilton Lane 2018/2019 Market Overview

Die Rezession könnte den Trend zu derartigen Deals noch verstärken. Das liegt nicht zuletzt daran, dass einige kleinere Sponsoren zumindest einen partiellen Ausstieg bei vielversprechenden Beteiligungen in Erwägung ziehen. Immerhin können Teilverkäufe zusätzliches Kapital für leistungsstarke Plattformunternehmen bringen, und so helfen, deren weiteres Aufwärtspotenzial zu heben. Aus der Sicht des Kapitalgebers können solche Deals auch wichtige Elemente zur Risikoverringung haben, besonders eine Reduzierung der Informationssasymmetrie, wie sie mit Investitionen in reife Plattformen, die von bestehenden Sponsoren unterstützt werden, erreicht wird.

Für Sponsoren, die an einer Mehrheitsbeteiligung interessiert sind, sind weitere Investitionen in aufstrebende Unternehmen derzeit interessanter als je zuvor. Sponsoren jetzt mit dem Kapital zu versorgen, das sie für diese Strategie benötigen, ist in unseren Augen sinnvoll. Unterstützt durch den weltweiten Trend in der Branche zu verstärkten „Add-on“-Aktivitäten und Sponsor-zu-Sponsor-Verkäufen dürfte sie noch weiter an Bedeutung gewinnen.

### PROZENTUALER ANTEIL VON „ADD-ONS“ AN BUYOUT-TRANSAKTIONEN WELTWEIT

In den vergangenen Jahren ist eine starke Zunahme von „Add-on“-Käufen zur Vergrößerung von Plattformunternehmen zu verzeichnen.



Quelle: PitchBook Data, Inc.; Stand: 12/2018

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragsersparungen erfüllt werden. DWS Investment GmbH; Stand 08.05.2020

## GLOSSAR

**Buyout** – Ankauf von Aktien mit dem Ziel, einen kontrollierenden Einfluss auf das Zielunternehmen zu erhalten

**Limited Partnership (LP)** – Eine Limited Partnership (abgekürzt LP oder L.P.; englisch für Beschränkte Partnerschaft) ist eine angelsächsische Unternehmensrechtsform, die mit einer deutschen Kommanditgesellschaft vergleichbar ist und aus mindestens zwei Gesellschaftern besteht

**Nettovermögenswert (Net Asset Value)** – Wert aller materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände eines Unternehmens abzüglich der Verbindlichkeiten

**Privat Equity** – Bereitstellung von Eigenkapital zur Beteiligung an (ursprünglich) außerbörslich gehandelten Unternehmen

**Rezession** – Phase, in der die Wirtschaftsleistung zwei Quartale hintereinander im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder zurückgeht

### Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH 2020

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

CRC 076026 (05/2020)