

„Gute Finanzinvestoren ziehen den Nadelstreifenanzug auch mal aus“

Interview mit Dr. Michael Drill, Lincoln International, Matthias Kues, BVK und Nord Holding, und Dr. Florian Meise, Adcuram Group

Die Private Equity-Industrie steht derzeit vor großen Herausforderungen. Im Fundraising gilt es, neue Investorengruppen anzusprechen. Im M&A-Prozess läuft ein hartes Wettrennen mit strategischen Käufern um die besten Targets. Gleichzeitig existiert immer noch die Vorstellung vom Beteiligungsinvestor als Finanzjongleur. Wie die Branche sich weiterentwickeln kann und wo Umdenken erforderlich ist, fragte Susanne Gläser diejenigen, die es wissen müssen: Die Beteiligungsmanager Matthias Kues und Dr. Florian Meise stellen sich täglich den Herausforderungen, der M&A-Berater Dr. Michael Drill begleitet den Markt seit vielen Jahren. Ein moderiertes Gespräch über aktuelle Trends.



Redaktionsleiterin Susanne Gläser und Markus Rieger, Vorstand der GoingPublic Media AG (re.), diskutierten mit Matthias Kues, Dr. Florian Meise und Dr. Michael Drill (v.l.n.r.) über Trends in der Private Equity-Industrie.

VC Magazin: Herr Meise, Adcuram hat im Herbst einen Fonds mit einem Volumen von 150 Mio. EUR geschlossen. Die Hälfte der LPs sind Family Offices. Diese Investoren engagieren sich heute immer stärker in der Assetklasse Private Equity. Welche Vorteile sehen Sie für beide Seiten?

Meise: Neben uns selbst sind sechs Limited Partner in den Fonds investiert, davon sind drei Family Offices. Wir haben großen Wert darauf gelegt, solche Investoren mit langfristigem Horizont zu gewinnen. Family Offices ticken zwar nicht wesentlich anders als andere institutionelle Investoren, was die Renditeerwartung betrifft. Aber sie können länger investiert bleiben, wenn es nötig ist. Je nachdem wie unternehmerisch sie geprägt sind, folgen sie auch einem anderen Investitionsprozess als andere Investoren, die sehr stark institutionalisiert sind und häufig stärker nach formalen Modellen vorgehen.

Kues: Das Kapital von Family Offices stammt ja oft aus unternehmerischer Tätigkeit. Dementsprechend schätzen viele an Private Equity-Fondsinvestments, dass dahinter konkrete mittelständische Unternehmen stehen. Es geht ihnen meist um etwas mehr als „nur“ Rendite. Aber auch und gerade aus Renditeaspekten heraus ist die Anlageklasse interessant: Was Private Equity abliefern, liegt weit

über den Erträgen, die man derzeit in anderen Assetklassen erwirtschaften kann.

Drill: Family Offices interessieren sich übrigens auch immer stärker für direkte Investments in Unternehmen. Dieser Trend wird sich künftig noch verstärken, viele Family Offices haben sich seit einigen Jahren ja erst formiert. Wir bekommen immer mehr Anfragen von ihnen, oftmals geben sie im Laufe eines M&A-Prozesses aber auf. Die Gründe sind unterschiedlich, häufig trauen sie es sich allerdings nicht zu, das Managementteam des Targets selbst zu managen, oder sie sind nicht bereit, die derzeit oft hohen Preise zu zahlen. Außerdem sind Family Offices eher öffentlichkeitsscheu und wollen meist nicht im Zentrum des Geschehens stehen. Aus diesen Gründen sind Fondsinvestments für sie oft die bessere Möglichkeit, um unternehmerisch zu investieren und gleichzeitig ein Netzwerk in diesem Bereich aufzubauen.

VC Magazin: Im aktuellen Marktumfeld sind die besten Targets hart umkämpft. Wie attraktiv sind Finanzinvestoren als Käufer deutscher Familienunternehmen?

Kues: Die Heuschrecken-Debatte hängt uns leider immer noch nach. Häufig herrschen noch die alten Vorurteile vor,

beim Verkauf an Finanzinvestoren würde die Braut aufgehübscht und danach filetiert. Das ist ja schon im praktischen Leben unsinnig – warum sollten Investoren so verfahren? Die Branche muss sich besser erklären. Wenn wir nur heimlich um die Ecken huschen, um ja kein schlechtes Image zu erzeugen, ist das kontraproduktiv. Wir müssen im Gegenteil proaktiv kommunizieren.

Meise: Solche Vorbehalte sind nach wie vor da. Die Herausforderung für uns besteht darin, wie wir an den mittelständischen Unternehmer herantreten. Meiner Erfahrung nach registrieren Verkäufer sehr genau, ob jemand vor ihnen steht, der vor allem Zahlenakrobatik machen möchte und sich nicht weiter für das Geschäft interessiert, oder ob ein potenzieller Käufer eine unternehmerische Herangehensweise hat, in die Tiefe geht und versucht, das Geschäft ernsthaft weiterzuentwickeln. Ich glaube, gerade Familienunternehmer differenzieren hier sehr stark. Das gemeinsame Gespräch bietet die Möglichkeit, Vorbehalte auszuräumen und auf Augenhöhe zu kommen.

Drill: Wichtig ist für Verkäufer von mittelständischen Unternehmen sehr häufig der Bestandschutz. Wir haben schon einige Fälle gesehen, in denen Finanzinvestoren als Verkäufer vorgezogen wurden, weil sie alle Bereiche des Unternehmens fortführen wollten. Strategische Käufer benötigen ja oft zum Beispiel keine Buchhaltung oder keinen Vertrieb, weil sie selbst die Strukturen bereits mitbringen. Interessant gerade für Familienunternehmer ist zudem die Aussicht, dass sie einen Übergang schrittweise gestalten und noch eine Weile operativ engagiert bleiben können.

VC Magazin: Welche Nachteile haben Private Equity-Investoren gegenüber Strategen im M&A-Prozess?

Kues: Wir müssen unsere Finanzierungsmodelle umstellen. Dazu müssen wir gemeinsam mit unseren Banken Lösungen finden. Die Fixierung auf Covenants beispielsweise ist unsinnig: Wer in der Planung sehr gut dastand und später mit Schwierigkeiten konfrontiert wird, wird bestraft; wer hingegen von vorneherein flacher plant und sich dann auch nur mittelmäßig entwickelt, bekommt von den Banken Fleißkärtchen. Durch solche Regelungen wird ein Bankportfolio systematisch fehlgesteuert.

Drill: Wir werden in den kommenden zehn Jahren große Veränderungen auf Bankenseite sehen. In den USA wird bereits heute jeder zweite Buyout in der Größenordnung von 25 bis 500 Mio. USD über Debt Funds finanziert, in Deutschland gibt es erst zaghafte Versuche in diese Richtung. Ich bin mir sicher, dass sich dieses Modell noch durchsetzen wird. Zunehmendes Interesse von Banken auch an kleineren und mittleren Buyouts nehmen wir bereits wahr. Allerdings laufen die Prozesse oft zu kompliziert und dauern zu lange. Das führt in einem Verkaufsprozess zu einem echten Wettbewerbsnachteil für Finanzinvestoren,

die Strategen ziehen links an ihnen vorbei. Debt Funds sind da viel flexibler, auch in der Ausgestaltung der Deals.

Kues: Ich bin da etwas skeptischer. Es gab ja schon einmal eine ähnliche Entwicklung bei den Mezzanine-Fonds. Auch hier ging es ein Stück weit um eine Alternative zur Bankenfinanzierung, wenn auch anders ausgestaltet. Die Lösung hat sich aber nicht durchgesetzt. Zudem sind wir mit Debt Funds ganz schnell mitten in der Schattenbankendebatte oder sogar schon darüber hinaus: Wer wie Debt Funds Bankgeschäft betreibt, läuft Gefahr, nicht nur Schattenbank zu sein, sondern Bank.

VC Magazin: Herr Meise, wie positioniert sich Adcuram im harten Wettbewerb um die besten Targets?

Meise: Adcuram verfolgt einen sehr spezialisierten Investitionsansatz. Wir suchen Situationen, die eigentlich keine klassischen Private Equity-Situationen sind, wie beispielsweise komplizierte Herauslösungen aus Konzernen, die kaum zu finanzieren sind und viel operativen Einsatz benötigen. Wir differenzieren uns hier durch ein zukunftsweisendes Konzept und durch Geschwindigkeit. Um das bieten zu können, beschäftigen wir in der Holding rund 50 Mitarbeiter, die Hälfte davon operative Experten. Uns geht es darum, die Due Diligence in der Tiefe zu verstehen und Potenziale eindeutig zu identifizieren. Darauf aufbauend entwickeln wir bottom-up unsere Verbesserungsmodelle. Wir ziehen den Nadelstreifenanzug aus und knien uns in die Herausforderungen hinein. Gute Private Equity-Fonds werden künftig verstärkt in diese Richtung gehen.

*„Unsere 25
Experten knien
sich in die
Herausforderungen
hinein“*



Dr. Florian Meise

Drill: Fonds wie Adcuram, die sich auf Unternehmen konzentrieren, die EBITDA-Margen von 5 bis 10% erwirtschaften, setzen interessanterweise auf die Unternehmen, die nicht im Fokus der Strategen liegen. Denn die kaufen lieber sehr profitable Targets, um die eigenen Business Units nicht zu verwässern. Einige Strategen kaufen lieber ein Unternehmen mit einer Marge von 15% zu einem überzogenen Preis. Buyout-Fonds haben da oft das Nachsehen, weil die Strategen die höheren Preise zahlen können. Deshalb müssen sich Finanzinvestoren, die bislang die

schönen, profitablen Assets mit Bankenfinanzierung gekauft haben, heute umorientieren. Wer das nicht tut, wird es künftig sehr schwer haben.

Kues: Der Hebel ist ja auch viel größer, wenn ich ein mittelgutes Unternehmen besser mache, als wenn ich versuche, ein bereits gut aufgestelltes Unternehmen weiter zu verbessern.

„Der Hebel ist viel größer, wenn ich ein mittelgutes Unternehmen besser mache“



Matthias Kues

Meise: Sie haben völlig recht. Allerdings ist es eine echte Herausforderung, bei mittelguten Unternehmen bereits in der Kaufsituation zu verstehen, warum es nur mittelgut ist und welchem Trend es unterliegt. Die Preisfrage lautet in diesen Fällen: Kann man die Probleme durch besseres Management lösen oder sind sie struktureller Natur? Für diese essenzielle Einschätzung in einer Situation, in der es um Schnelligkeit geht und meist nicht alle Informationen zugänglich sind, bedarf es deutlich mehr Intelligenz, als im klassischen LBO Case ein Modeling anzuwenden.

VC Magazin: Operative Wertsteigerung scheint seit der Finanzkrise das Credo fast aller Buyout-Manager zu sein. Wie ernsthaft bemühen sich die Beteiligungsgesellschaften, diesen Kulturwandel wirklich umzusetzen?

Meise: Es liegt mir fern, zu kommentieren, wie ernst es die Beteiligungsgesellschaften im Einzelfall mit dem neuen Kurs meinen. Gerade bei kleineren Teams dürften aber schon aus rein faktischen Gründen Zweifel angebracht sein. Denn wer hands-on arbeiten will, braucht auch Hände! Ich weiß nicht, wie man mit einem kleinen Team und einer Schar Beratern wirkliche operative Maßnahmen ergreifen kann. Wir jedenfalls setzen seit zehn Jahren auf unsere eigenen Mitarbeiter. Das hat den Vorteil, dass dieselben Personen, die aus der Due Diligence Verbesserungsmaßnahmen ableiten, diese später auch umsetzen müssen. Außerdem behalten wir das Know-how im Haus. Das muss nicht das alleinige Erfolgsrezept sein, aber für

uns hat es sich sehr bewährt. Und wir wissen auch, dass Blue-Chip-Konzerne wie Bayer, Dow, DSM, Schott und andere Adcuram gerade wegen des operativen Ansatzes als Transaktionspartner gewählt haben.

Drill: Die Fonds, die auf sehr profitable Assets und Leverage setzen, sind sicher immer noch in der Mehrheit. Allerdings sind das auch die, die derzeit mit betrübten Gesichtern durch die Straßen Frankfurts laufen. Viele haben weder das Know-how noch die Teamstärke und die Investitionskriterien, um in anderen Bereichen als den klassischen LBO-Fällen aktiv zu werden. Ich habe die Sorge, dass solche Schönwetterfonds die nächsten zehn Jahre nicht überleben werden. Für sie wird es nicht viel Neugeschäft geben.

„Schönwetterfonds werden wohl die nächsten zehn Jahre nicht überleben“



Dr. Michael Drill

Kues: Unsere Branche baut gerne auf cashflowbasierten Finanzierungsmodellen auf und macht aus einem Investment dann einen Secondary, einen Tertiary und so weiter. Aus meiner Sicht ist das lebensfremd: Dass es für ein Unternehmen auch in der dritten oder vierten Generation immer nur bergauf geht, ist doch sehr unwahrscheinlich. Die Branche wird hier umdenken müssen.

VC Magazin: Vielen Dank für das Gespräch! ■

susanne.glaeser@vc-magazin.de

Zu den Gesprächspartnern

Dr. Michael Drill ist Vorstandsvorsitzender der Investmentbank Lincoln International. **Matthias Kues** ist Sprecher der Geschäftsführung der Nord Holding Unternehmensbeteiligungsgesellschaft und Vorstandsvorsitzender des Branchenverbandes BVK. **Dr. Florian Meise** ist Gründer, Gesellschafter und Vorstand der Adcuram Group.