



Daniela Englert, Redakteurin, portfolio institutionell, Ausgabe 03/2020

In Europa gibt es tausende kleine und mittlere Unternehmen (KMU), in die Investoren über Aktien und Private Equity investieren können. Auch am Anleihemarkt sind solche Unternehmen zunehmend aktiv. Und über Private Debt finanzieren Investoren häufig das externe Wachstum solcher Firmen. Die Bandbreite ist groß: Sie reicht vom milliardenschweren Mid Cap bis zum Mittelständler mit 20 Millionen Euro Umsatz.



Bild: Stockphoto



Denn viele dieser Unternehmen haben in ihrer Nische als Weltmarktführer ihr eigenes Königreich geschaffen. Diese Hidden Champions sind meist B2B aktiv und daher wenig bekannt. Auch vom Kapitalmarkt werden sie häufig noch zu wenig wahrgenommen, doch ihre Renditen können sich sehen lassen. Ein Überblick über die Anlageklasse Mittelstand.

Erst auf den zweiten Blick ein König

Von Daniela Englert

Sie gelten als das Rückgrat der deutschen Wirtschaft: die kleinen und mittelständischen Unternehmen. Um als Anleger an deren Erfolg zu partizipieren, gibt es viele Wege – vor allem Private Equity und Aktien sind hier zu nennen. Aber auch auf der Finanzierungsseite gibt es interessante Möglichkeiten. Ein genauerer Blick zeigt: Das Segment bringt langfristig gute Renditen, doch echte Hidden Champions zu finden, ist nicht leicht.

Sartorius mit Sitz in Göttingen gehört zum Tec-Dax. Dabei ist der weltweit agierende Hersteller von Labortechnik mit aktuell über 9.000 Mitarbeitern ein Familienunternehmen. 50 Prozent der Aktien von Sartorius gehören einer Erbgemeinschaft. Das Unternehmen hat eine Marktkapitalisierung von aktuell 13,97 Milliarden Euro und ein KGV von 83 (Stand: 12.3.2020). Wie boerse.de ausgerechnet hat, erzielte ein Anleger, der Ende 2009 Sartorius-Vorzugsaktien-Aktien kaufte und diese Ende 2019 wieder veräußerte eine jährliche Rendite von 47,3 Prozent. Wer Inhaber-Stammaktien an der Sartorius AG hielt, konnte eine Rendite über zehn Jahre von 4.322 Prozent einfahren.

Mit einem Umsatz von zuletzt 1,8 Milliarden Euro fällt der Small Cap Sartorius vielleicht noch unter die Familienunternehmen, gehört aber nicht mehr zum klassischen Mittelstand, der je nach Definition auch Unternehmen mit bis zu 3.000 Mitarbeitern umfassen kann. Professor Hermann Simon dagegen hat den Begriff der Hidden Champions geprägt. In den Jahren 2014 und 2016 hat er weltweit 2.734 Unternehmen identifiziert, die als heimliche Weltmarktführer gelten können, 1.300 davon kommen aus Deutschland. Diese Unternehmen erfüllen nach Simons Definition

grundsätzlich drei Voraussetzungen: Erstens ist die Firma in einem eng abgegrenzten Marktsegment aktiv und zählt in ihrer Branche global zu den Top-3 oder sie ist führend auf dem Heimatkontinent. Zweitens: Es gibt eine Umsatzgrenze von etwa drei Milliarden Euro, die aber nach oben angepasst werden kann. Drittens ist das Unternehmen zwar in Fachkreisen, aber in der Öffentlichkeit meist wenig bekannt. Ein Großteil der Hidden Champions sind allerdings nicht börsennotiert. So schätzt der Asset Manager Avesco Financial Services AG das Universum seines Sustainable-Hidden-Champions-Fonds auf 145 börsennotierte Unternehmen in der DACH-Region. **Der Investmentboutique Lupus alpha zufolge beläuft sich das Universum an börsennotierten Small und Mid Caps in ganz Europa auf etwa 1000 Unternehmen. „Mit unserem paneuropäischen Fonds bekommen Anleger Zugang zur vollen Breite und Tiefe der volkswirtschaftlichen Wertschöpfung“, sagt Götz Albert, CIO und Managing Partner.**

Die Öffentlichkeit kenne häufig die Produkte, aber nicht die Unternehmen. „Wir schauen bei den Unternehmen auf folgende Merkmale: Erstens auf gute Geschäftsergebnisse, zweitens auf die Marktstellung und drittens auf Geschäftsmodell und Qualität des Unternehmens. Die Marktstellung verändert sich üblicherweise nicht jedes Quartal. Wir achten darauf, dass sie so gefestigt ist, dass das Unternehmen einen substanziellen Marktanteil hat und nicht durch neu eintretende Wettbewerber und Substitutionsprodukte sofort in seiner wirtschaftlichen Existenz bedroht ist. Das ist gerade im Small- und Mid-Cap-Segment sehr gut möglich, weil viele dieser Firmen sich in Nischenmärkten bewegen, die man effektiv verteidigen kann“, so Albert. Meist wachsen diese Firmen aufgrund ihrer Nischenposition gar nicht so stark, sind aber dabei sehr profitabel.

Zurzeit aber lässt die Angst vor dem Corona-Virus die internationalen Börsen auf Talfahrt gehen. Auch Small und Mid Caps reißt es mit. Am 9. März, dem neu ernannten ‚Schwarzen Montag‘ rutschte der Dax zum Handelsstart um fast acht Prozent ins Minus. S- und M-Dax verloren jeweils 7,4 und 6,84 Prozent. Wen es trifft, hängt stark vom Sektor ab. So verlor das Unternehmen Puma, dessen Geschäftsaktivität zuletzt in China stark gewachsen war, alleine am 9. März 5,60 Prozent an Wert, nachdem bereits Ende Februar Kursverluste zu verzeichnen waren. **Im Portfolio von Lupus alpha finden sich auch vom chinesischen Wachstum abhängige Titel wie Puma, deren Umsatz in China vor der Corona-Krise zuletzt mit 40 bis 50 Prozent wuchs. „Kursrückgänge bei einer Exponierung in China stehen beispielsweise Gewinne bei Biotech-Firmen gegenüber, die an der Entwicklung neuer Testverfahren arbeiten. Es kommt immer darauf an, dass man ein ausbalanciertes Portfolio hat“, sagt Lupus-alpha-CIO Albert. Ausschlaggebend für die Performance sei letztlich die gute fundamentale Qualität des Unternehmens. „Um das zu beurteilen, müssen Sie die Unternehmen durch und durch verstanden haben. Wir sprechen jedes Jahr mit 1.500 Unternehmen, in der Regel mit dem Vorstand oder Finanzvorstand. Viele der Unternehmen kennen wir schon seit Jahren. Diese lange Historie hilft ungemein bei der Einschätzung, wie eine Firma im Vergleich zum Markt aufgestellt und wie es um die Qualität bestellt ist.“**

Qiagen droht das Delisting

Der Kurs der niederländischen Holding Qiagen, die an Testverfahren für das Corona-Virus arbeitet, wurde zuletzt durch ein Übernahmeangebot von Anfang März durch den US-Technologiekonzern Thermo Fisher Scientific getrieben. Laut Handelsblatt plant das Unternehmen den Biotechkonzern Qiagen nach einer Übernahme von der Börse zu nehmen. Es wäre ein weiterer Fall eines Delistings, wie es auch im Fall der Übernahme des Axel-Springer-Konzerns im vergangenen Herbst durch die Private-Equity-Gesellschaft KKR für die Zukunft geplant ist. In den vergangenen Jahren gab es immer wieder solche Delistings. Berühmte Namen sind WMF durch KKR in 2012, Douglas durch Advent in 2013 oder der Pharmahersteller Stada im Jahr 2018. Umgekehrt sind manchmal aber auch Private-Equity-Investoren an der Finanzierung von Initial Public Offerings (IPOs) beteiligt. Zuletzt hat die Zahl der IPOs stark abgenommen. Trotz des guten Börsenjahrs gab es 2019 nur vier IPOs, zwei finanziert mit Private-Equity-Investoren. Im Jahr 2018 hatte es dagegen in Deutschland noch 18 IPOs gegeben (siehe Grafik Seite 44). Dass immer mehr Unternehmen sich von der Börse zurückziehen, sieht Ingo Wegerich, Präsident des Interessenverbands kapitalmarktorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen e.V. (Kapitalmarkt-KMU), als vor allem durch die Regulierung getriebenen Sachverhalt an. Der 2017 gegründete Verband will eine Kapitalmarktfinanzierung für KMU erleichtern und fördern sowie die rechtliche Seite für KMU vereinfachen. „Allein seit Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) durch die EU im Jahr 2016 wurden 24

Unternehmen aus dem Freiverkehr der Deutschen Börse delistet“, so Wegerich. „Dabei liegen die Gründe hauptsächlich in der stärkeren Regulierung. Die MAR sieht Ad-Hoc-Mitteilungspflichten, das Führen von Insiderlisten und weitere Pflichten auch für Unternehmen des Freiverkehrs vor.“

Wenig Transparenz in Sachen Nachhaltigkeit

Zudem erhöht die Regulierung auch die Kosten. Einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts vom März 2018 zu Börsengängen und Börsennotiz unter kleineren börsennotierten Unternehmen zufolge schätzen fast zwei Drittel der Umfrageteilnehmer den gesamten Aufwand zur Erfüllung der regulatorischen Pflichten auf 100.000 bis 500.000 Euro pro Jahr. Für die überwiegende Mehrheit der Unternehmen des Freiverkehrs fielen demnach jährliche Kosten von 50.000 bis 250.000 Euro an. Das ist für viele KMU, die nach Definition der EU-Kommission weniger als 250 Mitarbeiter, einen Jahresumsatz von bis zu 50 Millionen Euro und eine Bilanzsumme von maximal 43 Millionen Euro haben, zu viel. „Wir finden, dass KMU hier entlastet werden sollten. Durch Basel IV wird in Zukunft die Kapitalmarktfinanzierung insbesondere für KMU immer wichtiger werden. Reduzierung der Regulierung ist das Eine. Ein stärkerer Einsatz von Aktien in der deutschen Altersvorsorge und eine steuerliche Begünstigung der Aktienkultur insbesondere für KMU ist das Andere“, so Wegerich. Die Studie des Deutschen Aktieninstituts fand zudem heraus, dass viele KMUs sich um mangelnde Liquidität ihrer Aktien (61 Prozent) sorgen und auch ein fehlendes Interesse von Seiten institutioneller Investoren (39 Prozent) beklagen. Zudem sollte die Coverage durch Analysten bei KMU größer sein, fanden 44 Prozent der Befragten.

Die oft schlechte Datenlage bei börsengelisteden Small Caps lässt den Asset Manager Avesco Financial Services AG aus Berlin neue Wege gehen. Bei der Nachhaltigkeitsprüfung von Avesco durchläuft jedes Unternehmen ein mehrstufiges Bewertungsverfahren, bei dem sowohl die ökonomischen Kennzahlen, als auch die Faktoren Ökologie und Soziales gleichgewichtet zum Tragen kommen. „Wir können uns nicht auf ESG-Daten von Ratingagenturen verlassen. Viele unserer Hidden Champions werden von Agenturen nämlich nicht gecovered oder liefern nur wenige Daten“, stellt Avesco-CEO Oliver N. Hagedorn fest. „Wir sprechen daher selbst mit den Unternehmen. Die Bewertung erfolgt qualitativ. Mit robusten Methoden und nach einem internen Sechs-Augen-Prinzip wirken wir der Subjektivität qualitativer Analysen entgegen.“ Zum Jahreswechsel flossen zehn Millionen von einem regulierten institutionellen Investor in den Fonds, sodass man nun bei einem Volumen von 26 Millionen Euro liegt. „Der Fonds hat zwei Alleinstellungsmerkmale“, fasst CEO Oliver Hagedorn zusammen. „Einmal das zahlenmäßig kleine Segment der Hidden Champions. Hidden, weil es um B2B- und nicht B2C-Geschäftsmodelle geht und weil die Unternehmen auf eine Nische fokussiert sind. Um zu wachsen, müssen sich die Unternehmen internationalisieren und streben dabei die Welt-

marktführerschaft an. USP Nummer zwei ist Nachhaltigkeit.“ Ein Beispiel ist das österreichische Unternehmen Lenzing, Weltmarktführer für Cellulose-Fasern aus Holz. Unter dem Markennamen Tencel hält die Faser Einzug in Textilien. „Die Produktion eines Baumwollhemdes benötigt 2.750 Liter Wasser und sechs Quadratmeter Pflanzfläche. Mit Tencel sind es 140 Liter und 0,6 Quadratmeter. Pestizide werden kaum benötigt“, so CEO Hagedorn.

Hinzu kommt eine Betrachtung der Risiken in Bezug auf ökonomische Risiken, aber auch ESG-Risiken, die für und durch das Unternehmen entstehen. Wie gefährdet das Unternehmen die Lebenssituation künftiger Generationen und was gefährdet umgekehrt den Erfolg des Unternehmens? „Wir prüfen Risiken auch in Bezug auf das Geschäftsmodell, so zum Beispiel, wie das Unternehmen Emmi als größter Milchverarbeiter in der Schweiz mit den Trends vegane Ernährung oder einer zunehmend lactoseintoleranten Bevölkerung umgeht. Emmi stellt sich auf diese Trends ein“, so Dr. Sandra Derissen, Senior Analyst Nachhaltigkeit bei Avesco. Auch Mid Caps wie die Aareal Bank und die Deutsche Pfandbriefbank finden sich im Portfolio des Sustainable-Hidden Champions-Fonds von Avesco. „Insgesamt sehen wir große Gefahren für Banken, die aufgrund der Niedrigzinspolitik und dem hohen Wettbewerbsdruck unter schwindenden Transformationsmargen leiden“, so Senior Portfolio Manager Christian Berg. „Die Aareal Bank sehen wir hier noch vergleichsweise gut aufgestellt.“ In die Sustainable-Hidden-Champion-Strategie von Avesco investierte auch die ‚Bayerische‘ über mehrere Jahre über einen Spezialfonds, in den zuletzt rund ein Prozent der Versicherungsgelder investiert waren. Zum 31.12.2019 habe man aber den Spezialfonds aufgelöst, dies sei jedoch rein in der Reduzierung der Aktienquote begründet, erklärt Björn van Dam, Senior Portfoliomanager Fixed Income im Wertpapiermanagement der ‚Bayerischen‘. Man halte nur noch Kleinigkeiten im Publikumsfonds. „Wir haben uns Ende 2019 generell aus dem Aktienmarkt zurückgezogen. Davon waren neben Avesco noch vier weitere Mandate betroffen. Es gab also keine inhaltlichen Gründe für die Beendigung dieses Spezialfondsmandats“, so van Dam.

Nebenwerte im Vergleich nicht mehr so volatil

Ist Volatilität ein erschwerender Faktor beim Small und Mid Cap Investing? „Bis zur Jahrtausendwende waren die Nebenwerte tatsächlich volatil, das hat sich von da an gedreht“, erklärt Götz Albert, der bei Lupus alpha das Small und Mid Cap Team leitet. „Dieser Sachverhalt hat vor allen Dingen damit zu tun, dass Large Caps in dieser Zeit deutlich an Volatilität zugenommen haben. Grund dafür sind Derivate. In solchen extremen Phasen wie derzeit (Kursrutsch vom 28.2.2020) werden erst Derivate gehandelt, und dann wird die Kasse nachgezogen. Investoren nutzen zur Absicherung die großen Börsensegmente und verkaufen einen Dax-Future oder einen Euro-Stoxx-50-Future. In den S-Dax-Werten geht das nicht, weil die Liquidität dafür einfach nicht vorhanden ist.“ Der

Volatilität der Einzeltitel, bei denen es auch schon mal 20 Prozent nach oben oder 30 Prozent nach unten gehen kann, versucht man bei Avesco mit einem Ansatz beizukommen, der die Einzeltitel mit einem maximalen Gewicht im Portfolio von drei Prozent versieht. Zudem ist algorithmisch eine inverse Volatilität vorgesehen: „Je volatiler ein Portfoliotitel in der Vergangenheit war, desto geringer ist sein Portfoliogewicht“, sagt Senior Portfolio Manager Christian Berg. „Das Rebalancing speisen wir derzeit aus den Mittelzuflüssen. Ansonsten wäre es alle sechs Monate vorgesehen.“ Mit der geringeren Liquidität bei Small- und Mid Cap-Aktien geht Lupus alpha vorsichtig um. „Wenn wir sehr große Positionen im Markt bewegen, dann müssen wir darauf achten, marktschonend zu agieren. Ansonsten kann das einen Effekt haben“, sagt Götz Albert. „Wir haben dafür Mechanismen, wir haben sehr spezialisierte Händler im Haus. Handeln Sie unbedarft, können Sie leicht einen Impact auslösen, sowohl auf der Kauf- als auch auf der Verkaufseite.“ Entschädigung für die fehlende Liquidität sei aber die Risikoprämie, die Investoren einstreichen können, denen es auf tägliche Liquidität nicht so sehr ankomme. Die Höhe der Risikoprämie liege über einen sehr langen Zeitraum von 30 Jahren bei etwa 150 bis 200 Basispunkten pro Jahr. „Wenn Sie diese Prämie über einen langen Zeitraum erhalten, wirkt sich das ähnlich aus wie der Zinseszinsseffekt, da kommen ganz gewaltige Unterschiede heraus“, so Albert.

Lupus alpha investiert auch in so genannte Micro Caps, also nach Börsenverständnis Kleinstunternehmen mit einer Marktkapitalisierung von zwischen zehn Millionen und 250 Millionen Euro. Im Zentrum der Analyse steht ein reiner Stock-Picking-Ansatz. Um hier die Outperformer aufzuspüren, nutzt die Investmentboutique, die insgesamt 4,5 Milliarden Euro in europäischen Small und Mid Caps verwaltet, auch Peer-Group-Vergleiche. Manchmal lassen sich konkurrenzfähige Micro Caps dabei über die Analyse etablierter Mid Caps ermitteln, beschreibt Götz Albert. „Sie kennen zum Beispiel einen etablierten Mid Cap schon seit Jahren und plötzlich werden die Zahlen schlechter. Dann stellen sie fest, dass es beispielsweise in Frankreich ein kleines Unternehmen gibt, das ein neues Verfahren entwickelt hat und zur Hälfte der ursprünglichen Kosten produzieren kann und deswegen stark wächst. Außer dem Wettbewerber, dessen Kunden und Lieferanten hat das oft noch niemand entdeckt. Deswegen sind Peer-Group-Vergleiche so wichtig, weil sie einen Blick auf geschlossene Wertschöpfungsketten eröffnen. Das hilft uns in der Ideengenerierung.“ In der Portfoliokonstruktion arbeitet Lupus alpha nicht mit einem harten Cap. „Wir versuchen zu diversifizieren, das heißt, wenn die Werte im Portfolio über drei, vier oder fünf Prozent hinaus wachsen, versuchen wir systematisch abzuverkaufen“, erläutert Götz Albert. „Das kann öfter bei Positionen passieren, die sehr gut laufen. Dann nehmen wir systematisch auch Gewinne mit. Und Positionen unter einem Prozent machen keinen Sinn. Der Effekt im Portfolio ist einfach zu gering. Sie werden trotzdem solche Positionen im Portfolio finden, das sind dann entweder Aufbau- oder Abbaupositionen.“

Ein Vergleich der Bewertungen von Small und Micro Caps mit nicht gelisteten Unternehmen, die durch Private Equity finanziert sind, fällt grundsätzlich schwer. Das liegt unter anderem an der Intransparenz des Private-Equity-Marktes und an fehlenden beziehungsweise unvollständigen Statistiken, aber auch an der Vorgehensweise von Private-Equity-Fonds, die die Neubewertungen der Portfoliounternehmen in der Regel erst vierteljährlich vornehmen. Philippe Roesch, Gründer und Geschäftsführer des Alternative-Investment-Spezialisten RIAM-Partners nennt hier drei Parameter: „Erstens erfolgt die Berechnung der Unternehmenswerte bei Neubeteiligungsverfahren nach den Stock Listed Comparables, die börsennotierte Unternehmen aus dem selben Sektor vergleichen – wenn vorhanden – und davon bestimmte Abschläge vornimmt, da diese Aktiengesellschaften größer und globaler aufgestellt sind. Zweitens zieht man die M&A Multiples hinzu, dafür gibt es Datenbanken, wie viele Industrieunternehmen fusioniert oder hinzugekauft haben und vergleicht, was dort bezahlt wurde. Und drittens gibt es das DCF, das Discounted Cashflow-Modell, nach dem die erwarteten Unternehmensgewinne diskontiert werden. Alle drei Verfahren ergeben dann eine Bandbreite von Multiples aufgrund der zu erzielenden Mindestrendite.“ Doch wie hoch die Abschläge im Einzelnen ausfallen, sei in vielen Fällen Ermessenssache. „Die Höhe der Abschläge ist häufig abhängig vom Bauchgefühl des jeweiligen Fondsmanagers. Und der tatsächliche Kaufpreis ist das Ergebnis von Verhandlungen, die im Small-Buyout-Segment mit Glück auch häufiger exklusiv geführt werden. Zwei Parteien, die um einen Tisch sitzen. So findet sich der Preis.“

Small Buyouts sind günstiger

Im Small-Buyout-Segment, das in den USA Fondsvolumen von bis zu einer Milliarde Dollar umfasst und das in Europa deutlich

kleiner ist, seien die Kaufpreise noch deutlich niedriger als bei den wenigen Large- bis Megabuyout-Fonds. Detlef Mackewicz, Partner und Geschäftsführer des Private-Equity-Spezialisten Mackewicz & Partner Investment Advisers, sieht die Kaufpreise hier noch unter dem zehnfachen Ebitda, Large Buyouts liegen mit zwölf bis 14x Ebitda deutlich darüber. „Die Märkte sind intransparenter und es gibt weniger Wettbewerb um die Assets. 2019 gab es in Deutschland zwei Fälle von Large-Buyouts, Osram und Scout24, wo Large-Buyout-Häuser in zwei Konsortien um das gleiche Asset geboten haben“, beschreibt Detlef Mackewicz den Wettbewerbsdruck im oberen Segment. Small Buyouts bergen demnach zwar höhere Ausfallrisiken, wegen der niedrigeren Kaufpreise und dem höheren Wertsteigerungspotenzial brächten sie aber auch noch deutlich mehr Rendite. Zwar sind auch die Gebühren bei Small-Buyout-Fonds Mackewicz zufolge höher, da relativ zum Fondsvolumen mehr Aufwand betrieben wird, um mit kleineren Losgrößen zu investieren. Management-Fees bewegten sich zwischen zwei und 2,5 Prozent bei Small Buyouts (also Fonds von weniger als einer Milliarde Euro), Large Buyouts lägen bei zwischen einem und 1,5 Prozent. Doch die Renditen seien weiterhin zweistellig. „Zehn bis zwölf Prozent IRR für ein diversifiziertes Private-Equity-Portfolio sind auch heute immer noch möglich“, sagt Detlef Mackewicz.

Für Europa sieht RIAM-Gründer Phillippe Roesch die Bezeichnung des Segments nach Fondsgrößen etwas anders gelagert. „Als Small Buyouts können hier Fonds bis 300 Millionen Euro angesehen werden. 300 bis 500 Millionen Euro Fondsvolumen wäre dann Lower Midmarket, 500 Millionen Euro bis eine Milliarde Euro ist der Midmarket und über eine Milliarde ist Large und Fonds ab fünf Milliarden sind Megabuyouts.“ Roesch sieht gar Kaufpreise vom vier- bis achtfachen Ebitda bei Small Buyouts im Vergleich zu 14- bis 18-fachen Ebitdas bei Large Caps. „Beim Downturn fühlt man

Die Vola von Small und Mid Caps ist im Vergleich mit Large Caps oft geringer



Quelle: Lupus alpha; © portfolio institutionell

sich besser, wenn man weniger bezahlt hat“, resümiert der Consultant und fügt hinzu, es sei ein großer Vorteil von Private Equity (Buyouts), dass man in der Regel über Mehrheitsbeteiligungen am Unternehmen teilnimmt. „Das heißt, Sie sind Eigentümer des Unternehmens, Sie können die Strategie ändern, das Management austauschen. Als Aktionär haben Sie im Vergleich nichts zu melden.“ Private Equity habe hier einen Riesenvorteil.

Auch der Einsatz von Fremdkapital ist bei Small Buyouts deutlich geringer, heißt es einer Studie von Mackewicz & Partner zu Small Buyouts in den USA. „Small-Buyout-Fonds beteiligen sich an Unternehmen, die zwischen 25 und 150 Millionen Euro Umsatz erzielen“, beschreibt Detlef Mackewicz dieses Segment. Auch in Europa gelte ein niedrigerer Leverage und ein oft hohes Optimierungspotenzial in den Unternehmen, die häufig das erste Mal mit Private Equity in Berührung kämen. Hier sei häufig die Spezialisierung der Fondsmanager auf bestimmte Sektoren höher und oft gebe es in den Unternehmen, die man beispielsweise von einem 70-jährigem Mittelständler erwerbe, viel Potenzial für Verbesserungen, was Finanzen, Vertrieb und Produktion angehe. Ein sehr erfolgreiches Beispiel für Small-Buyout-Investments ist Mackewicz zufolge die Case Study der Firma Schollenberger. Das Unternehmen bietet Kampfmittelräumdienst an. „Für das Entschärfen der Bomben braucht es sehr schnell sehr schwere Maschinen, aber sie hatten kein gutes Logistikkonzept. Nach der Übernahme durch die Private-Equity-Gesellschaft Finatem haben die beiden jüngeren Geschäftsführer, die auch am Unternehmen beteiligt waren, ein Konzept entwickelt, wie man innerhalb von 24 Stunden schnell mit schweren Maschinen vor Ort sein kann“, so Mackewicz. Die konsequente Umsetzung der Maßnahmen bewirkte eine deutliche Steigerung der Ebitda-Marge innerhalb von 18 Monaten. „Das Unternehmen wurde für den sechsfachen Kaufpreis wieder veräußert, die IRR lag deutlich über 100 Prozent“, so Detlef Mackewicz. Flankiert wurde die erfolgreiche Strategie zudem durch ein strategisches Buy-and-Build-Konzept.

Auch der Private-Equity-Spezialist HIG Capital sucht in ganz Europa nach solchen Investments. „Wir investieren vor allem in Unternehmen, deren Unternehmenswert zwischen 100 und 500 Millionen Euro liegt, die eine starke Marktstellung haben und über Verbesserungspotenzial verfügen“, sagt Dr. Holger Kleingarn, Managing Director und Leiter des deutschen Büros von HIG Capital. „Das kann verschiedene Gründe haben, etwa Chancen durch Digitalisierung, Internationalisierung oder Erweiterungen im Management.“ Mitunter ergäben sich solche Investmentchancen auch durch Carve-Outs. „Uns geht es nicht um die bloße Optimierung der Finanzstrukturen“, sagt Kleingarn. „Werttreiber sind für uns vielmehr die operationellen Entwicklungsmöglichkeiten eines Unternehmens.“ Kleingarn hält ein starkes Management-Team für eine wichtige Voraussetzung für den mittel- und langfristigen Erfolg eines Unternehmens, nicht zuletzt bei Plattform-Strategien. „Durch Zukäufe lassen sich nicht nur neue Märkte erschlie-

ßen, sondern auch Cross-Selling-Möglichkeiten zwischen den Unternehmen nutzen. Hinzu kommen häufig Synergien, etwa in den Bereichen Entwicklung, Innovation und im Back-Office“, so Kleingarn. Der aktuelle Fonds HIG European Capital II halte derzeit über 25 Unternehmen. Deutschland, England und Frankreich seien dabei als große Volkswirtschaften ein natürlicher Schwerpunkt. Eine Mindestgröße des Portfolios eines Fonds von mindestens zehn Unternehmen hält Detlef Mackewicz aus Gründen der Diversifikation für unerlässlich. „Zehn Portfoliounternehmen sind ein Erfahrungswert. Bei zehn bis zwölf Unternehmen fällt es leichter, ein bis zwei Flops wegzustecken. Hat man dagegen nur sechs Portfoliounternehmen im Fonds, wirkt sich schon ein Verlust viel stärker aus“, konstatiert Detlef Mackewicz.

Wie Mackewicz betont auch Roesch, dass die Qualität der Manager von Private-Equity-Fonds durch alle Segmente hindurch stark schwankt. Roesch: „Es gibt sehr gute Large Cap Manager und sehr schlechte Small Cap Manager. Auch das Risiko ist neben der Höhe der Ebitda-Multiples meiner Ansicht nach eher vom Sektor abhängig, denn von der Größe der Buyouts. Aber die Transaktionsstruktur sei bei Small Buyouts weniger anfällig, weil diese meist nur wenig Leverage nehmen. Er schätzt das Leverage in diesem Segment auf das ein- bis dreifache Ebitda.“

Wird die aktuelle Börsenbaisse an Private Equity vorübergehen, das, wie immer wieder zu hören ist, vermeintlich nicht mit der Börsenentwicklung korreliert? Ein Beispiel ist das Jahr 2008, in dem die PE-Fonds in den USA durchweg positive Ergebnisse erzielten, wie die Small-Buyout-Studie von Mackewicz & Partner belegt. Im Jahr 2009 verzeichneten aber immerhin 5,9 Prozent der nordamerikanischen Lower Middle Market Buyout-Fonds negative Renditen. „Es stimmt nicht, dass Private Equity völlig unkorreliert von Börsenentwicklungen ist“, meint dagegen Philippe Roesch. „Auch hier müssen sie vierteljährlich oder halbjährlich berichten. Aber Private Equity hat hier eine gewisse Resilienz, weil die Bewertungen zeitversetzt erfolgen und mit gewissen Abschlägen, manchmal über zehn, manchmal über 20 Prozent. Je kleiner die Transaktionen sind, desto weniger sind sie korreliert zum Aktienmarkt.“

Ein weiteres Beispiel für Mittelstandsinvestitionen gibt die Private-Equity-Holding Indus mit Sitz in Bergisch Gladbach, die sich auf Unternehmen aus dem deutschsprachigen Mittelstand spezialisiert hat, die überwiegend inhabergeführt sind und aus dem Produktionssektor stammen. Die Indus Holding ist im S-Dax börsennotiert und hat ein KGV von 12,45. Auch so lassen sich PE-Gewinne einstreichen und zwar ohne Fees: Über Aktien an dem Real Asset Private Equity. Investiert hat hier die Versicherungskammer Bayern, die 19,4 Prozent der Aktien an Indus hält.

Dass der Mittelstand bei vielen PE-Investoren derzeit hoch im Kurs steht, belegt der Private Equity Trend Report 2020 von PWC aus dem Februar. Auf die Frage, wie sie Deutschland hinsichtlich

künftiger PE-Investments im Vergleich zu anderen Ländern bewerten, antworteten 80 Prozent der befragten europäischen Finanzinvestoren mit „gut“, 38 Prozent davon sogar mit „sehr gut“. Beinahe alle Befragten (99 Prozent) planen, in den kommenden fünf Jahren in Deutschland zu investieren. „Insbesondere der deutsche Mittelstand war in der Vergangenheit eher zögerlich beim Thema Private Equity. Diese Haltung ändert sich allmählich, sodass sich viele Investoren gute Chancen auf langfristige Investments in Unternehmen mit sehr hoher Branchenexpertise ausrechnen“, so der PWC-Private-Equity-Experte Steve Roberts. Philippe Roesch ist da skeptischer: „Schon vor 30 Jahren hieß es, der deutsche Mittelstand sei bei Private Equity im Kommen und ein Generationswechsel würde hier zum Deal-Flow führen. Diese Hoffnungen haben sich nicht wirklich erfüllt. Wir sind in Deutschland je nach Jahr Nummer vier in Europa gemessen am investierten Kapital. Nummer eins ist Großbritannien, gefolgt von Skandinavien und Frankreich.“ Das Universum in Deutschland bestehe zwar aus mehreren Tausend ungelisteten Small Caps. Die Transaktionen bewegten sich zwischen 30 und 100 pro Jahr. „Aber die Familienunternehmen, die Weltmarktführer im Familienbesitz, wollen nach wie vor nicht verkaufen. Viele Familien identifizieren sich sehr stark mit ihren Unternehmen, das wirkt als Bremse. Warum sollten sie verkaufen?“ Die Unternehmenssitze fänden sich häufig auf dem Land und es gebe keine große Affinität zu Corporate Finance, Investmentbanking und Private Equity. „Natürlich gibt es bei Private Equity auch solche Perlen“, resümiert Roesch, aber diese sind sehr, sehr hart umkämpft.“

Detlef Mackewicz sieht allerdings, dass der Mittelstand offener für PE geworden sei: „Bezüglich Private Equity gibt es in Deutschland längst nicht mehr solche Berührungsängste wie früher. Da wurde

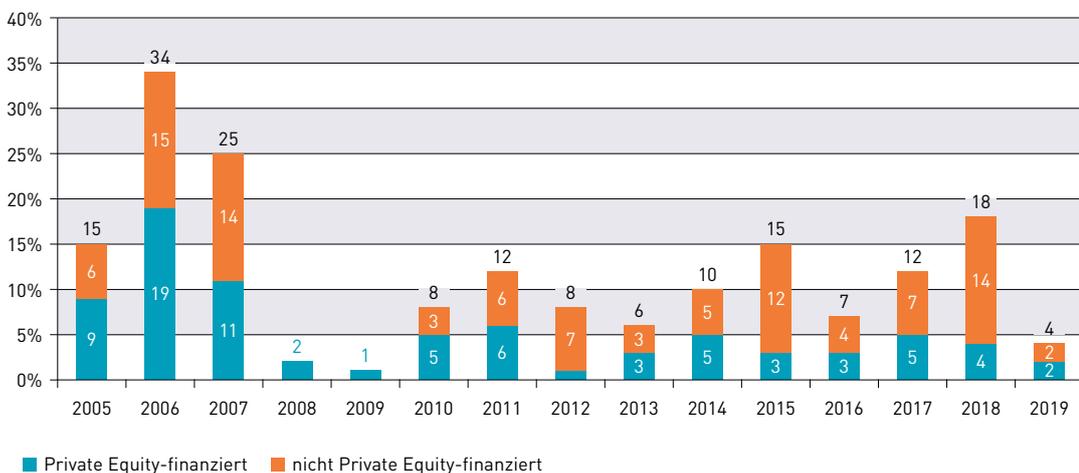
viel Aufklärungsarbeit geleistet und PE-Manager gehen proaktiv auf die Unternehmen zu.“ Dabei sei es ganz wichtig, die Märkte zu verstehen, in denen man sich bewege. „Ich beobachte, dass sich Private-Equity-Fonds aus dem Bereich Automobilzulieferer vollkommen zurückgezogen haben. Bei der Digitalisierung gibt es Nachholbedarf. Es gibt hier nur wenige Transaktionen. Ich würde mir mehr PE-Gesellschaften mit Know-How im Software-Bereich wünschen, nicht nur Venture Capital.“

Wo es bei Private-Equity-Fonds an Zugang zu Software-Firmen mangelt, sieht das auf der Finanzierungsseite offenbar anders aus, so zum Beispiel beim europäischen Private-Debt-Team des amerikanischen Asset Managers Muzinich. „Software-Unternehmen zeichnen sich häufig durch stabile Cash-Flows aus. Sie bedürfen weniger Investitionen und ihre Umsätze sind meist gut vorhersehbar. Daher finanzieren wir solche Unternehmen gern“, sagt Kirsten Bode, Co-Europachefin Private Debt bei Muzinich. Die Finanzierungen sind situationsgebunden und werden meist ad hoc gewährt. Die Kredite sind endfällig rückzahlbar, was es für die Unternehmen attraktiv macht, die so nicht – wie bei vielen Bankkrediten – schon während der Laufzeit tilgen müssen. Die einzelnen Kredite haben eine Laufzeit von fünf bis sieben Jahren, wobei Vorfälligkeitsentschädigungen nur für die ersten drei Jahre möglich sind. Die Kredite werden in der Regel über Covenants abgesichert. „Covenant-lite machen wir nicht“, sagt Bode.

Private Debt mit Renditen von sechs bis acht Prozent

Das Universum ist äußerst breit und umfasst rund 100.000 Unternehmen in ganz Europa. Muzinich Private Debt definiert das Segment der KMU auf Unternehmen, die jährlich zwischen 20

Initial Public Offerings in Deutschland auf dem Rückzug



Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK); © portfolio institutionell

Millionen und 200 Millionen Euro Umsatz machen und Gewinne zwischen meist fünf und 20 Millionen Euro (Ebitda) erwirtschaften. Bei den Portfoliounternehmen gibt es durchaus heimliche Marktführer. So finanzierte Muzinich kürzlich ein Unternehmen, das Einteilungstechnologie für Business-Jets anbietet und dabei 60 Prozent Anteil am Weltmarkt hat. „Und das, obwohl es nur ein Ebitda von vier Millionen Euro hat“, so Bode. Die erwartbaren Renditen liegen bei den Senior-Tranchen bei sechs bis sieben Prozent, bei der Mezzanine-Tranche bei zehn bis zwölf Prozent IRR über die gesamte Laufzeit. Die Attraktivität von Private Debt für den Mittelstand sei auch durch die strengeren Vorgaben der Kreditvergabe durch Banken im Zuge von Basel III und in Vorbereitung von Basel IV gewachsen. „Wir fokussieren uns auf Familienunternehmen, für die wir in der Kreditvergabe schneller sind als traditionelle Banken und unsere Kredite sind überwiegend endfällig.“ Die Losgrößen liegen durchschnittlich bei circa 25 Millionen Euro. Oft werden damit auch Akquisitionslinien finanziert, zum Beispiel ein größeres Zahnärzteezentrum, welches über eine Finanzierung andere Praxen aufkaufen und ein regionales Cluster bilden kann. „Unsere Finanzierungen sind geeignet für Unternehmen, die externes Wachstum suchen. Im Darstellen von Betriebslinien sind Finanzierungen über Banken besser“, beschreibt Bode die Ausrichtung. Das Equity Cushion liege typischerweise bei etwa 50 Prozent, das heißt der Kredit darf nur so hoch sein, dass dieser der Hälfte des Unternehmenswerts entspricht.

Die Bewertungen im deutschen Markt seien aktuell sehr hoch. „Die Multiples liegen recht hoch und das in ganz Europa. Manche Unternehmen seien überschuldet und Finanzierungen billig zu haben. „Im syndizierten Kreditbereich sieht man sehr viel Leverage, aber weniger im normalen KMU-Segment.“ Die Illiquiditätsprämie liege bei mindestens 100 bis 150 Basispunkten. Statistiken aus dem US-Markt zufolge lag diese im Jahr 2019 im Lower Middle Market gar bei 190 Basispunkten. Auch die Versicherung ‚Die Bayerische‘ ist mit diversen Private Debt Fonds anteilig im Lower Midmarket unterwegs. „Für uns ist der Lower Midmarket wichtig für die Rendite und für die Diversifikation. Das Segment zeichnet sich durch eine geringere Volatilität und einen besseren ‚Return on SCR‘ aus als etwa High Yield Bonds“, sagt Björn van Dam, Senior Portfoliomanager Fixed Income im Wertpapiermanagement der ‚Bayerischen‘. Im Midmarket investiert man seit fünf Jahren und sieht das Lower-Midmarket-Segment mit Unternehmen, die 30 bis 50 Millionen Euro Ebit erwirtschaften, als Beimischung. „Wir sind geschätzt mit 50 Millionen Euro im Lower Midmarket investiert und unsere Return-Erwartung liegt hier bei sechs bis acht Prozent“, so van Dam. Die Fonds laufen zwischen sechs und acht Jahren.

Und zum Schluss noch zu einem geschmähten Kind der institutionellen Kapitalanlage: Den Mittelstandsanleihen. Ein Player, der sich erfolgreich um Transparenz und Qualität am Markt für Mittelstandsanleihen bemüht, ist der Deutsche-Mittelstandsanleihen-Fonds der KFM Deutsche Mittelstand AG.

Im Fonds gibt es derzeit 27 geratete Anleihen, der Rest der insgesamt 84 Anleihen ist nicht geratet. „Entweder ist das Unternehmen nicht vergleichbar, hat also keine Peer-Group oder aber der Preis für den Rating-Aufwand steht nicht in Relation zum möglichen Gewinn“, sagt Hans-Jürgen Friedrich, Vorstandsvorsitzender der KFM Deutsche Mittelstand AG. „Wir nutzen daher eher das Kreditresearch, hier werden Dinge auch an die Unternehmen zurückgespiegelt, ihnen wird aufgezeigt, wo sie noch Hausaufgaben zu leisten haben.“ Viele Firmen beklagten dagegen, dass Agenturen zwar ultimative Transparenz forderten, aber oft keinerlei Rückmeldung gäben, was noch verbesserungswürdig sei. Das Kreditresearch sei eher auf den Mittelstand ausgerichtet. Ein Vorteil des Mittelstandssegments ist Friedrich zufolge, dass die eingegangenen Risiken noch angemessen bezahlt würden. Neuemittenten hätten zudem oft eine Überrendite aufzuweisen. Auch turbulentere Zeiten ließen sich am Anleihenmarkt gut nutzen. „Vergangene Woche (Ende Februar 2020) hat es gescheppert, Kurse fielen, von 102 auf zwischenzeitlich 88 Prozent, das ist zugleich eine Riesenchance, wenn Sie die Bonität des Emittenten richtig einschätzen können.“ Die KFM Deutsche Mittelstand AG fährt aber hauptsächlich einen Buy-and-Hold Ansatz. „Der Handel setzt ein Netzwerk voraus, in dem sie vorsichtig agieren müssen, um zu vermeiden, dass ein Verkauf einen Einfluss auf den Kurs hat, sonst schießen Sie sich ins Knie“, so Friedrich. „Wir haben einen ganzen Monat gebraucht, um einen Anteil von einer Million an einer Zehn-Millionen-Anleihe so zu verkaufen, dass Kursgewinne noch mitgenommen werden konnten.“

Meist handelt es sich bei Mittelstandsanleihen um nachrangige Bonds. Bisher hat der Fonds mit der insolventen Immobiliengesellschaft Gewa nur einen Ausfall zu verzeichnen. „Bei Gewa rechnen wir mit einer Recovery Rate von aktuell 47 Prozent und es besteht die Chance, dass es am Ende 75 Prozent werden. Golfino hatten wir zum Zeitpunkt der Insolvenz schon länger nicht mehr im Portfolio. Bei Senivita kam das Unternehmen auf den Kapitalmarkt zu und es wurde eine Restrukturierung der Anleihe vereinbart, eine Laufzeitverlängerung um fünf Jahre. Die Immobilien sind gebaut, wir geben dem Emittenten jetzt mehr Zeit zurückzuzahlen. Zudem ist die Anleihe mit einer erstrangigen Grundschuld besichert“, erklärt Friedrich. Für institutionelle Bondholder sei der Markt zu kleinteilig. Friedrich sieht hier den Vorteil der Fondslösung: „Wir machen eine quantitative und qualitative Analyse des Emittenten sowie der Anleihe selbst und reporten 14-tägig. Der Investor hat bei uns Einblick in jeden Einzeltitel.“ Der Fonds hat seit Auflage in 2013 eine Rendite von 23,12 Prozent eingefahren, das Fondsvolumen betrug zum Stichtag 28.2.2020 rund 217 Millionen Euro.

Im Mittelstand liegen also nicht nur Risiken, sondern auch Renditechancen. Das Spektrum der Unternehmen ist breit und Private Equity kann mitunter auch als Bindeglied zum Kapitalmarkt dienen. Alles in allem entscheidet die Asset-Allokation über die Gewinne, die institutionelle Investoren hier einstreichen können.