



Private Equity: Midmarket-Segment bleibt attraktiv

Private-Equity-Investments in mittelständische Unternehmen haben deutlich an Attraktivität gewonnen. Sie stellen Investoren aber vor besondere Herausforderungen bezüglich der geografischen Diversifikation.

20. April 2021, von David Arcauz

Autor: David Arcauz, Managing Partner bei Flexstone Partners, einer Tochtergesellschaft von Natixis Investment Managers

Größe ist für Investoren oftmals nicht das entscheidende Kriterium. Das zeigt ein Blick auf den Private-Equity-Markt. Schaut man auf die Daten des auf alternative Anlagen spezialisierten Analysehauses Preqin, so fällt auf, dass 83 Prozent der Buyout-Deals seit 2014 auf den Midmarket entfallen. Große Deals mit einem Volumen von mehr als 500 Millionen US-Dollar finden sich demgegenüber seltener, Megadeals noch weniger. Dafür gibt es gute Gründe. Einer davon sind die guten Renditeergebnisse im Midmarket-Segment. Ebenfalls laut Preqin konnte in der Vergangenheit mit Private-Equity-Beteiligungen an kleinen und mittelgroßen Unternehmen über beinahe alle Konjunkturzyklen hinweg eine Outperformance gegenüber dem gesamten Private-Equity-Markt erzielt werden.

Attraktives Rendite-Risiko-Profil

Darüber hinaus sprechen weitere Pluspunkte für den Midmarket, der grundsätzlich ein attraktives Risiko-Rendite-Profil, aber auch eine hohe Renditestreuung aufweist. Investoren müssen hier in der Regel mit geringeren Entry Multiples rechnen. Zudem ist der Einsatz von Leverage bei Deals mit kleinen und mittelgroßen Unternehmen häufig geringer. Während die Fremdfinanzierung bei Large-Cap-Deals durchschnittlich das 5,4-Fache des Gewinns eines Unternehmens ausmacht, liegt der Anteil bei kleinen Deals laut S&P Global Market Intelligence lediglich beim Fünffachen des Gewinns. Das minimiert das Risiko.

Die Beteiligung an mittelständischen Unternehmen hat auch den Vorzug, dass diese leichter auf sich verändernde Marktbedingungen reagieren können. Das liegt daran, dass kleine Unternehmen tendenziell agiler sind und sich schneller auf Umbrüche einstellen können. Einen großen Tanker abzubremsen und auf neuen Kurs zu bringen, ist demgegenüber mit deutlich mehr Zeit und Aufwand verbunden. Und auch der Exit ist für Anleger einer überschaubaren Beteiligung leichter. Denn im Midmarket gibt es eine größere Bandbreite an Ausstiegsmöglichkeiten, einschließlich des Verkaufs eines Portfoliounternehmens an einen größeren Fonds oder an einen Wettbewerber aus der Peergroup.

Krisenresistenter Mittelstand

Es bleibt abzuwarten, welche mittelfristigen Auswirkungen die Corona-Pandemie auf die Performance im Private-Equity-Midmarket haben wird. Nach jetzigem Stand hat sich der zwischenzeitlich ordentlich durchgeschüttelte Markt wieder gut erholt. Die verschiedenen Unterstützungsmaßnahmen der Staaten haben eine wichtige Rolle dabei gespielt, KMUs zu stabilisieren. Abgesehen von einigen besonders gebeutelten Unternehmen, die hauptsächlich in stärker von der Krise betroffenen Sektoren tätig sind wie Tourismus, Freizeit oder Schwerindustrie, hielten sich die EBITDA-Verluste bisher in Grenzen.

Keiner weiß, was die Zukunft bringen wird, aber die langfristige, vergangenheitsbezogene Betrachtung lässt vermuten, dass Private-Equity-Beteiligungen an kleinen oder mittleren Unternehmen auch in dieser Krise keinen großen Schaden nehmen werden. Nimmt man erneut Daten von Preqin zur Hand, so zeigt sich: Kein Buyout-Jahrgang hat jemals mit negativen Kapitalrenditen enttäuscht, ganz gleich, wie stark der wirtschaftliche Abschwung auch gewesen sein mag. Selbst Jahrgänge, die unmittelbar vor der globalen Finanzkrise an den Start gingen, erzielten langfristig positive mediane Internal Rates of Return (IRRs). Die derzeitige Krise ist gerade einmal ein Jahr alt.

Beobachter führen diese Widerstandsfähigkeit auf verschiedene Punkte zurück; unter anderem auf den gegenüber Großunternehmen geringeren Fremdkapitaleinsatz sowie auf die im Allgemeinen solideren Bilanzen von KMUs. Beide Faktoren erleichtern es, eine vorübergehende Verringerung des EBITDA aufzufangen. Darüber hinaus kann es mittelständischen Unternehmen zugutekommen, dass sie häufig in spezialisierten Nischenmärkten aktiv sind, die von konjunkturellen Abschwüngen weniger betroffen sind oder gar davon profitieren können, wie Technologie, Software und Healthcare.

Und noch etwas spricht in diesem Zusammenhang für kleine und mittelgroße Unternehmen: Sollten sie tatsächlich von makroökonomischen Schocks betroffen sein, dürfte ihnen aufgrund ihrer überschaubaren Größe die Refokussierung auf neue Anforderungen deutlich leichterfallen als den Tankern ihrer Branche.

Regionale Diversifikation im Auge behalten

Das Midmarket-Segment bietet ein erhebliches Potenzial für attraktive Private-Equity-Investments, ist aber mit Blick auf die Diversifikation auch eine Herausforderung. Denn der im Vergleich zu den großen Buyout-Fonds zumeist relativ geringe Umfang der Deals bedeutet, dass das Midmarket-Segment stark national ausgerichtet ist. Es wird von inländischen Private-Equity-Fonds dominiert, die überwiegend in einheimische Unternehmen investieren. Das ist per se kein Nachteil, denn grundsätzlich gilt, dass die Chancen, das richtige Ziel auszuwählen, sich in dem Maße verbessern, wie es gelingt, ein Unternehmen möglichst genau kennenzulernen und seine individuellen Bedingungen zu verstehen. Diesem Vorteil steht jedoch ein Mangel an geografischer Diversifikation gegenüber.

Diese ist durchaus relevant. Denn in der Regel verläuft die ökonomische Entwicklung weltweit nicht im Gleichschritt. Chancen und Risiken sind also nicht gleichmäßig verteilt. Während die Konjunktur in einer Region schwächelt, kann sie in einer anderen bereits wieder Fahrt aufgenommen haben. Beobachten lässt sich dies gegenwärtig mit Blick auf die drei großen Wirtschaftsregionen USA, Europa und Asien. Diese haben sich mit ganz unterschiedlicher Geschwindigkeit aus der Corona-Pandemie herausgearbeitet. Das bedeutet: Auch wenn der Midmarket-Bereich ein großes Potenzial bietet, überdurchschnittliche Wertschöpfung zu generieren, so liegt der Schlüssel dafür, diese Wertschöpfung zu sichern und gleichzeitig das Abwärtsrisiko zu kontrollieren, in der geografischen Diversifikation.

Lokale Expertise macht den Unterschied

Die geografische Diversifizierung ist nicht zuletzt aufgrund der unterschiedlichen Private-Equity-Bedingungen in unterschiedlichen Ländern und Regionen keine einfache Aufgabe. In Europa zum Beispiel wird der Großteil der Private-Equity-Märkte durch kleine Deals angetrieben, während in den USA die durchschnittlichen Fondsgrößen umfangreicher sind. Indes sind in Europa die Verschuldungsgrade für mittelgroße Deals seit 2016 deutlich gesunken, während sie in den USA mehr oder weniger stabil geblieben sind. Aus geografischer und kultureller Sicht sind nur die USA homogen. Europa und Asien hingegen sind beide in hohem Maße fragmentiert. Dort verfügt jedes Land über ein eigenes kulturelles, strukturelles und regulatorisches Umfeld.

Natürlich ist es möglich, nur große und gut sichtbare Unternehmen, die überregional tätig sind, in den Fokus zu nehmen. Mit einem solchen Vorgehen kann zwar das Portfolio diversifiziert werden. Allerdings werden dabei in der Regel die Wachstums- und Renditechancen von weniger bekannten, kleinen Unternehmen ausgeklammert, die mit Erfolg in Nischensektoren tätig sind.

Um die vielversprechendsten mittelständischen Unternehmen weltweit ausfindig zu machen, bedarf es daher eines Ansatzes, der globale Präsenz mit lokaler Expertise verzahnt. Dies ist leichter gesagt als getan. Denn der Zugang zu einem breit gefächerten Private-Equity-Universum erfordert ein globales Research ebenso wie ein verlässliches Netzwerk vor Ort. Nur wenige, große institutionelle Anleger verfügen über diese Voraussetzungen.

Das Gros der Anleger ist auf Partner angewiesen, welche die Anforderungen an einen Global Player mit Verwurzelung in den lokalen Märkten glaubhaft nachweisen können. Mit deren Hilfe lassen sich Portfolios nicht nur nach regionalen Gesichtspunkten, sondern auch nach Unternehmenstyp, Sektor und Größe einer Transaktion diversifizieren.

Diese Punkte sind wichtig. Denn die Wünsche der Investoren im Private-Equity-Bereich sind vielfältig. Manche wollen bestimmte Länder mit bereits bestehenden Engagements in ihren Portfolios verzahnen. Für andere ist es vorrangig, ein höheres Risiko einzugehen, etwa durch Investments in Fonds, die zum ersten Mal aufgelegt werden, oder durch ein verstärktes Engagement in Schwellenländern.

Auf all dies muss ein globaler Anbieter von Private Equity vorbereitet sein. Das bedeutet erhöhte Anforderungen unter anderem an das Research, die Strukturierung, die Buchhaltung und das Reporting. Um all das verlässlich leisten zu können, bedarf es allerdings – und hier kommen wir zum Anfang dieses Beitrags zurück – tatsächlich einer gewissen Größe, sowohl mit Blick auf Know-how, Ressourcen als auch vor allem Erfahrung.