

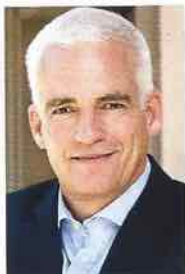
Preisniveaus bei MBOs: Ist der Peak erreicht?

# „Losgelöst von jeglichen Basiskenngrößen“

Die US-Beteiligungsgesellschaft KKR übernimmt die Tele München Gruppe, die Beteiligungsfirma Halder im Rahmen einer Nachfolgelösung den Schulausstatter Conen, die Deutsche Beteiligungs AG die beiden IT-Dienstleister Catalysts und Crisp Research. Die drei Deals in diesem Frühjahr zeigen, dass Buyout-Transaktionen hierzulande trotz des aktuell hohen Preisniveaus weiter angesagt sind. Noch – möglicherweise ändert sich in den nächsten Monaten der Markt.

Zunächst ein Blick auf den Status quo. „Der Markt ist heiß, die Preise sind auf Höchstständen“, stellt Christian Saxenhammer von der Berliner M&A-Beratung Saxenhammer & Co. Corporate Finance klar. EBITDA-Kaufpreismultiples von sechs oder sieben seien normal. Bei Deals in besonders zukunfts-trächtigen Branchen wie Medizintechnik gebe es auch deutlich höhere Multiples: „Gesundheit ist ein Mega-Zukunftsthema.“ Laut Joachim Braun, Partner bei der Private Equity-Gesellschaft Silverfleet Capital und verantwortlich für die Investmentaktivitäten in der DACH-Region, werden sogar bei den „allermeisten Transaktionen“ Multiples von zehn oder mehr aufgerufen: „Das ist schon ein starker Wert und bereits wieder leicht mehr als noch im Vorjahr.“ Braun verweist auf die Wirkung, die zunehmendes Fremdkapital als Finanzierungsform für MBOs hat: „Vor allem Debt-Fonds als junger Player sind ein relevanter, stetig wachsender Faktor im Markt geworden und treiben die Preise zusätzlich.“ Seiner Ansicht nach sind diese Preise „oftmals tatsächlich nicht gerechtfertigt“. Die Bewertungen seien häufiger losgelöst von „jeglichen Basiskenngrößen“. Es würden teilweise für Plattform-Deals Prämien gezahlt, „die dann wieder über Buy & Build kompensiert werden sollen“.

## Amerikanischer Handelskrieg birgt Unsicherheiten



Hubertus Leonhardt,  
SHS

Hubertus Leonhardt, Managing Partner beim Tübinger Medizintechnik- und Life Sciences-Investor SHS Gesellschaft für Beteiligungsmanagement, verweist darauf, dass es bei Buyout-Transaktionen nicht ausschließlich um den Preis geht. Es gebe noch andere Argumente: „Verfügt der potenzielle Käufer beispielsweise über ein Netzwerk, das dem Unternehmen im nächsten Wachstumsschritt hilft? Hat er Branchenerfahrung? Kann er etwa im Medizintechnik- und Life Sciences-Bereich strategische Hilfestellung bei regulatorischen Themen geben?“ Leonhardt gibt sich entspannt: „Man ist ja als Käufer nicht gezwungen, jede Vorstellung mitzugehen. Wenn wir einen Preis für ein Unternehmen als zu hoch erachten, steigen wir eben aus den Verhandlungen aus. Unsere Deal-Pipeline ist trotzdem gut gefüllt.“ Der Investor aus der Universitätsstadt im

Zentrum von Baden-Württemberg beobachtet derzeit im MBO-Markt „sowohl aggressivere Finanzierungsstrukturen als auch die moderate Nutzung von Fremdkapital“. Entscheidend sei hier, ob der Investor eher einen Financial Engineering-Ansatz oder den einer strategischen Wertentwicklung verfolgt. Sein Haus agiere eher defensiv, versuche, „strategischen Wertzuwachs mit einer starken Eigenkapitalbasis abzusichern“. Das sei ein Differenzierungskriterium. Gerade in Branchen mit langen Entwicklungszyklen sei eine lange Eigenkapitaldecke ein wichtiger Erfolgsfaktor. Leonhardt: „Eine Marktanalyse von Professor Christian Koziol von der Tübinger Eberhard Karls Universität zeigt beispielsweise, dass erfolgreiche Medizintechnikunternehmen über eine besonders hohe Eigenkapitalquote verfügen.“

## Politische und wirtschaftliche Unsicherheiten machen Investoren nachdenklich

Jürgen von Wendorff, Vorstand der Hannover Finanz Gruppe, einer der erfahrensten deutschen Private Equity-Anbieter, sieht den Markt für Buyout-Transaktionen an einem möglichen Wendepunkt: „Die Preise werden beeinflusst vom Zinsniveau, der Anlagebereitschaft und den Wachstumsaussichten. Zuletzt standen alle diese Zeichen auf Grün. Das hat die Preise getrieben. Nun aber ändert sich das gerade. Die derzeitigen geopolitischen Turbulenzen wie der Handelskrieg der USA gegen China oder das Hin und Her beim Brexit, aber auch große Unsicherheiten in wichtigen Branchen wie dem Automobilbau, dessen Zukunft kaum jemand kennt, sorgen für neue Nachdenklichkeit bei den Investoren. Das führt zu einem Rückgang der Firmenbewertungen und mittelfristig zu einer Reduzierung der Anzahl der Transaktionen.“ Von Wendorff will aber nicht den Teufel an die Wand malen: „Wir werden auch in den nächsten Monaten auf einem weitgehend unverändert hohen Preisniveau bleiben.“ Nachdrücklich ausgeklammert von der Erwartung einer leichten Eintrübung werden vom Finanzvortrag Wirtschaftssektionen wie Medizintechnik und Software, wo Stimmung und Aussichten wohl übers ganze Jahr gut bleiben würden.



Jürgen von Wendorff,  
Hannover Finanz



Foto: © sergey\_j - stock.adobe.com

### Private Equity-Häuser als „sorgfältige Prüfer“

Bei SHS in Tübingen ist man der Ansicht, „dass das generelle Preisniveau seinen Peak erreicht hat“, so Leonhardt. Eine schlechter werdende Konjunktur oder ein Anstieg der Zinsen könne eine Korrektur beschleunigen: „Das kann man zeitlich sicher nicht genau vorhersagen, aber für uns bedeutet es, dass man bei dem Fremdkapitaleinsatz vorsichtig bleiben sollte und dass das reine Financial Engineering als Wertsteigerungskomponente kein Potenzial mehr bietet.“ Saxenhammer, der auf den Mittelstand und Technologiefirmen spezialisiert ist, erwartet ein gleichbleibend hohes Preisniveau. Dämpfend könnte eine weltweite Konjunkturertrübung wirken, etwa durch eine



Joachim Braun,  
Silverfleet Capital

weitere Eskalation des durch USA-Präsident Trump angeheizten Handelskonflikts. Braun hätte am liebsten eine „Glaskugel“, um die Frage nach der Entwicklung der nächsten Monate beantworten zu können. Aber auch ohne eine solche geht er davon aus, dass die Preise selbst bei konjunktureller Abschwächung „aufgrund der Menge an Kapital auf absehbare Zeit hoch bleiben werden“. Und das, obwohl privates Beteiligungskapital en masse vorhanden ist.

### Wertsteigerung des Portfolios wird schwieriger

Wie meistern Private Equity-Gesellschaften die Herausforderung, bei bereits hohem Preisniveau weitere Wertsteigerung zu erreichen? Laut Silverfleet Capital-Manager Braun werden Add-ons immer bedeutsamer: „Wir haben in Europa 2018 mit 702 Transaktionen den höchsten Stand der Add-on-Aktivität seit Jahrzehnten erlebt. Zukäufe sind vor allem seit fünf Jahren ein immer beliebteres Mittel zur Wertsteigerung. Gleichzeitig

sehen wir bei einigen Marktteilnehmern, dass die Erwartungen in puncto Internal Rate of Return sinken.“ Von Wendorff unterstreicht die derzeit besonders wichtige Rolle von Private Equity-Häusern als „sorgfältige Prüfer von Unternehmen und ihren Wachstumspotenzialen“. Bei Übernahmen 2019 gelte es mehr denn je, Vorsicht zu wahren. Die Kunst bestehe derzeit darin, trotz hoher Multiples die laufenden Erträge zu erhöhen und langfristige Wertsteigerungen zu erreichen. Das sei nur möglich, wenn es gelinge, „noch mehr Intelligenz in die Geschäftsmodelle zu bringen“. Leonhardt von SHS nennt einen strategischen Ansatz aus der Medizintechnik als Beispiel: Unternehmen könnten von den Kooperationen profitieren, die der Investor mit Krankenkassen pflegt, und dem Zugang, den er ihnen zu Meinungsbildnern innerhalb der Branche und angrenzender Bereiche verschaffe: „Das können echte Wachstumsbeschleuniger sein, die erheblich zur Wertsteigerung von Unternehmen beitragen.“ Skeptisch ist Saxenhammer. Er glaubt nicht, dass jede Private Equity-Gesellschaft die von ihr versprochene Wertsteigerung eines zu einem hohen Preis erworbenen Unternehmens tatsächlich erreicht: „Nicht immer ist der operative Sachverstand vorhanden.“



Christian Saxenhammer,  
Saxenhammer & Co.

### Fazit

Das Preisniveau bei Buyout-Transaktionen wird sich kurzfristig nicht ändern. Aber: Negative konjunkturelle Einflussfaktoren könnten dazu führen, dass Firmenbewertungen nachgeben. ■

Jürgen Hoffmann  
redaktion@vc-magazin.de