
Quo Vadis Private Equity? – Statusbestimmung und Ausblick 2007

**Eine Umfrage unter deutschsprachigen Private
Equity-Häusern Januar 2007**

**Dieter Lauszus, Sebastian Hosenfeld,
Sebastian Hock**



SIMON • KUCHER & PARTNERS

Strategy & Marketing Consultants

**Bonn • Boston • Frankfurt • Köln • London • Madrid
Mailand • München • New York • Paris • San Francisco
Tokio • Toronto • Warschau • Wien • Zürich**

Private Equity
erwartet ein
ausgezeichnetes Jahr
2007.

Die Private Equity [PE] Branche erwartet auch 2007 wieder ein ausgezeichnetes Jahr. Dies ist das Ergebnis einer aktuellen Umfrage von Simon ♦ Kucher & Partners unter Entscheidungsträgern der deutschsprachigen Private Equity-Branche. Themen der Studie waren insbesondere aktuelle Marktentwicklungen und Trends, Herausforderungen für die Branche sowie Ansatzpunkte, um diesen Herausforderungen gerecht zu werden. Die positiven Erwartungen suchen die Befragten mit sehr unterschiedlichen Strategien zu verwirklichen. Die PE-Industrie wird also weiterhin sehr heterogen bleiben, etwa was den Stellenwert der regionalen oder branchenbezogenen Fokussierung angeht. Gerade Häuser mit tendenziell kleineren Investments sehen zudem die Chance für eine steigende Anzahl Venture Capital/ Early Stage Investments. Die Herausforderungen der Branche liegen zum einen in der Identifikation attraktiver Beteiligungen, sowie im Umdenken darüber, wie der Wert der Portfoliounternehmen während der Beteiligungslaufzeit gesteigert werden kann. Financial Engineering wird gegenüber aktiven Methoden zur Umsatz und/oder EBIT Steigerung an Bedeutung verlieren. Der verstärkte Einsatz detaillierter Commercial Due Diligence Analysen ermöglicht es, Ertrags- und Umsatzpotenziale frühzeitig zu identifizieren und zu bewerten.

Hintergrund der Studie

Wie wird sich der Private Equity Markt in Zukunft entwickeln? In welchen Bereichen werden die größten Herausforderungen der Private Equity Branche gesehen? Wird der Wettbewerb mit strategischen Investoren zukünftig zunehmen? Welche Auswirkungen hat der gegenwärtig hohe Kapitalüberhang auf die Akquisition attraktiver Beteiligungen? Wird es ein Comeback von Venture Capital und Early Stage Investments geben? Wo bestehen die größten Wertsteigerungspotenziale nach dem Abschluss einer Transaktion? Was sind die Erwartungen an externe Partner im Transaktionsprozess?

**Die SKP Studie
analysiert das Urteil
von 58
Entscheidungsträgern
der PE-Branche.**

Diese und weitere Fragen standen im Fokus einer Studie, die von Simon ♦ Kucher & Partners in den Monaten Juli bis November 2006 durchgeführt wurde. In einer quantitativen Befragung wurden Entscheider in 58 Private Equity-Unternehmen im deutschsprachigen Raum befragt. Das Gros der Antworten stammt aus der Region Deutschland, so dass die Studie als repräsentatives Stimmungsbild gewertet werden kann.

Der Aufbau der Studie erfolgte dreistufig:

- In einem ersten Teil der Studie machten die Experten Angaben zu ihrer spezifischen Situation und gaben ihre Einschätzung zur generellen Marktentwicklungen sowie zu Trends im Private Equity-Bereich im kommenden Jahr ab.
- Der zweite Teil der Studie stellte das Thema Herausforderungen und zu erwartende Probleme in den Mittelpunkt.
- Im letzten Teil der Studie wurden mögliche Ansatzpunkte zur Problembeseitigung adressiert und diskutiert.

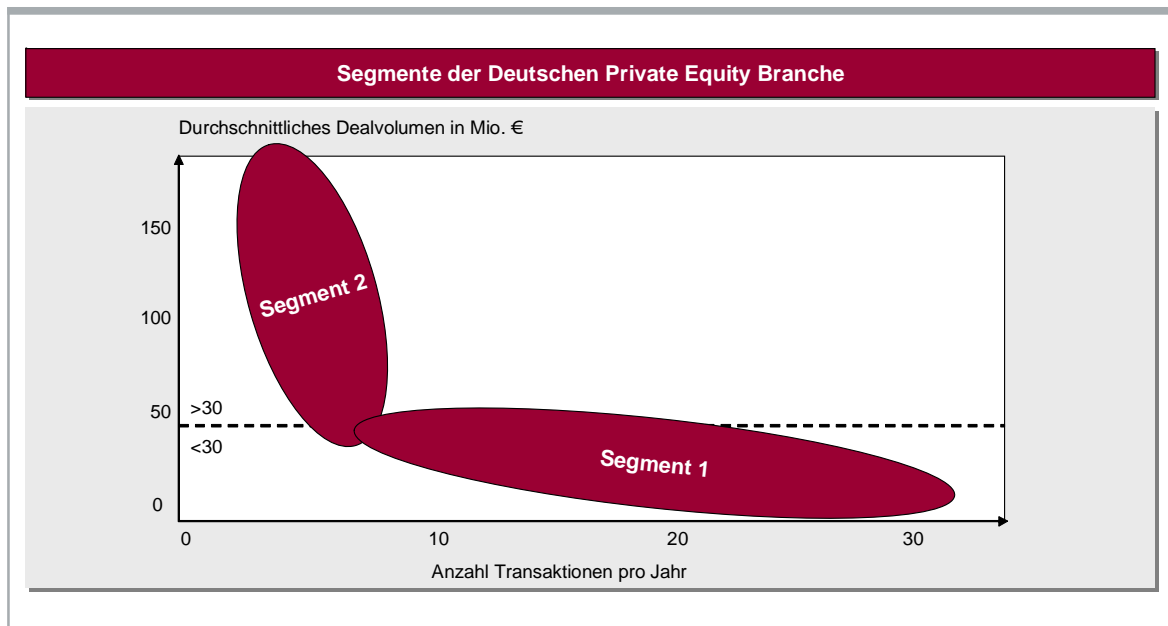
Gute Stimmung zum Jahresanfang

Insgesamt blickt die Private Equity-Branche sehr positiv in die Zukunft. Dies gilt insbesondere für Häuser mit eher vielen, kleineren Transaktionen. Hier erwarten knapp 85% eine wachsende oder stark wachsende Anzahl an Deals in 2007. Zwar wird von Häusern mit größerem Dealvolumen die Entwicklung etwas zurückhaltender eingeschätzt, insgesamt glauben jedoch auch hier 75% der befragten Unternehmen an eine deutlich positive Entwicklung.

Unterschiedliche Investitionsstrategien I: Transaktionshäufigkeit

Die deutschen PE-Häuser lassen sich in zwei Segmente klassifizieren, die sich sowohl bezüglich ihrer Investitionsstruktur als auch auf weiteren Dimensionen signifikant unterscheiden, wie wir im weiteren Text zeigen werden. Segment 1, das ca. zwei Drittel der Stichprobe um-

fasst, bezeichnet die Häuser, in deren Fokus eher kleinere Transaktionen im Wert von durchschnittlich unter 30 Mio. Euro stehen. Das notwendige Gesamtvolumen in diesem Segment wird über eine deutlich höhere Anzahl an Transaktionen generiert. Umgekehrt setzt das Segment 2 auf wenige Transaktionen, die aufgrund ihres deutlich größeren Volumens ein adäquates Gesamtvolumen sicherstellen. Die hier vorgestellte Segmentierung wird von uns im Folgenden immer dort aufgegriffen, wo signifikante Abweichungen zu erkennen sind.

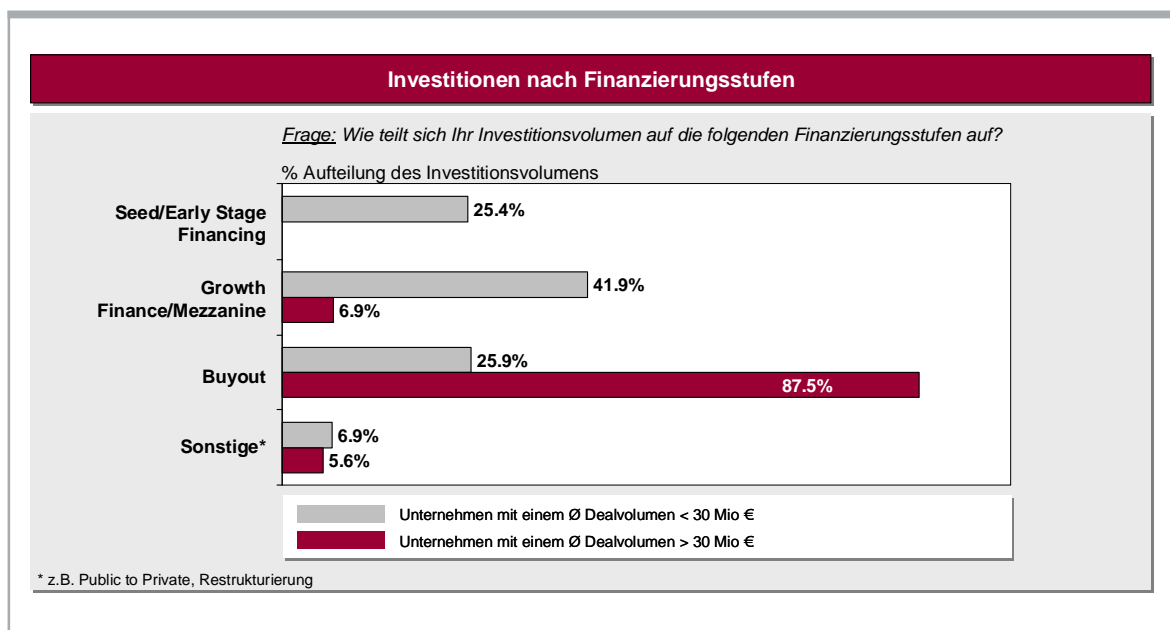


Unterschiedliche Investitionsstrategien II: Fokussierung

Betrachtet man die erwähnten Segmente bezüglich Finanzierungsstufen, zeigen sich interessante Unterschiede: So agieren die Häuser mit zahlreichen, tendenziell kleineren Engagements eher undifferenziert und setzen auf verschiedene Bereiche. Die Bereiche Growth/Mezzanine, Buyout und Seed werden in diesem Segment annähernd gleich gewichtet, was die in letzter Zeit häufig diskutierte Hypothese einer relativen Stagnation des Buyout-Segments bei wachsendem Seed-Bereich stützt. Frühphasenfinanzierungen erreichten laut BVK bereits im dritten Quartal 2006 das dreifache Volumen des Gesamtjahres 2005. Es ist also davon auszugehen, dass es in 2007 verstärkt Früh-

phasenfinanzierungen geben wird, eine These, der mehr als 70% der Häuser in diesem Segment zustimmen. Eher breit angelegt ist das Vorgehen in diesem Segment bezüglich spezifischer Branchenschwerpunkte: Nur ein Drittel gibt an, sich auf bestimmte Branchen zu fokussieren.

Ganz anders stellt sich die Entwicklung im Segment der Häuser mit tendenziell größeren Investitionsvolumina dar. Dieser Bereich wird nach wie vor stark von den Buyouts dominiert, von einem Ende des Booms kann somit keine Rede sein. Konsequentermaßen glauben auch über drei Viertel der „großen“ Investoren nicht, dass ein Private Equity Unternehmen die komplette Bandbreite an Beteiligungsvarianten anbieten muss. Bezüglich Auswahl der Targets berichten rund zwei Drittel der Häuser mit größeren Transaktionsvolumina von einer echten Fokussierung auf bestimmte Branchen. Hier spielt offenbar der Wunsch nach klarer unternehmerischer Kontrolle sowie umfassenderen Wertschöpfungsansätzen wie Buy & Build-Strategien eine Rolle.



Um erfolgreich zu sein, wird auf ein fokussiertes Vorgehen gesetzt, was sowohl für die Investitionsstrategie, als auch für die Konzentration auf bestimmte Branchen gilt. Über beide Segmente hinweg stehen bestimmte Industrien wie die Bereiche IT, Maschinen-/ Anlagenbau, Telekommunikation sowie Gesundheit/Medizin ganz oben auf der Wunschliste der Investoren.

Erwartete Trends

Die Frage nach der zukünftigen Struktur der PE-Branche führt zu keinem klaren Trend. Die Befragten gehen weiterhin von einem Fortbestand der oben diskutierten großen Heterogenität in den Anlagestrategien aus. So lassen sich sowohl Konzentrationsbestrebungen mit dem Drang nach Größe und Globalität als auch die Ausrichtung auf bestimmte Nischen feststellen, in denen man sich als Boutique positioniert. Die These *„Es bleiben eine Hand voll Global Player auf der einen, und eine Vielzahl von kleineren Spezialisten auf der anderen Seite übrig“* findet in der Branche somit breite Zustimmung.

Die Branche bleibt heterogen: Unterschiedliche Strategien behalten ihre Berechtigung.

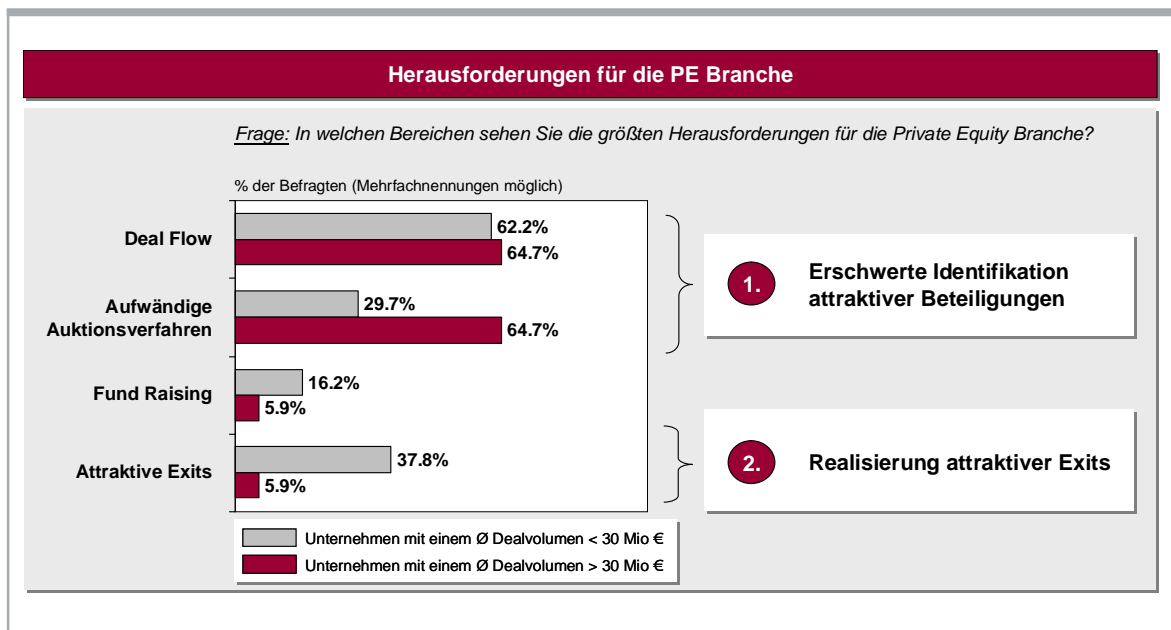
Heterogener wird der zukünftige Wettbewerb mit strategischen Investoren eingeschätzt. Wie zu erwarten befürchten insbesondere die Häuser mit größeren Dealvolumina eine deutliche Verschärfung der Situation. Deutlich entspannter sehen die Häuser mit durchschnittlich kleineren Dealvolumina diesem Trend entgegen. Dieses überrascht insofern, da verschiedene Quellen von einer gestiegenen Aktivität ausländischer Käufer auf der Suche nach Technologien und Zielkunden berichten. Offenbar bietet der deutsche Markt weiterhin unausgeschöpfte Potentiale gerade bei den kleinen Transaktionsvolumina. Weiter bestätigt sich ein Trend aus unserer Beratungspraxis: Das PE-Geschäft wird internationaler, insbesondere für die mittleren bis größeren Adressen. Die Suche nach attraktiven Beteiligungen geht über den nationalen Markt bzw. Westeuropa hinaus. Vor allem die Emerging Markets in Osteuropa aber auch vereinzelt in Asien gewinnen deutlich an Relevanz.

Herausforderungen und Probleme

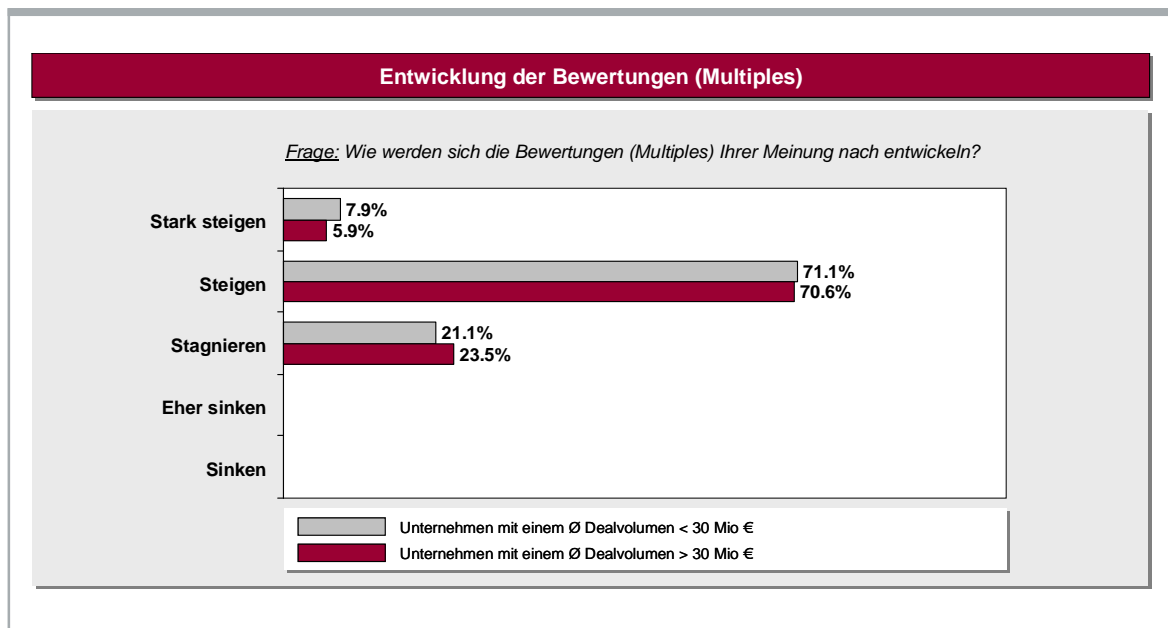
Zunächst zu den guten Nachrichten: Als völlig unproblematisch wird der Bereich Fund-Raising von den Befragten angesehen, was durch die große Anzahl neu aufgelegter Fonds sowie die großen Mittelzuflüsse belegbar ist.

Hinsichtlich möglicher Herausforderungen sehen sich die Befragten mit zwei konkreten Themen konfrontiert: So besteht einerseits Einigkeit darin, dass es in Zukunft schwerer fallen wird, attraktive Beteiligungen zu akquirieren. Sowohl

der stockende Deal Flow als auch zunehmend aufwändige Auktionsverfahren selbst im Mittelstand tragen dazu bei. Andererseits gehen Brancheninsider von mittelfristig sinkenden Margen aus. Die Branche muss nach neuen Wegen suchen, um einen attraktiven Exit zu realisieren, und die meist deutlich zweistelligen Zielrenditen zu erreichen. Ursächlich für die erschwerte Identifikation attraktiver Beteiligungen ist zum einen der zunehmende Wettbewerb mit strategischen und ausländischen Investoren.



Hier rücken neben den etablierten Playern aus den USA und Westeuropa zunehmend auch Investoren aus Osteuropa, China und selbst Indien in den deutschen Mittelstand vor. Zum anderen erschwert der hohe Kapitalüberhang – und das ist die Kehrseite eines unproblematischen Fundraisings – die Akquisition attraktiver Beteiligungen. Immerhin sehen sich rund 75% der Häuser mit größeren aber nur 42% der Häuser mit eher kleineren Dealvolumina zunehmend unter Druck. Konsequenter Weise erwartet die Branche auch für 2007 eine weiter steigende Entwicklung der Multiples. Zitate wie „Die Deals liegen nicht (mehr) auf der Straße, der Wettbewerbsdruck führt zu steigenden Broken Deal Costs.“ oder „Es ist schwieriger geworden, gute Deals zu finden wenn man ausschließlich Kapital zu bieten hat. Das zwingt uns, immer mehr zu tun, um Werte zu schaffen.“ beschreiben die Situation eindrucksvoll.



Vor dem Hintergrund der allgemein positiven Stimmung wirkt das Eingeständnis der Häuser mit kleineren Transaktionsvolumina, dass es zukünftig schwieriger werden wird, attraktive Exits zu realisieren, auf den ersten Blick paradox. Der CEO eines etablierten deutschen PE-Hauses erklärt den vermeintlichen Widerspruch: *„In der Vergangenheit konnten wir mit Financial Engineering hervorragende Renditen erwirtschaften. In der Zukunft wird es notwendig sein, Umsatz und Ertragskennzahlen markant zu verbessern, um die steigenden Multiples zu rechtfertigen.“*





Was tun? – Ansatzpunkte zur Wertsteigerung

Es lastet also zunehmend ein erheblicher Druck auf den PE-Häusern, den Wert der Portfoliounternehmen über die Beteiligungsdauer zu steigern. Nur so lässt sich auch zukünftig eine deutlich überdurchschnittliche Rendite erzielen. Problematisch für viele Häuser ist hierbei, dass zahlreiche klassische Maßnahmen wie Financial Engineering, die bei zahlreichen erfolgreichen Exits in der Vergangenheit die Ertragstreiber waren, tendenziell schlechter funktionieren. Teure Beteiligungen fressen über steigende Zinsbelastungen zunehmend die Marge auf. Vor diesem Hintergrund wird das Thema Wachstum immer stärker in den Fokus rücken

**Wachstums- und
Added-Value
Strategien gewinnen
weiter an Bedeutung.**

müssen, um die Renditeerwartungen der Investoren zu befriedigen. Dabei sind die Stellhebel zur Steigerung des Unternehmenswertes limitiert.

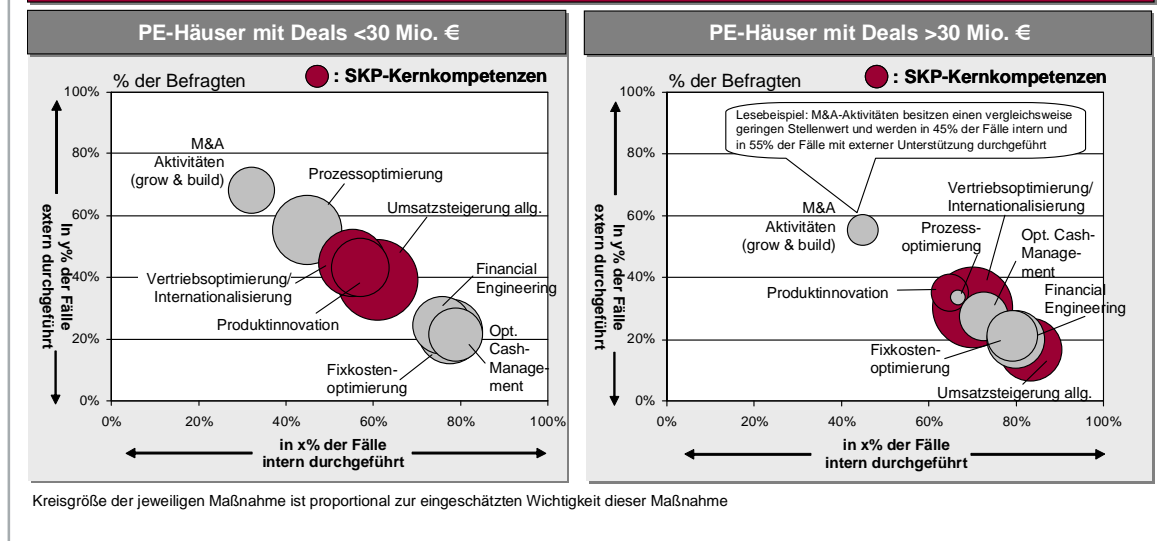
Die Treiber der Profitabilität können letztlich auf die Größen Umsatz und Kosten reduziert werden, die dann noch in die entsprechenden Größen Preis und Volumen bzw. fixe und variable Kostenbestandteile verfeinert werden können. Die folgende Graphik vermittelt einen Eindruck vom Einfluss dieser Ansatzpunkte auf die Profitabilität eines Portfoliounternehmens. Klar erkennbar ist, dass der Preis unter allen verfügbaren Instrumenten am stärksten auf die Profitabilität durchschlägt.

Ansatzpunkte zur Unternehmenswertsteigerung - Beispiel					
Eine 10prozentige Verbesserung von erhöht den Gewinn um ...		
Ertragstellhebel	Gewinntreiber		Gewinn (Mio. €)		
	Alt	Neu	Alt	Neu	
1.) ... Preis	100	110	10	20	 100%
2.) ... variablen Stückkosten	60	54	10	16	 60%
3.) ... Absatzmenge	1 Mio.	1.1 Mio.	10	14	 40%
4.) ... Fixkosten	30 Mio.	27 Mio.	10	13	 30%

Bisher lag der Fokus der Aktivitäten zur EBIT-Steigerung zumeist in den Bereichen Reorganisation oder „Cost Cutting“. Hier sind die Potenziale zur Kostensenkung oft schon ausgeschöpft, zumal immer mehr Secondaries und inzwischen selbst Tertiaries auf den Markt kommen, bei denen die Vorbesitzer die entsprechenden Hausaufgaben bereits gemacht haben. Nachhaltige Ertragsverbesserungen sind so oft nur noch auf der Markt-, d.h. auf der Erlösseite, gegeben. Hier muss es für das PE-Haus darum gehen, gemeinsam mit der Beteiligung die Potenziale für eine profitable, marktseitige Wachstumsstory zu identifizieren und zu heben.

Diese Zusammenhänge scheinen der deutschen PE-Branche klar zu sein. Marktseitige Themen wie Umsatzsteigerung,

Bedeutung und Durchführung ausgewählter Wertsteigerungsmaßnahmen



Produktinnovation, Vertrieboptimierung oder Internationalisierung werden als wichtige Stellhebel eingeschätzt. Deutliche Unterschiede lassen sich bezüglich der oben beschriebenen Segmente feststellen. Während die Häuser mit dem eher größeren Dealvolumen die Inhalte primär in Eigenregie vorantreiben, setzen die Häuser mit kleineren Dealvolumina bei den marktseitig relevanten Themen eher auf Unterstützung durch externe Spezialisten.

Um hier eine solide Basis zu legen, reicht es nicht aus, sich dem Thema erst nach dem Deal zu widmen. Idealerweise werden etwaige Wertsteigerungen sowie die zur Realisierung notwendigen Maßnahmen bereits vor dem Deal identifiziert. So sollten mögliche marktseitige Potenziale bereits im Rahmen einer professionellen Commercial Due Diligence erfasst und quantifiziert werden. Hier zeigt die deutsche PE-Branche allerdings noch Defizite. Zwar sind Due Diligence-Analysen fester Bestandteil einer Transaktion, allerdings stehen hier primär die Themen Legal, Tax und Financial Due Diligence im Fokus. Während Erstere so gut wie immer extern an Spezialisten vergeben werden, zählt die Financial Due Diligence aber auch zur Kernkompetenz vieler PE-Häuser.

Commercial Due Diligence-Analysen werden deutlich seltener und oft mit „Bordmitteln“ durchgeführt. Hier stellt sich die Frage, warum einer professionellen Durchführung in diesem Prüfungsbereich relativ geringe Bedeutung geschenkt wird, da gerade im Rahmen einer solchen Analyse wichtige Wert-

Commercial Due Diligence Studien werden noch nicht ausreichend genutzt, um Potentiale zu identifizieren.

steigerungsmaßnahmen identifiziert werden können, welche kurzfristig („Quick wins“) und mittelfristig über die Beteiligungsdauer den Wert der Beteiligung erhöhen können.

Als Kriterien für die Auswahl eines externen Due Diligence Partners werden sowohl funktionale Kompetenzen (Verständnis der Anforderungen des PE-Hauses sowie ggf. der finanzierenden Banken, Fingerspitzengefühl gegenüber dem Target in dem sensiblen Kaufprozess etc.) als auch eine gehörige Portion „Branchenerfahrung“ genannt. Die „Kosten einer Due Diligence Analyse“ spielen hier nur eine untergeordnete Rolle. Für den gesamten externen Due Diligence Prozess veranschlagt die Mehrheit der befragten Unternehmen mittlere Kosten von ein bis drei Prozent der Transaktionssumme. Hiervon entfallen etwa 10 bis 20% auf den Bereich der Market oder Commercial Due Diligence.

Fazit

Die Private Equity Branche erwartet eine anhaltend positive Marktentwicklung. Dies wird, obwohl sich bestimmte Einstellungen zu Marktthemen zwischen großen und kleinen Investoren zum Teil massiv unterscheiden, von der Gesamtheit der Befragten im Grundsatz bestätigt. Das Wachstum der Branche ist allerdings auch mit zunehmendem Wettbewerb, sich verändernden Marktstrukturen und dem Bewältigen von neuen Herausforderungen verbunden, so dass ein gezieltes und professionelles Vorgehen für die agierenden Unternehmen von großer Wichtigkeit wird. Externe, spezialisierte Dienstleister, die im Rahmen des Transaktionsprozesses unterstützen und zusätzliche Wertbeiträge leisten können, sollten daher grundsätzlich stärker in die entsprechenden Abläufe einbezogen werden. Damit könnten etwa im Fall der Commercial Due Diligence die Investitionsentscheidung aus Marktsicht geprüft und beurteilt sowie auch erste konkrete Ansatzpunkte für die Unternehmenswertsteigerung nach der Transaktion identifiziert werden.



Dieter Lauszus ist Senior Partner und Leiter des Competence Center Financial Services der Simon-Kucher & Partners, Strategy & Marketing Consultants GmbH.



Sebastian Hosenfeld ist Director im Zürcher Büro der Simon-Kucher & Partners, Strategy & Marketing Consultants GmbH.



Sebastian Hock ist Consultant der Simon-Kucher & Partners, Strategy & Marketing Consultants GmbH.

Simon-Kucher & Partners ist eine internationale Unternehmensberatung mit derzeit 400 Mitarbeitern und 16 Büros weltweit. Wir konzentrieren uns auf die Bereiche Strategie, Marketing und Vertrieb. Die Professional Pricing Society in den USA, Business Week und The Economist bezeichnen Simon-Kucher & Partners als die führenden Pricing-Experten weltweit.

Für weitere Informationen:

SIMON • KUCHER & PARTNERS

Strategy & Marketing Consultants

**Bonn • Boston • Frankfurt • Köln • London • Madrid
Mailand • München • New York • Paris • San Francisco
Tokio • Toronto • Warschau • Wien • Zürich**

Office Bonn:
Haydnstraße 36
D - 53115 Bonn
Tel: +49 228 9843-253
Fax: +49 228 9843-448
E-mail: dieter.lauszus@simon-kucher.com

Office Zürich:
Löwenstrasse 40
CH - 8001 Zürich
Tel: +41 44 22650-40
Fax: +41 44 22650-50
E-Mail: sebastian.hosenfeld@simon-kucher.com

Internet: <http://www.simon-kucher.com>