

## EXPERTENSTIMMEN ZUM HÄRTETEST

*Geopolitische Spannungen, fragile Lieferketten, Zölle, steigende Energiepreise und ein schwaches Wirtschaftswachstum – die Rahmenbedingungen für Private Equity in Deutschland haben sich extrem verschlechtert. Während die Finanzkrise 2008 mit ökonomischen Instrumenten entschärft werden konnte, gibt es heute einen neuen Mix an Herausforderungen aus internationaler Politik und Wirtschaft. Das VentureCapital Magazin hat sich mit zentralen Fragen an führende Köpfe der Private Equity-Branche gewandt, was die Krise für die Private Equity-Fonds und ihre Portfoliounternehmen jetzt bedeutet.*



# Wie krisenfest ist Private Equity?

## **Sind Unternehmen mit Finanzinvestoren an Bord jetzt besser gewappnet als Firmen ohne Beteiligungskapital?**

Hier sind die Kenner der Private Equity-Szene einer Meinung: Grundsätzlich seien Betriebe mit Private Equity-Finanzierungen beim Krisenmanagement im Vorteil. „Unternehmen mit einem erfahrenen Private Equity-Investor verfügen häufig über Vorteile in herausfordernden Marktphasen. Private Equity-Häuser bringen in der Regel eine sehr aktive und agile Governance mit, treffen Entscheidungen schnell und unterstützen Managementteams operativ und strategisch – etwa bei Effizienzprogrammen, Kostenmanagement, Internationalisierung oder der Anpassung von Lieferketten“, sagt María Sanz García, Head Private Equity und Mitglied des Executive Committee bei Yielco Investments. Studien zur Finanzkrise zeigten, dass Private Equity-finanzierte Unternehmen in Stressphasen relativ mehr investieren konnten und besseren Zugang zu Eigen- und Fremdkapital hatten – heute komme zusätzlich ein professionelleres Instrumentarium hinzu, wie etwa Working Capital-Steuerung, Tarifszenarien, Procurement oder Lieferkettendiversifizierung.

Gleichzeitig dürfe man jedoch nicht außer Acht lassen, dass Private Equity-finanzierte Unternehmen häufig mit einem höheren Verschuldungsgrad arbeiteten. Dieses zusätzliche Leverage könne in Phasen steigender Zinsen und schwächerer Konjunktur die Belastung erhöhen. „Wenn höhere Finanzierungskosten dann zusätzlich mit Zöllen, Energiepreisen oder einer rückläufigen Nachfrage zusammentreffen, steigt der Druck auf die Unternehmen deutlich“, so García. Es zeige sich, dass nachhaltige Wertschöpfung und operative Exzellenz wichtiger seien als reine Finanzierungshebel.

## **Welche operativen Maßnahmen werden zur Krisenbewältigung ergriffen?**

Hier rücken die Profis zunächst einmal die klassischen operativen Instrumente in den Fokus. „Das Instrumentarium zur Krisenbewältigung ist nicht neu; Kapazitätsabbau, Kostensenkungen, Personalabbau, Verkauf nicht betriebsnotwendiger Assets und die Optimierung des Working Capitals – unter Beachtung der Lieferketten – sind die häufigsten Maßnahmen“, sagt Peter Pauli, Sprecher der Geschäftsführung bei der BayBG Bayerische Beteiligungsgesellschaft. In der aktuellen Situation komme es auch darauf an, Kostensteigerungen in Preisverhandlungen an Kunden weiterzugeben und durch den Einsatz von Künstlicher Intelligenz (KI) Effizienzgewinne zu realisieren. „Gleichzeitig bleiben Buy and Build-Strategien trotz des schwierigeren Umfelds relevant, da gerade in fragmentierten Märkten attraktive Opportunitäten entstehen können. Allerdings werden Akquisitionen heute deutlich selektiver geprüft und stärker auf operative Synergien und strategischen Mehrwert ausgerichtet“, sagt Expertin García.

Auch Dr. Ingo Krocke, Gründer und CEO von Auctus Capital Partners, sieht Chancen zur Expansion in der Krise. Man nutze beispielsweise die Marktschwäche der Gastronomie mit der Plattform Gustoso für weitere Zukäufe, aber auch zur weiteren organischen Expansion mit Dutzenden von Neueröffnungen pro Jahr. „Gleichzeitig digitalisieren wir das Geschäft, um die Kostenbasis zu stabilisieren und im nächsten Aufschwung noch schneller wachsen zu können“, ergänzt Krocke, der auch dem Vorstand des Branchenverbands BVK angehört.

## **Wie reagieren die Finanzinvestoren auf Liquiditätsengpässe in den Portfoliounternehmen? Wird zusätzliches Kapital zugeführt?**

Viele jüngere Beteiligungsmanager haben noch keine richtige Krisenerfahrung – die letzte globale große Flaute war 2008. Damals wie heute zeigte sich, dass Liquidität die Zauberformel für das Überleben ist. „Private Equity-Fonds werden zunächst prüfen, ob Liquidität intern gehoben werden kann, etwa durch Forderungsmanagement, Vorratsabbau, Capex-Stopp, Factoring, Preismaßnahmen oder Zahlungszielverhandlungen. Zusätzliches Eigenkapital oder Gesellschafterdarlehen kommen typischerweise erst dann zum Einsatz, wenn andere Stakeholder ebenfalls Beiträge leisten und ein belastbarer Sanierungsplan vorliegt“, sagt Prof. Dr. Bernhard Schwetzer, Leiter des Centers for Corporate Transactions and Private Equity (CCTPE) an der HHL Leipzig. In der Praxis zeige sich, dass diese Transparenz in Private Equity-geführten Unternehmen häufig schneller und systematischer hergestellt werde als in Unternehmen ohne Finanzinvestor.

In den vergangenen Jahren haben sich die Kapitalabrufe gehäuft, um Liquiditätsengpässe zu überbrücken. „Ein Vorteil des Private Equity-Modells ist dabei, dass die Fonds in der Regel noch über nicht abgerufenes Kapital verfügen und ihre Portfoliounternehmen somit aktiv unterstützen können“, sagt García. Zusätzlich würden selektiv Instrumente wie PIK-Strukturen, NAV-Financing oder auch Secondaries sowie Continuation Vehicles für die Schaffung von Liquidität eingesetzt: Gerade bei Continuation Vehicles beobachte man aktuell eine deutliche Zunahme im Markt. „Diese Entwicklung sehen wir allerdings durchaus kritisch. Viele dieser Transaktionen sind mit potenziellen Interessenkonflikten verbunden, da der Fondsmanager gleichzeitig Verkäufer und Initiator des neuen Vehikels ist“, so die Managerin.



## Was bedeutet die längere Haltedauer für die Renditen der Investments?

### Drückt die aktuelle Marktlage auf die Bewertungen der Unternehmen?

In der Krise wird sich die Spreu vom Weizen trennen – mit Folgen für die Preisschilder auf den Beteiligungen. „Wie immer in Krisenzeiten führt die hohe Unsicherheit zu deutlich niedrigeren Bewertungen. Wir sehen derzeit einen deutlichen Rückgang der Exits verbunden mit einem entsprechenden Anstieg der Haltedauern“, erläutert Schwetzler. Zugleich habe sich die Zusammensetzung der verschiedenen Exit-Wege verändert: So sei der Anteil von „broken auctions“, also von den Fällen, in denen nach einer fehlgeschlagenen Auktion das Portfoliounternehmen bei nochmaligen Verhandlungen an einen Interessenten verkauft wird, deutlich angestiegen. Für die Marktbeobachter ist klar, dass operativ gut positionierte Firmen weiterhin hohe Bewertungen erzielen, mittelmäßige und stark verschuldete Unternehmen dagegen deutlich schwerer verkäuflich sind.

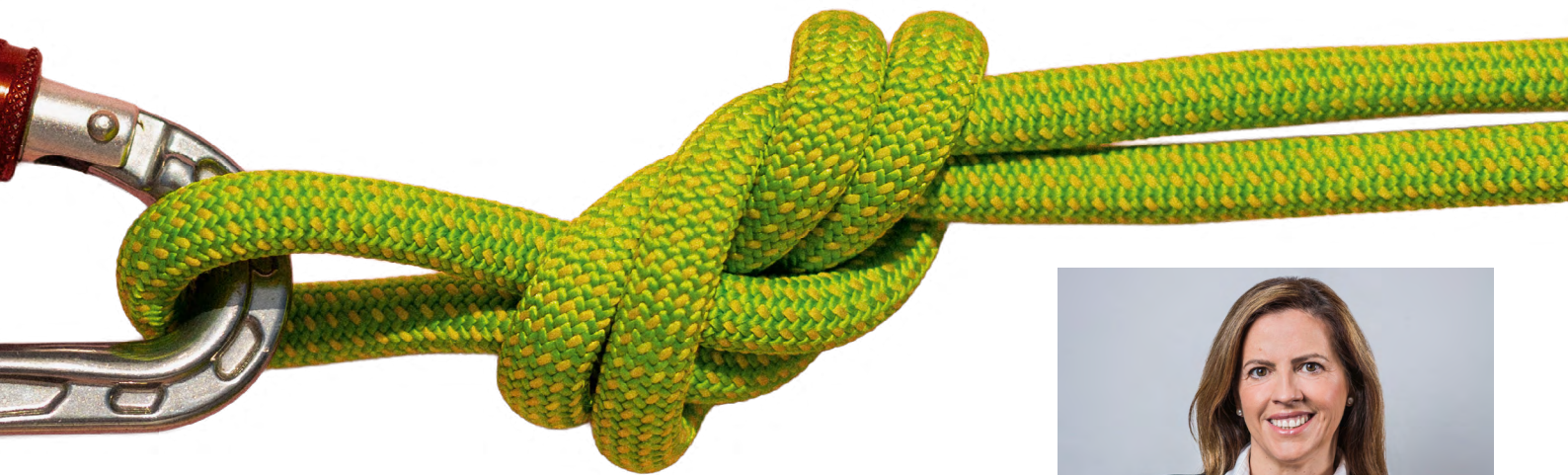
Die mannigfachen Herausforderungen für Private Equity werden die Unsicherheit erhöhen und die Haltedauer für die Beteiligungen verlängern – mit Folgen für die Renditen. „Viele Fonds sitzen auf einer hohen Zahl an Portfoliounternehmen. Letztendlich erhöhen längere Haltedauern den Druck auf Renditen, weil Kapital länger gebunden bleibt und der IRR bei ausbleibenden Exits mechanisch leidet“, meint García. Für Private Equity-Manager bedeute das: mehr Fokus auf echte operative Wertsteigerung, da Multiple Expansion und Leverage als alleinige Renditetreiber weniger verlässlich geworden seien. Allerdings glaubt García, dass Renditen über 18% IRR mit dem richtigen Portfolio weiterhin möglich sind.

„Längere Haltedauern ohne die gleichzeitige Erhöhung der Wertschöpfung führen zwangsläufig zu einer Kompression der Renditen. Die schwierigen letzten Jahre haben gezeigt, dass zum Beispiel der S&P 500 den breiten Private Equity-Markt outperformt hat. Dies ist natürlich nur eine Momentaufnahme, aber alle Private Equity-Manager müssen sich an den Vergleichs-Benchmarks der Public Markets messen lassen“, sagt Verena Kempe, Head of Investment Management bei KENFO, dem Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung. Die Komplexität, Illiquidität und geringere Transparenz et cetera müssten langfristig durch eine entsprechende „Überrendite“ kompensiert werden. Daran müssten sich die Anlageklasse insgesamt wie auch jeder einzelne Private Equity-Manager messen lassen.

### Die Banken werden vorsichtiger bei der Kreditvergabe. Was heißt das für das Geschäftsmodell Private Equity?

Wirtschaftskrisen bedeuten immer auch mehr Pleiten – und das macht die Banken vorsichtiger, auch bei Private Equity. „Leider beobachten wir, dass die Banken ihre Kreditengagements – auch aufgrund des Drucks der EZB – reduzieren. Das ist natürlich genau die falsche Maßnahme für die Unternehmen, und die Volkswirtschaft und wird nur zum Teil durch Debt Funds kompensiert“, sagt BVK-Verbandsvorstand Krocke. Auch bei Neuengagements seien die Banken vorsichtiger und gingen mit geringerem Fremdkapital hinein.

„Fremdkapital ist grundsätzlich weiterhin verfügbar, allerdings deutlich teurer und selektiver als noch in der Niedrigzinsphase. In Kombination mit höheren Zinsen verliert Leverage dadurch als zentraler Renditetreiber an Bedeutung. Stattdessen rücken operative Wertsteigerung, strategische Weiterentwicklung und nachhaltiges Wachstum der Unternehmen wieder stärker in den Fokus“, sagt García. Die Banken seien bei dem einen oder anderen Unternehmen restriktiver geworden, von einer Kreditklemme sei man aber weit entfernt. Man sehe durchaus Transaktionen und Investitionen mit üblichem Fremdkapitaleinsatz, meint Pauli von der BayBG.



## Welche Kriterien werden in der Krise aus Investorensicht wichtiger bei der Fondsauswahl?

„Grundsätzlich bleiben die ‚bewährten‘ qualitativen und quantitativen Auswahlkriterien erhalten. Dazu zählen unter anderem die Konsistenz der Investmentstrategie, die Fähigkeit des Managers (Value Creation), der Track Record, die Qualität und Stabilität des Teams sowie Nachhaltigkeitsaspekte und die Terms & Conditions“, sagt Kempe. Besonderes Augenmerk erhalte aktuell neben dem historischen Track Record vor allem die Value Creation, ergo die Wertschöpfungsquellen, die in der Geschäftsentwicklung der Portfoliounternehmen umgesetzt werden sollen. Das zweite wesentliche Thema seien natürlich „Exits“. Die Frage sei: Kann der Manager die Beteiligungen erfolgreich veräußern? In diesem Zusammenhang seien DPLs, Einstiegs-Multiples, aber auch mögliche Exit-Routen von Bedeutung.

## Fazit: Private Equity wird die Krise meistern, aber es wird anstrengend

Beteiligungsmanager Pauli glaubt, dass die größten Risiken in den kommenden Monaten sicherlich in der Entwicklung der Portfoliounternehmen vor dem Hintergrund der aktuellen wirtschaftlichen Situation sowie der geopolitischen Lage ruhen. Aus demselben Grund würden sich andererseits möglicherweise auch attraktive Gelegenheiten ergeben, um bei Unternehmen einzusteigen und sie weiterzuentwickeln.

García denkt, dass der Markt selektiver wird. Operative Kompetenz, sektorales Know-how und Zugang zu attraktiven Transaktionen würden weiter an Bedeutung gewinnen, während reine Finanzstrukturierung als Renditetreiber an Gewicht verliere. Damit dürfte die Spreizung zwischen starken und schwachen Fondsmanagern zunehmen.

„Wir sehen den Private Equity-Markt seit etwa fünf Jahren in einem strukturellen Umbruch im Vergleich zum vorherigen Jahrzehnt. Treibende Faktoren sind die Zinswende mit entsprechend erhöhten Finanzierungskosten, konjunkturelle makroökonomische Herausforderungen, geopolitische Umwälzungen – aber auch spezifische Themen wie Nachfolgeregelungen für Gründer von Private Equity-Häusern“, erklärt Kempe. Eine der spannendsten Herausforderungen – aber auch Chancen – ist für Kempe die Entwicklung bei KI. Für Private Equity-Manager sei es wichtig, KI nicht nur als Risiko, sondern vor allem auch als Chance zu sehen, um Produkte, Prozesse, Geschäftsmodelle und ganze Märkte neu zu denken und daraus Wertschöpfung zu generieren.

Peter Köhler | [redaktion@vc-magazin.de](mailto:redaktion@vc-magazin.de)



María Sanz García, Yielco Investments



Peter Pauli, BayBG



Dr. Ingo Krocke, Auctus, BVK



Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, HHL Leipzig



Verena Kempe, KENFO