

Der Trade Sale als neuer Königsweg?

Für Anleger war 2015 ein gutes Börsenjahr. Zeitweilig stieg der DAX auf über 12.000 Punkte. Doch kaum hat das neue Jahr begonnen, lassen Schwankungen der chinesischen Wirtschaft, der niedrige Ölpreis und Zinserhöhungen in den USA die Kurse erzittern. Ist das Börsenfenster für Private Equity schon wieder geschlossen? Viele Beteiligungshäuser setzten schon im vergangenen Jahr ohnehin lieber auf Trade Sales.



Insgesamt meldete das vergangene Jahr 15 IPOs an der Deutschen Börse. Diese brachten zusammen ein Emissionsvolumen von 7,1 Mrd. EUR aufs Parkett. Darunter fanden sich illustre Namen wie die Bayer-Abspaltung Covestro, Scout24, der Automobilzulieferer Schaeffler oder Hapag-Lloyd. Doch ganz so rosig, wie es auf den ersten Blick erscheinen mag, war es dann doch nicht. Mitunter mussten Angebotsfristen verlängert werden, Emissionsvolumina fielen zum Teil deutlich unter den Erwartungen aus. Und Börsengänge aus Private Equity-Portfolios waren freundlich ausgedrückt Mangelware.

Mehr Exits

Insgesamt stieg die Zahl der Exits im vergangenen Jahr in Deutschland auf 84 im Vergleich zu 78 im Jahr 2014. Vielmehr verzeichnet eine Studie der Beratungsfirma EY 61 Trade Sales gegenüber 23 Secondary Buyouts – Börsengänge: Fehlanzeige! Zumindest wenn man die Einschränkung eines kompletten Exits vornimmt. Denn beim IPO von Scout24 trennten sich u.a. die Private Equity-Gesellschaften Hellman & Friedman und Blackstone von einem nicht unerheblichen Teil ihrer Anteile. Gerade einmal 228 Mio. EUR des 1,16 Mrd. EUR schweren Emissionsvolumens flossen Scout als Kapitalerhöhung zu. Für Trade Sales war 2015 also trotz der allgemeinen Börseneuphorie kein schlechtes Jahr, auch wenn der Transaktionswert der strategischen Verkäufe mit 5,6 Mrd. EUR deutlich unter jenem für Secondary Buyouts lag (11,4 Mrd. EUR). „In Deutschland liegt der Exit durch M&A klar vorn“, urteilt Andreas Thümmeler, Geschäftsführer bei



Andreas Thümmeler,
Acxit Capital Partners

Acxit Capital Partners. „Neben den einheimischen Käufern und den US-Käufern spielen Exits in Richtung China und generell Asien eine zunehmend größere Rolle“, so Thümmeler. Ob sich diese Entwicklung 2016 wirklich fortsetzen wird, hängt allerdings von mehreren Faktoren ab. So führt das allgemein hohe Interesse an Zukäufen, sowohl aufseiten der strategischen wie der Finanzinvestoren, zu höheren Bewertungen. Bieter schauen genau hin, ob die hohen Preisbewertungen wirklich gerechtfertigt sind.

Börsenfenster im Blick

Über welche Exit-Option lassen sich also die besten Preise erzielen? „Das ist eine typische ‚Es-kommt-darauf-an-Frage‘“, kommentiert eCapital-Geschäftsführer Paul-Josef Patt. „Beispielsweise, ob ein Investor nur den Exit sucht oder ob mit dem Exit oder dem Börsengang auch weiteres Wachstumskapital aufge-

nommen werden soll.“ In der Regel bietet der Börsengang den besseren Zugang zu Wachstumsfinanzierung, nämlich durch weitere Emissionen, den erweiterten Zugang zu Fremdkapital sowie die Möglichkeit, eigene Aktien als Akquisitionswährung zu verwenden. Auch für 2016 sind in Deutschland bereits mehrere Börsengänge angekündigt, mit der Brain AG sogar das erste IPO eines deutschen Biotech-Unternehmens seit 2007. „Gleichzeitig ist aber festzustellen, dass auch Börsengänge bereits abgesagt wurden und die hohe Volatilität seit Jahresbeginn derzeit sicher keine positive IPO-Stimmung erwarten lässt“, so Patt. Es wird also darauf ankommen, ob sich die Börsen in den nächsten Wochen wieder beruhigen und die Kurse wieder steigen. „Dann werden wir einige Kandidaten sehen. Bleibt es so volatil oder geht es weiter abwärts, kann es sein, dass sich das IPO-Fenster für längere Zeit wieder schließen wird“, warnt Patt.



Paul-Josef Patt,
eCapital

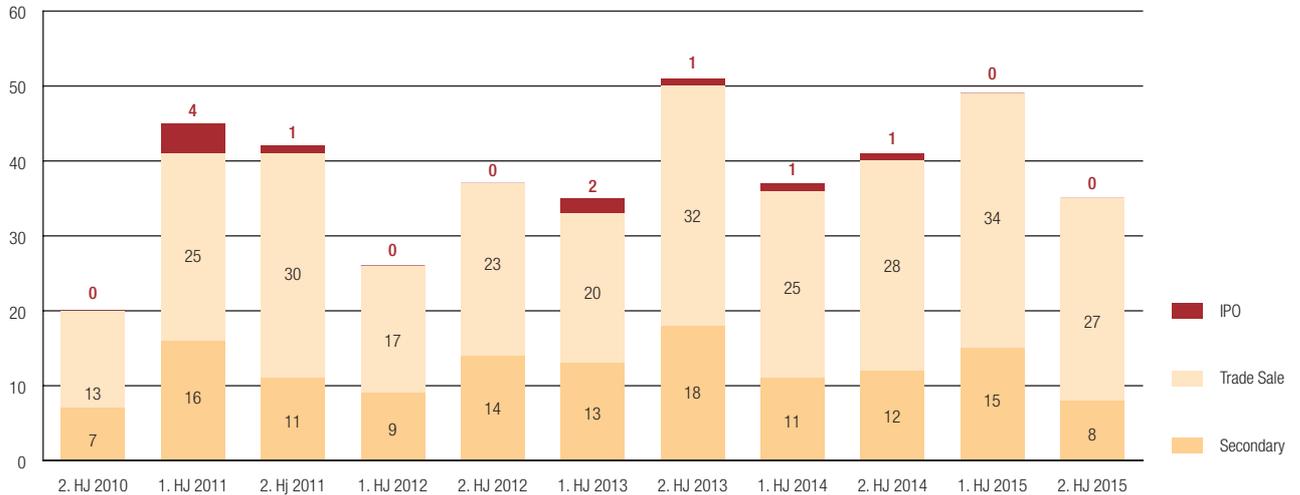
Gibt es eine „beste Lösung“?

Im Moment sieht man Börsenpläne aus dem klassischen Konzernbereich (Postbank, Abspaltungen von E.ON oder RWE), aber auch Pläne aus dem Start-up-Bereich (HelloFresh, Mr. Spex). Auch als Marketingeffekt ist der Börsengang längst bekannt, erhöht die damit verbundene Publicity doch die Attraktivität der Gesellschaft für Neukunden und Lieferanten. Viele Management-Verantwortliche bevorzugen das IPO, da die Geschäftsführung in der Regel die Kontrolle am Unternehmen behält oder gar ausbauen kann. Allerdings können sich mitunter gesetzliche und vertragliche Lock-up-Vereinbarungen im Nachhinein auch als Nachteil für Private Equity-Investoren erweisen. Umgekehrt ist der Bieter im Rahmen eines Trade Sales eher bereit, einen höheren Preis zu bezahlen, da er sich weitere Synergieeffekte, eine bessere Kenntnis des Marktgeschehens oder des Geschäftsgegenstandes des Targets erhofft. Darüber hinaus gestaltet sich der Verkaufsprozess im Gegensatz zum IPO wesentlich einfacher und flexibler, etwa durch die Ausnutzung von Steuervorteilen. Auf welche Art und Weise oder in welchen Branchen sich für Finanzinvestoren am Ende des Tages die höchsten Exit-Werte generieren lassen, ist sehr individuell.

Von Branchen und Zyklen

„Aktuell sehen wir Consumer, Industrial und Healthcare weit vorne“, sagt Martin Steinbach, Executive Director bei EY. Die Niedrigzinspolitik erhöhe den Druck vor allem auf die Käufer-

Zahl der Exits in Deutschland

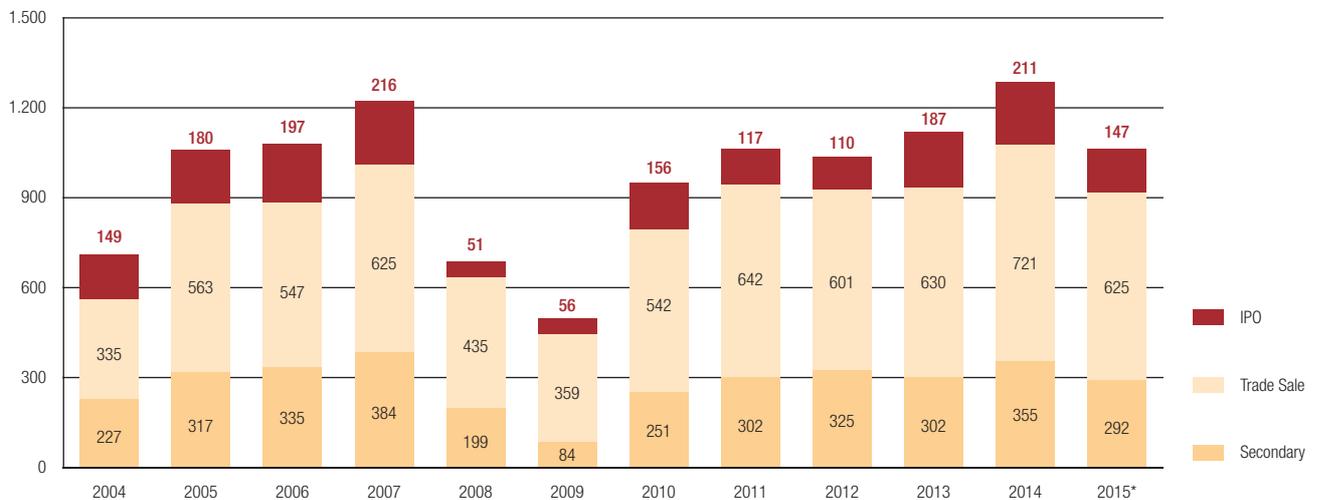


Quelle: EY

seite. Auch sorgen niedrige Zinsen für ein stärkeres Augenmerk auf die Finanzierung und den Verkauf risikoreicherer Geschäftsmodelle – in der Hoffnung auf höheren Ertrag. „Man kann aber auf anderen Märkten, etwa in Asien, ein ganz anderes IPO-Sortiment erleben“, betont Steinbach. Weit verbreitet ist bis heute die Annahme, dass klassische Industrien eher an strategische Investoren verkauft werden, während es die vermeintlich innovativen Technologie- und Internet-Start-ups an die Börse zieht.

Eine Annahme, die der Realität entspricht? „Das hängt in erster Linie von der Motivation der Unternehmen und den Wachstumsraten ab“, unterstreicht Steinbach. „Start-ups müssen schnell sein, um Märkte zu besetzen.“ Die Motivation im Mittelstand kann dagegen eine ganz andere sein: „Man will die Nachfolge im Unternehmen regeln oder sich ganz auf das Kerngeschäft konzentrieren“, sagt Steinbach. „Ein Maschinenbau-Unternehmen wächst im Zweifelsfall weniger stark als eine E-Commerce-Firma.“

Zahl der Exits weltweit



*bis 30.11.2015; Quelle: EY

2016

VentureCapital
Magazin

Jahrespartner

ACXIT CAPITAL PARTNERS

ADCURAM GROUP

BayBG Bayerische Beteiligungsgesellschaft mbH

bmit beteiligungsmanagement thüringen gmbh

capiton

ENJOY | VENTURE

eXIST Existenzgründungen aus der Wissenschaft

GE Capital

High-Tech Gründerfonds

KING & WOOD MALLESONS

KFW Bank aus Verantwortung

MBG BADEN-WÜRTTEMBERG

mic The Venture Platform

NRW.BANK Wir fördern Ideen

VR Equitypartner

VR Mittelstandskapital Unternehmensbeteiligungs AG

Weitnauer

12 | 2016 – 12,90 € (D) Private Equity • Buyouts • M&A
www.vc-magazin.de

VentureCapital
Magazin
Das Magazin für Investoren und Entrepreneure

Optimismus ohne Überschwang
Expertenumfrage zum

Beteiligungsjahr 2016

„Wir wollen uns mit Tel Aviv oder dem Silicon Valley messen“
Interview mit Ilse Alpert, Wirtschaftsministerin Bayern

Die Große Koalition hat noch To-dos auf der Agenda
Appell: Bessere Rahmenbedingungen für Venture Capital

14 Jahre VentureCapital – 14 Jahre in der Geschichte der deutschen Wirtschaft

Ob da ein Börsengang Sinn macht, muss der Unternehmer selbst entscheiden.“ Häufig handelt es sich um Traditionsunternehmen, da entscheiden auch Mentalitäten. Die mit einem Börsengang verbundenen Auflagen an Transparenz und Berichterstattung sind nicht jedermanns Sache. „Da haben Jungunternehmer oft eine ganz andere Einstellung“, weiß Steinbach. Zwar mögen die Profitmargen gerade im E-Commerce-Bereich noch vergleichsweise gering ausfallen. „Allerdings verfügen diese meist über einen beachtlichen Umsatz, den man an der Börse auch ‚zeigen‘ muss“, ergänzt Acxit-Geschäftsführer Thümmler. Das sieht auch Martin Reck so, Managing Director Cash Market bei der Deutsche Börse AG: „Für Start-up-Unternehmen in der Later Stage-Phase kann eine Börsennotierung ein sinnvoller Weg sein, so können sie



Martin Steinbach,
EY



Martin Reck,
Deutsche Börse

konsequent die Möglichkeiten des Kapitalmarkts zur weiteren Wachstumsfinanzierung nutzen.“ Um Börsengänge von Start-ups zu unterstützen, wurde schließlich im vergangenen Jahr das Deutsche Börse Venture Network gegründet. „Neben einer Online-Plattform zur Anbahnung von Finanzierungsrunden bietet das Venture Network Trainings in Kapitalmarktwissen und schafft ein Netzwerk für Unternehmen und Investoren“, so Reck.

Bedeutung der Makroökonomie

Globalisierung und elektronische Handelssysteme haben in der Vergangenheit voneinander abgeschottete Märkte längst miteinander verbunden. Kursstürze in China lassen auch den deutschen Börsianer nicht kalt. Wie wird sich der Ölpreis entwickeln? Welche Industrien sind davon betroffen? Und welche nicht? „Die Märkte sind volatil geworden“, fasst EY-Mann Steinbach zusammen. „Und zwar grundsätzlich, anstatt nur temporär für die Dauer eines Peaks.“ Die Fenster für Börsengänge werden kleiner, Unternehmen und Investoren müssen sich darauf einstellen. „Es gleicht einem ‚Stop and go‘-Verfahren“, so Steinbach. Anders der M&A-Markt, hier sieht Steinbach mehr Beständigkeit. Ob strategischer, öffentlicher oder Finanzinvestor, eine einheitliche Antwort, welche Art von Bieter den besten Exit-Preis garantiert, gibt es nicht. „Auch für viele Start-ups bietet sich im Zweifelsfall eher eine weitere Venture Capital-Runde an als der Börsengang“, sagt Steinbach. Umgekehrt kann ein geplantes IPO zusätzlichen Wettbewerb unter Käufern generieren, allein durch die gebotene Transparenz des Börsenprospekts. Häufig spielen Investoren vor der finalen Exit-Entscheidung daher mehrere Optionen durch. Allerdings hängt ein Dual Track-

oder Multi Track-Verfahren auch davon ab, ob es kaufkräftige strategische Investoren gibt, die über einen geplanten Börsengang auf ein attraktives Zielunternehmen aufmerksam geworden sind. „Nur das Unternehmen, das generell für ein IPO mit einer hochattraktiven Bewertung geeignet ist, ist auch in der Lage, einen Dual Track-Prozess zu durchlaufen“, weiß eCapital-Geschäftsführer Patt. „Dieser beginnt immer mit der Vorbereitung des Börsengangs und endet idealerweise mit dem erfolgreichen Trade Sale sehr kurz vor dem geplanten Börsengang.“ Allerdings: Aus Kostengründen ist diese Strategie vor allem bei größeren Unternehmen oder Transaktionen zu beobachten.

Dual Track-Verfahren: Beispiel Novaled

Patt spricht aus Erfahrung: Im Sommer 2013 wurde das eCapital-Portfoliounternehmen Novaled an den Samsung-Konzern verkauft. Im Vorfeld hatten die Gesellschafter auch einen potenziellen Börsengang vorbereitet. „Novaled war und ist ein Hochtechnologieunternehmen mit einem sehr breiten IP-Portfolio im Wachstumsmarkt OLED“, erzählt Patt. „Da Novaled in unterschiedlichsten Märkten und Anwendungen aktiv war, war der Börsengang der geeignete Exit-Kanal, um alle unterschiedlichen Aktivitäten zu einer möglichst hohen Bewertung im Markt zu platzieren, da es nur wenige Zielunternehmen gab, die ein Interesse an allen Bereichen gehabt hätten und einen entsprechend attraktiven Kaufpreis mitgegangen wären.“ Aufgrund der Popularität von Novaled traten schließlich mehrere interessierte strategische Bieter auf den Plan. „Ausschlaggebend für die Entscheidung zum Trade Sale war letztlich die erzielte Bewertung, die auf dem Niveau einer im Börsengang zu erzielenden Bewertung gelegen hat“, erinnert sich Patt. Gleicher Ertrag bei weniger Aufwand: „Wenn das erreicht werden kann, ohne dass noch ein Börsengang mit Kapitalerhöhung, Verwässerung und anschließendem Kurs- und Exit-Risiko erforderlich ist, ist der unmittelbar cashrelevante Trade Sale aus meiner Sicht stets die bessere Alternative.“

Fazit

Ob IPO oder Trade Sale – jede Exit-Option hat ihre Vor- und Nachteile. Neben makroökonomischen Faktoren spielen Branche und Unternehmenszyklus eine gewichtige Rolle. Einen „08/15-Plan“ gibt es nicht. In diesem Jahr werden wir sicher einige spannende Börsengänge erleben – aber auch aus den Portfolios von Beteiligungsgesellschaften? Im Zweifelsfall tun Unternehmer und Investoren gut daran, so lange wie möglich auf mehrere Optionen zu setzen und sich erst kurz vor dem Ziel zu entscheiden. Mag sein, dass bei dem ein oder anderen dann das Bauchgefühl entscheidet.

Holger Garbs
redaktion@vc-magazin.de