



**Private-Equity-Bonus auch nach dem Exit, aber nur für Geduldige!**

## IPOs mit Private-Equity-Investoren im Hintergrund langfristig besser?

Private-Equity Fonds machen Unternehmen nachhaltig fit, was nach dem Börsengang den neuen Eigentümern zugutekommt. Das zeigte sich vor allem in den vergangenen Jahren. Kurzfristig jedoch sind Börsengänge von Unternehmen mit PE-Hintergrund oft unterdurchschnittlich attraktiv, da PE-Investoren genau wissen, wie ein angemessener IPO-Preis realisiert werden kann. Diesbezüglich existieren einschlägige Studien, die interessante Details hervorbringen.

von Michael Kordovsky

Der IPO-Preis der BAWAG Group, die am 25.10.2017 an die Börse ging, lag bei 48 EUR pro Aktie. Ein Monat nach dem Börsengang lag der Kurs gegenüber dem IPO-Preis um 12,8% im Minus – eine deutliche Underperformance des STOXX® Europe 600 Banks. Im Einklang mit dieser Bankaktien-Benchmark ging es vom 24.10.2017 bis 03.01.2019 um 24,1% abwärts. Allerdings konnte in diesem Zeitraum der Bankaktienindex bereits outperformt werden, da dieser rund 29% einbüßte. Noch immer befinden sich je 35,1 bzw. 25,7% der Anteile im Einflussbereich der Cerberus Capital Management L.P. und der GoldenTree Asset Management LP. Diese beiden Private-Equity-Investoren machten die BAWAG Group zu einem der effizientesten Bankkon-

zerne Europas. Die BAWAG P.S.K. als größte Tochtergesellschaft der BAWAG Group AG genießt das Vertrauen der Rating-Agenturen. Langfristige Anleihenemissionen im Rang Senior Unsecured werden von Moody's mit A2 und stabilem Ausblick geratet, langfristige Spareinlagen mit A2 und positivem Ausblick. Das Emittenten-Rating von Fitch liegt bei A-. Das hat mit der Leistung der Private-Equity-Investoren zu tun, deren Erfolg sich in folgenden Zahlen zeigt: Mit einem Return on Tangible Equity von 16,8% (@12 % CET1) und einer Cost/Income Ratio von 43,3% zählt die BAWAG Group zu den ertragsstärksten und effizientesten Banken Europas. Die NPL-Ratio (non performing loans in Prozent des gesamten

Kreditvolumens) lag in den ersten 3 Quartalen 2018 lediglich bei 1,7% und die harte Kernkapitalquote unter Vollarwendung der CRR (inklusive Zwischengewinn) stieg von Ende Dezember 2017 bis Ende September 2018 um 180 Basispunkte auf 15,3%. Die 3-Jahres-Ziele von 2018 bis 2020 sehen neben einer durchschnittlichen jährlichen Steigerung des Jahresüberschusses vor Steuern von 5% die Erzielung eines durchschnittlichen Jahresüberschusses vor Steuern je Aktie von mehr als 5,70 EUR vor. Bei einer CET1-Ratio von über 12% sollte bis Ende 2020 ein Überschusskapital von 2 Mrd. EUR generiert werden, das u.a. auch für Akquisitionen bestimmt ist. Auch werden Dividendenzahlungen von 50% des den Aktionären zuzurechenbaren

Nettogewinnes angestrebt, was bei aktuellen Kursen langfristig Dividendenrenditen von über 5% bedeuten würde.

Das Fallbeispiel der BAWAG zeigt sehr deutlich, wie Private-Equity-Fonds arbeiten. Zwar war der Börsengang für die Investoren ein „Zahltag“, doch der nach wie vor hohe Anteil und die ambitionierten aber erreichbaren Management-Ziele zeigen die langfristige Ausrichtung. In den kommenden Jahren ist eine positive Entwicklung der BAWAG-Aktie durchaus möglich.

### IPOs von Private-Equity-Investoren in Europa langfristig auf der Überholspur

Im „European private equity IPO report“ von November 2018 untersuchten die Experten von pwc 607 IPOs im Zeitraum von 1. Jänner 2009 bis 30. Juni 2018. Davon waren 243 mit Private Equity-Hintergrund (Gesamt-volumen: 104,1 Mrd. EUR) und 364 ohne PE-Hintergrund (Gesamt-volumen 151,2 Mrd. EUR). Die Branchenzuteilung basiert auf der Industry Classification Benchmark (ICB) und die Performance wurde auch in Relation zum STOXX Europe 600 Index gesetzt. Ergebnis:

Beide Gruppen hatte einen IPO-Aktivitäts-Peak im Jahr 2015. Wenige Exits an der Börse führten Private-Equity-Firmen hingegen in den Jahren 2009 bis 2012 (insgesamt nur 30) durch, wobei es 2009 sogar nur 2 waren.

Der beliebteste Börsenplatz bei IPOs mit PE-Hintergrund war London mit 38% der Fälle, gefolgt von der Nasdaq Stockholm (14%).

Betrachtet man die absolute Performance, dann bestätigt sich das Kurs-Verhaltensmuster der BAWAG als allgemeiner Performance-Trend von früheren Private-

Equity-Beteiligungen bzw. IPOs mit PE-Hintergrund im Untersuchungszeitraum. Am 1. Tag der Börsennotiz standen durchschnittlich 5,2% in der PE-Gruppe 7,1% bei den übrigen IPOs gegenüber. Am größten war der Vorsprung nach einem Monat mit im Schnitt 9% Plus bei den Non-PE-IPOs verglichen mit 5,7% in der PE-Gruppe. Im Zeitraum von einem Jahr hat sich der relative Vorsprung (hier Vorsprung pro Zeitabschnitt) der Non-PE-IPOs bereits etwas reduziert: 20,9% stehen 16,9% in der PE-Gruppe gegenüber. Nimmt man hingegen den gesamten Untersuchungszeitraum, dann beginnen sich in der Regel im 2. oder 3. Jahr die Verhältnisse umzukehren. Im Endergebnis sieht es über den gesamten Untersuchungszeitraum wie folgt aus: Die 243 IPOs mit Private-Equity-Betei-

### Fevertree Drinks

Börsengang: 04.11.2014

Relative Performance bis 30.06.2018: 2.417%

Land: UK

Die Gründer des Unternehmens haben das Tonic Water praktisch neu erfunden nachdem sie sich mit der Herstellung von Chinin zurück bis ins Jahr 1620 auseinandersetzen. In Großbritannien avancierte der Spezialist für bittere Limonaden schnell zu einem führenden Anbieter in seinem Segment. Alleine von 2016 auf 2017 stiegen Umsatz und Gewinn/Aktie um jeweils 66 bzw. 65%!

ligungsgesellschaften als Großaktionäre im Hintergrund brachten es im Schnitt auf eine Performance von 49,6%, vergleichen mit 44,4% bei den übrigen Börsen-debütanten. Nimmt man die korrekt gerechnete relative Performance zum STOXX Europe 600 Index, dann stehen 38,1% in der PE-Gruppe nur 28,4% bei den übrigen IPOs gegenüber. In den Zeiträumen, 1 Tag, 1 Monat, 6 Monate und 1 Jahr hingegen

waren letztere besser, wobei der Abstand 6 Monate nach Börsengang mit 12,6 zu 11% am geringsten war.

Segmentiert man die IPOs nach ihrem Datum in die Gruppen 2009 bis 2011, 2012 bis 2014 und 2015 bis H1 2018, dann zeigt sich bis Ende Juni 2018 eine signifikante Outperformance jener Börsengänge aus schlechten bzw. unsicheren Börsenphasen: Bei den Emissionen der Jahre 2009 bis 2011 lag die relative Outperformance des STOXX Europe 600 Index bei durchschnittlich 104,2%, verglichen mit -17,5% (also 17,5% Underperformance) bei den übrigen IPOs. Hingegen die bei den Börsengängen 2012 bis 2014 und jenen ab 2015 standen je 58,8 bzw. 29,9% in der Non-PE-Gruppe je 40,3 bzw. 24,2% in der PE-Gruppe gegenüber. In den Zeiträumen bis maximal 1 Jahr nach Börsengang herrschte quer durch alle IPO-Jahre eine (Index-adjustierte) Outperformance-Tendenz der Non-PE-Gruppe. Ausnahme waren die Börsengänge der schwierigen Jahre 2009 bis 2011. Hier entwickelte sich die Aktiengruppe mit PE-Investoren im Hintergrund auf 6 Monate (2,3 zu 1,7%) und 1 Jahr (12,3 zu 6,7%) besser.

### Private-Equity-Investoren planen den Exit schon lange im Voraus

Erklärung dieser Entwicklungen: In schlechten Börsenjahren wagen nur hartgesottene Unternehmen, die meist über eine hohe fundamentale Qualität verfügen, den Börsengang. Geht es dann an der Börse über einen längeren Zeitraum aufwärts befinden sich darunter entsprechende Outperformer. Allerdings gehen PE-Fonds in so einem Umfeld mit ihren

### Brenntag

Börsengang: 29.03.2010

Relative Performance bis 30.06.2018: 715%

Land: Deutschland

Brenntag ist der Weltmarktführer in der Chemiedistribution. Das in Deutschland ansässige internationale Unternehmen managt komplexe Lieferketten und erleichtert sowohl Herstellern als auch Nutzern von Chemikalien den Marktzugang zu tausenden von Produkten und Dienstleistungen. Das Sortiment umfasst ca. 10.000 verschiedene Produkte. Die ca. 185.000 Kunden des Unternehmens stammen aus diversen Abnehmermärkten wie etwa in den Branchen Beschichtungen, Nahrungsmittel, Öl & Gas, Pharma, Körperpflege und Trinkwasseraufbereitung. Von 2010 bis 2017 stieg der Umsatz um 6,3% p.a. auf 11,7 Mrd. EUR. Im gleichen Zeitraum wuchs der Gewinn/Aktie sogar um 13,2% p.a.. Allerdings fällt der jüngste Ertrags-Peak bereits auf das Jahr 2015.

Portfoliounternehmen nur unter besonderen Bedingungen an die Börse. Die übrigen IPOs hingegen waren nach so einem herausfordernden IPO-Zeitraum wie 2009 bis 2011 Underperformer, da sie durch einen schlechten Börsenstart eventuell vorübergehend bei den Anlegern Vertrauen verloren haben.

Die generelle Tendenz, dass die IPOs mit Private-Equity-Hintergrund kurzfristig schlechter langfristig jedoch besser performen als die übrigen hat folgenden Hintergrund: Private-Equity Investoren wissen von Beginn der Beteiligung an, worauf institutionelle Anleger Wert legen. Sie versorgen sie dann bereits sehr früh, lange vor dem geplanten Börsengang mit Informationen, die sie benötigen, um die zukünftigen Entwicklungspotenziale der Börsenkandidaten einzuschätzen. Dabei gehen sie in die Tiefe, während die Detail-Transparenz bei der übrigen IPO-Gruppe für akribische Institutionelle manchmal etwas zu wünschen übriglässt. Viele Unternehmen, die an die Börse gehen, haben zwar zum IPO ihren üblichen Roadshow-Stress, doch häufig mangelt es an einer detaillierten Ausarbeitung der strategischen Ausrichtung. Gleichzeitig wird dann noch eine Strategie des Underpricings verfolgt, damit das IPO möglichst erfolgreich verläuft. Hingegen die PE-Fonds haben von Anfang an den Exit im Auge und bereiten sich schon sehr früh darauf vor.

**Auch andere Studien bestätigen Gesamtmarkt-Outperformance-Tendenzen**

Interessante Resultate zeigte auch eine Master-Arbeit an der „Charles University in Prague, Faculty of Social Sciences“ – Institute of Economics Studies datiert mit 30. Juli 2018 (Autor: Jakub Riha). Von 2000 bis 2017 wurden insgesamt 2245 IPOs betrachtet, davon 531 sowohl mit Private-Equity- als auch Ventures Capital-Hintergrund und daraus 219 Unternehmen mit einem „Private-Equity-Sponsor“. Die regionale Aufteilung erfolgte in UK; Westeuropa, Nordische Länder und Zentral- und Osteuropa. Erfasst wurde die durchschnittliche Nach-IPO-Performance auf 6, 12, und 36 Monate. Was generell auffällt ist die Outperformance der PE-gesponserten IPOs gegenüber dem Gesamtmarkt, dargestellt durch den MSCI Europe-Index, was primär auf die IPO-Performance in Großbritannien,

West- und Nordeuropa zurückzuführen ist. Während in dieser Studie die Gesamtheit aller 2245 IPOs auf 6 und 12 Monate jeweils im Schnitt um 6 und 4% underperfornten und auf 36 Monate sie ebenfalls um 4% schlechter abschnitten, zeigten die PE-gesponserten IPOs jeweils eine Outperformance von 4, 8 und 17%! Die Ergebnisse der IPOs mit PE-Bezug waren statistisch signifikant. Wesentlich ist dabei, dass kurzfristig IPOs mit PE-Hintergrund in Großbritannien um 9 bzw. 11 Prozent auf 6 bzw. 12 Monate den MSCI-Europe übertrafen, während sie mit nur 6% auf 36 Monate im Schnitt keinen bedeutenden Mehrwert generierten. Hingegen auf 6 Monate keinerlei Outperformance zeigten PE-gesponserten IPOs aus West- und Nordeuropa, die jedoch auf 36 Monate um jeweils 33 bzw. 12% besser abschnitten als der MSCI-Europe. Im Vergleich mit regionalen MSCI-Indizes lag die Outperformance in Nord- und Westeuropa auf 36 Monate bei jeweils 9 bzw. 14%. In eine ähnliche Kerbe schlägt eine mit 24. Mai 2011 datierte Master-Arbeit an der schwedischen LUND University – School of Economics and Management, Department of Business and Administration (Autor: Linus Johansson). Im Untersuchungszeitraum 1994 bis 2007 wurde eine Gesamtstichprobe von 318 (verwendet 277) IPOs mit Private-Equity-Hintergrund mit dem S&P Europe Version des Index verglichen. Ergebnis: Diese IPOs outperfornten sowohl ihre Peer-Group als auch den Gesamtmarkt auf 3-Jahres-Sicht im Schnitt um jeweils 18,02 bzw. 14,75%. Auf ein Jahr betrach-

**Chr. Hansen**

Börsengang: 03.06.2010  
Relative Performance bis 30.06.2018: 500%  
Land: Dänemark

Das Unternehmen orientiert sich an den UN-Nachhaltigkeitszielen. Es liefert Lebensmittelkulturen und Enzyme für die Lebensmittelindustrie, sowie mikrobielle Lösungen für die Pflanzen- und Tiergesundheit. Weiterhin stellt Chr. Hansen Lebensmittelfarbstoffe her. Von 2014/15 bis 2017/17 stieg der Umsatz von 858,6 auf 1097,4 Mio. EUR, während der freie Cash Flow von 151,1 auf 195,4 Mio. EUR gesteigert werden konnte.

tet lag die Outperformance bei je 13,70 bzw. 10,49%.

**Highfligher mit hervorragender Management-Leistung**

Dass zumindest hinter besonders erfreulicher Wertentwicklung eine fundamentale Überlegenheit steckt, kann bei den PE-IPOs auch empirisch belegt werden. Eine Studie (Acharya et al., 2013) betrachtete zwischen 1991 und 2007 in Westeuropa knapp 400 IPO-Deals mit PE-Hintergrund und kam zu dem Ergebnis, dass eine überdurchschnittliche Performance auf eine Verbesserung von operativer Marge und Umsatz in der privaten Phase vor dem Börsengang zurückzuführen war. Dass Firmen auch noch nach dem Börsengang fit sein können zeigen neben der BAWG Group noch die Highfligher aus dem „European private equity IPO report“ November 18 von pwc (siehe Infokästen).

**Amadeus IT**

Börsengang: 27.04.2010  
Relative Performance bis 30.06.2018: 467%  
Land: Spanien

Der Spezialist für Reisevertriebssoftware stieg bereits im Jahr 2002 zum Weltmarktführer bei Flugreservierungssystemen auf. Heute bietet das Unternehmen der Reisebranche ein breites IT-Angebotspektrum. Die Expansionsgeschwindigkeit zeigt sich darin, dass von 2014 bis 2017 der Umsatz von 3,42 auf 4,64 Mrd. EUR stieg, während der Free Cash Flow sogar von 596,3 auf 917,6 Mio. EUR gesteigert werden konnte.

# WER SORGT SICH SO UM MICH, WIE ICH MICH UM ANDERE SORGE?

---

FÜR VERTRIEBSPARTNER,  
DIE EINEN STARKEN PARTNER SUCHEN:  
WILLKOMMEN BEI DER WIENER STÄDTISCHEN.

Alle Infos auf [wienersaetdtische.at/vertriebspartner](https://wienersaetdtische.at/vertriebspartner)

[f/wienersaetdtische](https://www.facebook.com/wienersaetdtische)

IHRE SORGEN MÖCHTEN WIR HABEN

**WIENER**   
**STÄDTISCHE**  
VIENNA INSURANCE GROUP