



© motor101 - stock.adobe.com

Private Equity kauft Maklerunternehmen – Was bedeutet das für die Preise?

Die Konsolidierung am deutschen Maklermarkt findet gerade mithilfe von Private-Equity-Geldern statt. Im Fokus steht die Übernahme größerer Maklerunternehmen, die aufgrund dieser Entwicklung gute Preise beim Unternehmensverkauf erzielen können. Doch es muss nicht immer so gut laufen, meint Unternehmensberater Dr. Stefan G. Adams.

Die Chancen für Makler, einen höheren Kaufpreis zu realisieren als noch vor zwei bis drei Jahren, sind sehr gut.

Seit einigen Jahren erwerben Private-Equity-Firmen (PE) Maklerfirmen direkt oder über ihre Beteiligungen an mittelständischen oder größeren Maklerhäusern. An den Autor werden laufend Fragen zu den Modellen, den Vor- und Nachteilen sowie den Chancen oder Risiken eines Verkaufs an solche PE-finanzierten Firmen herangetragen, die auszugsweise im Folgenden beleuchtet werden.

Von einem Private-Equity-Investor zum nächsten

Aktuell im Markt tätige PEs setzen die sogenannte „Buy & Build“-Strategie um. Diese Vorgehensweise steht immer am Beginn einer PE-getriebenen Marktkonsolidierung. Hat ein PE nach zum Teil mehrjähriger erfolgreicher Einkaufstour die angestrebte Investitionsgrößenordnung des zur Verfügung gestellten Fonds investiert, wird das komplette Portfolio an ein weiteres PE-Haus weitergereicht. Meist passiert dies nach vier bis sechs Jahren Fonds-

laufzeit. Dieses PE-Haus bezahlt dann in der Regel einen deutlich höheren Preis als die Summe der vorhergehenden Käufe inklusive Kosten und konsolidiert die Unternehmensgruppe.

Synergiepotenziale bei Personal- und Sachkosten sowie Produktgebern müssen dann im zweiten Schritt gehoben werden. Das bedeutet auch, dass die Realisierung von Synergien selten im Fokus der PEs der ersten Stunde steht, die eine „Buy & Build“-Strategie umgesetzt haben. Der „zweite PE-Erwerber“ muss den erhöhten Kaufpreis rechtfertigen, und zahlreiche Beispiele aus anderen Märkten belegen eine robuste Vorgehensweise mit entsprechenden nachteiligen Auswirkungen auf Kunden und Personal der Unternehmen im Portfolio.

„Buy & Build“-Strategie im Maklermarkt

Wie sieht es nun im sich konsolidierenden Maklermarkt aus? Die PE-getriebenen Marktteilnehmer

fahren zum Großteil die oben genannte Strategie ohne durchgreifende Hebung von Synergien oder mit nur geringer Realisierung von Synergiepotenzialen. Unter anderem ist dies begründet durch die hohe Akquisitionsfrequenz der zehn bis zwölf Marktteilnehmer, die für entsprechende Maßnahmen gar keine Zeit lässt. Denn wer langsam akkumuliert, verliert in einem engen Markt gute Targets an Wettbewerber. Die Anzahl der bisher akquirierten Zielunternehmen und deren Größe führt bereits zu einer Ausdünnung des Marktes im oberen Maklersegment, sodass nun Maklerbetriebe in den Fokus kommen, die bisher zu klein erschienen.

Chancen auf höhere Verkaufspreise – teilweise

Nun interessiert natürlich die Sicht eines Maklerbetriebs, der grundsätzlich zu einem Verkauf bereit ist, und die Frage, welche Auswirkungen diese Entwicklung auf den Verkaufspreis hat. Die Chancen für Makler, einen höheren Kaufpreis zu realisieren als noch vor zwei bis drei Jahren, sind sehr gut. Momentan allerdings nur für die Maklerunternehmen mit einer (Bestands-)Courtage von 1 Mio. Euro und darüber. Unternehmen mit weniger als 750.000 Euro Courtage sind – ausgenommen ausgewiesene Spezialmakler – für Private-Equity-Investoren uninteressant. Schon die Kosten für eine professionelle Due Diligence, für Verträge und für Rechtsberatung stellen eine natürliche Untergrenze für die Profitabilität eines akquirierten Targets dar.

Im Segment der Maklerunternehmen mit unter 1 Mio. Euro Courtage gab es dagegen bisher nahezu keine PE-Transaktionen und somit auch keine Auswirkungen auf die Kaufpreise. Dies könnte sich aber im Zeitverlauf ändern, wenn mögliche Übernahmekandidaten rar werden und weiteres Kapital vorhanden ist, das investiert werden muss. Der Erwerb kleinerer profitabler Unternehmen mit Courtagen zwischen 500.000 und 1 Mio. Euro könnte dann in den Fokus der PEs rücken.

Mehr Erlös durch Rückbeteiligungsmodelle?

Kann ein Makler beim Verkauf mit Rückbeteiligungsmodellen einen zusätzlichen Verkaufserlös generieren? Die Idee beim Verkauf des „ersten“ PEs an das „konsolidierende“ PE ist, wie beschrieben, einen signifikant höheren Faktor für das gesamte Portfolio zu realisieren, als zuvor für den Aufbau bezahlt wurde. Hieran sollen die veräußernden Makler bei einem Rückbeteiligungsmodell partizipieren.

Ist dies realistisch? Es kommt darauf an: Steigen die Zinsen signifikant an, wird weniger Kapital am Markt verfügbar sein. PEs, die nach Abschluss der „Buy & Build“-Strategie als potenzielle Käufer auftreten, könnten dann geringere Faktoren für den Erwerb der Portfolios bieten. Eindrucksvoll zeigt sich dieser Zusammenhang bereits Anfang 2022 bei Tech-Aktien. Diese haben nur aufgrund der Ankündigung von Zinserhöhungen vonseiten der Fed an Marktkapitalisierung verloren.

Mindestens genauso relevant ist aber die Einkaufsstrategie des jeweiligen PEs. Worst Case: Kein potenzieller Erwerber findet sich, weil der Einkauf der Unternehmen durchgehend zu teuer war. Dann heißt es für das originär investierende PE, das Portfolio zu halten – schlecht für die Investoren – oder das Portfolio zu geringeren Bewertungsfaktoren, auch gegebenenfalls unter dem Einstandspreis, zu verkaufen. Die vereinbarte theoretische Rückbeteiligung für das Maklerunternehmen ist dann „0“.

Aus anderen Märkten kennen wir in diesem Worst-Case-Szenario die sukzessive Veräußerung des zuvor erworbenen Portfolios als Option, da viele PE-Firmen bzw. deren Investoren ungeduldig auf ausbleibende Renditen reagieren. Passiert dies im großen Rahmen, wird der Markt das steigende Angebot an Maklerunternehmen mit niedrigeren Preisen goutieren. Die Reaktion der PE-Wettbewerber wird dann, wie dies an der Börse als Dominoeffekt üblich ist, nicht ausbleiben. Die Devise heißt dann: Rette sich, wer kann.

Diese beiden Entwicklungslinien – Zinsanstieg und zu hohe Einstandspreise – konterkarieren somit sogenannte Rückbeteiligungsmodelle, wie sie heute im Markt angeboten werden. Diese mutieren für die ehemaligen Verkäufer der Maklerunternehmen eher zu einer Art Kapitalvernichtung.

Fazit: Die Marktkonsolidierung ist schon weit fortgeschritten

Der Verkauf eines Maklerhauses an ein Private-Equity-Unternehmen hat einigen größeren Maklern attraktive Verkaufspreise beschert. Auch der Verkauf mit Rückbeteiligung kann lukrativ sein, wenn alle Targets des Fonds sorgsam bewertet und marktgerecht eingekauft wurden. Hier muss sich der veräußernde Makler allerdings tiefgehende Einblicke in das Portfolio des PEs verschaffen. Die dazu notwendige Transparenz ist aber oft nicht gegeben. Oder der Verkäufer verhandelt einen Kaufpreis, der auch bei ausbleibender Rückbeteiligung attraktiv ist – wobei dann meist der Marktpreis erzielt wird, den auch nicht PE-getriebene mittelständische Erwerber bezahlen.

Wer sein Unternehmen in gute Hände geben will, sollte sich andere etablierte Marktteilnehmer als Erwerber suchen. Diese gibt es in großer Anzahl. Denn Private-Equity-Häuser werden, insbesondere in der geschilderten zweiten Runde, radikal Kosten reduzieren mit Auswirkungen auf Service und Kundenbindung. Zudem geht Verantwortung für Personal und Kunden schwerlich einher mit dem Verkauf an anonyme Investorengelbe, bei denen ausschließlich der „harte Dollar“ zählt. •

Dr. Stefan G. Adams

Geschäftsführer der Dr. Adams & Associates GmbH & Co KG

