

EQT will es besser als Nestlé machen

INTERNATIONAL Die Beteiligungsgesellschaft appliziert das Hausrezept an akquirierter Nestlé-Hautpflegesparte: mit rascher Expansion zu starkem Wertanstieg.

THOMAS HENGARTNER

Die Beteiligungsgesellschaft EQT bezahlt beim 10 Mrd. \$ teuren Kauf der Nestlé-Hautpflegesparte das 3,6-Fache des Jahresumsatzes. Michael Bauer, der beim schwedischen Beteiligungshaus hauptverantwortlich für die Transaktion ist, relativiert die Bedeutung des Einstandspreises. Der Schweizer leitet den Sektor Gesundheitsbranche bei der 1994 gegründeten EQT: «Eine noch wesentlich höhere Bewertung für Galderma – wie wir die zu erwerbende Gesellschaft nennen – liegt drin, wenn sie dauerhaft deutlich kräftiger wächst als der Branchenschnitt.»

Straumann als Ambition

Im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft» weist Bauer auf das Beispiel des Zahnimplantatherstellers Straumann, der an der Börse zum Neunfachen des Umsatzes bewertet ist und veranschaulicht, wie der Kapitalmarkt überdurchschnittliche Performance honoriert.

Die schwedische EQT agiert in enger Zusammenarbeit mit der dortigen Industrielldynastie Wallenberg. Familienspross Peter jr. sowie Finn Rausing vom schwedischen Verpackungshersteller Tetra Laval betätigen sich im EQT-Verwaltungsrat. In den fünfzehn Jahren des Bestehens sind mehr als zweihundertzehn Investments zustande gekommen. Die Hälfte der erworbenen Unternehmen sind nach Vergrößerung und Internationalisierung bereits weiterveräußert.

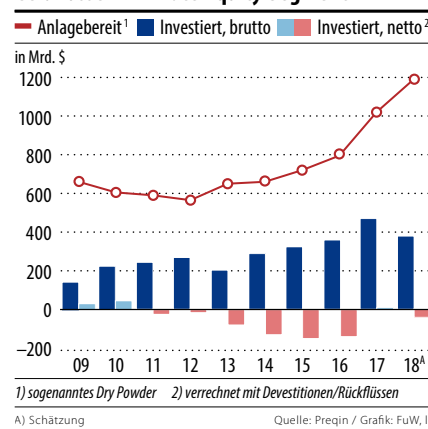
Anlagebereit sind global rund 1200 Mrd. \$ für Grossübernahmen (Buy-out-Capital), Firmengründungen (Venture) oder Expansionsbeteiligungen (Growth). Im Jahresschnitt sind 400 Mrd. \$ davon investiert worden. Weil zugleich frühere Beteiligungen für eine vergleichbare Summe devestiert wurden, ist in manchen Jahren netto Geld an die Investorenschaft zurückgeflossen.

Für EQT ist der Einsatz der 10 Mrd. \$ für den Erwerb der Nestlé-Sparte ein zu grosses Stück, um den Erwerb allein zu finanzieren – selbst wenn davon in etwa die Hälfte gemäss Branchenpraxis durch Fremdmittel finanziert wird. Als Investitionspartner sind deshalb Staatsfonds und Pensionsfonds motiviert worden. «Als

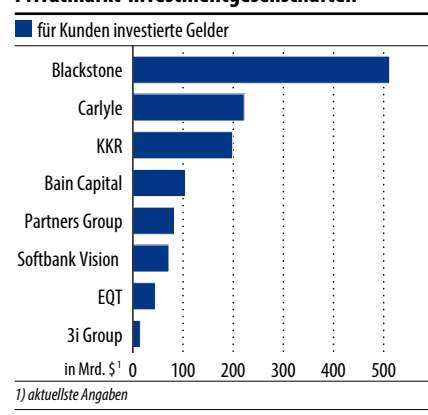


Männer würden Hautpflegemarkt auf neue Ebene hieven, lautet ein Investmentmotiv.

Geldflüsse im Private-Equity-Segment



Privatmarkt-Investmentgesellschaften



Bald ein Börsenstar wie Partners Group?

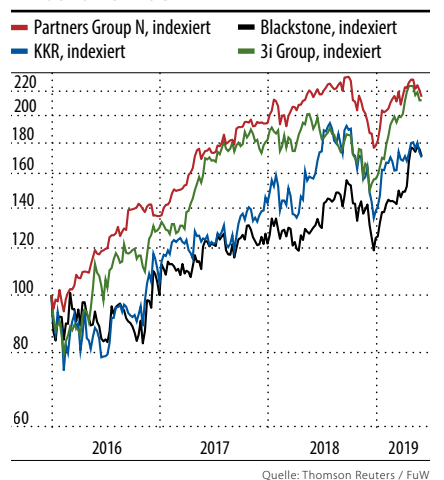
Der schwedische Investmentanbieter EQT rangiert mit 45 Mrd. \$ investierten Kundengeldern im Privatmarktgeschäft hinter der schweizerischen Partners Group (83 Mrd. \$ Volumen). **Marktführend sind die US-Giganten Blackstone, Carlyle, KKR und Bain Capital.** Der 2017 vom japanischen Konglomerat Softbank lancierte Vision Fund ist mit Beteiligungen im Wert von gut 70 Mrd. \$ ebenfalls weit vorne.

Zum Thema des baldigen Börsengangs von EQT bleibt Geschäftsleitungsmitglied Michael Bauer gegenüber «Finanz und Wirtschaft» unspezifisch. Als rasch expandierender Investmentanbieter wolle EQT die geografische Präsenz ausweiten, unter anderem in Asien. «Eine Börsenplatzierung mit den Finanzierungsmöglichkeiten des Kapital-

markts würde dies erleichtern», sagt Bauer lediglich. Entscheide dazu würden an der Firmenzentrale erwogen, womit die Stockholmer Börse bei einem entsprechenden Startschuss wohl erste Wahl wäre.

Ermutigt werden die EQT-Verantwortlichen durch die Kursentwicklung von Partners Group. Die Valoren sind gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis von 22 teuer. Das geht aber in Ordnung, weil das Unternehmen den Gewinn dauerhaft kräftiger als andere steigert. Erfolgsabhängige Einnahmen werden zudem erst gebucht, nachdem ein Anlageerlös auch für die Kunden fixiert ist – anders als bei den pro rata abrechnenden US-Konkurrenten. Deshalb bevorzugen viele Aktienanleger die Papiere des Schweizer Privatmarktspezialisten.

Privatmarkt-Aktien



Banken hoffen auf die sachte Zinswende

SCHWEIZ Geldhäuser zeigen sich entspannt ob des Risikos steigender Zinsen. Auch wenn dann erst einmal Verluste drohen.

ALEXANDER TRENTIN

Steigen die Zinsen bald? Damit rechnet man im Finanzsektor kaum. Nur eine Hand streckt nach oben, als das Publikum einer Paneldiskussion am Institut für Finanzdienstleistungen Zug (IFZ) gefragt wird, ob bis Ende nächsten Jahres die Leitzinsen in der Schweiz steigen. Trotz aller Unwahrscheinlichkeit: Banken dürfen sich nicht auf ewig tiefe Zinsen verlassen.

Steigen die Zinsen, drohen erst einmal Verluste. Gemäss Barwertansatz – man diskontiert Geldflüsse mit dem aktuellen Marktzins ab – sinkt der Wert der Aktiva der Bankbilanz stärker als der von Kunden-

«Die Banken drehen ein immer grösseres Rad.»

MARTIN SPILLMANN
Institut für Finanzdienstleistungen Zug

deneinlagen auf der Passivseite. Grund ist das Kerngeschäft der Banken: die Fristentransformation. Robert Bichsel, Leiter Bankensystem bei der Schweizerischen Nationalbank, erklärt: «Banken finanzieren sich tendenziell mit kurzfristigem Geld, daraus folgt eine längere Zinsbindung auf der Aktiv- als auf der Passivseite.» Je länger die Zinsbindung einer Position, desto grösser schwankt ihr Wert mit dem Zins.

Die Exponierung zu höheren Zinsen wächst, und damit wächst das Risiko (vgl.

Grafik 1) – «die Margen sinken, die Volumen steigen», sagt Martin Spillmann. Der IFZ-Professor beobachtet angesichts wachsender Hypothekenschulden: «Befeuert durch Tiefzinsen und Immobilienboom dreht man ein immer grösseres Rad.»

Die Bankbilanzen sehen laut Spillmann in der Schweiz oftmals ähnlich aus, getrieben von den Kundenbedürfnissen: «Kunden wollen Festhypotheken, die Einlagen sind dagegen nicht zinsgebunden.» Die Ähnlichkeit der Geldhäuser mache das System «anfällig für Herdenverhalten». Das würde oft nicht realisiert: «Viele Banken denken, sie könnten sich schnell noch absichern, wenn die Zinsen steigen.»

Zu hohe Risiken in den Bankbilanzen bestreitet Jürg Schneider, Leiter Treasury der ZKB: «Bei den Banken ist die Fähigkeit zur Verlustabsorption substanzial gestiegen.» Im Zinsdifferenzgeschäft der ZKB sei seit 2014 die Sensitivität auf eine Zinsänderung zwar 30% gewachsen, «gleichzeitig haben wir aber auch die verlusttragenden Eigenmittel um 30% erhöht».

Steigende Zinsen seien auch sonst kein Horror für die Banken, betont Schneider: «Wir haben keine Angst vor der Zinswende. Wir würden wieder eine positive Marge auf unserem Zinsgeschäft erzielen.» Bei Negativzinsen werden Kundeneinlagen faktisch von den Banken subventioniert (vgl. Grafik 2) – der Zins auf Privatkonten wird meist über null belassen.

Das Idealszenario für die Finanzinstitute wäre daher eine «mässige Zinserhöhung», glaubt Marc Schwarz, Treasurer bei

der Thurgauer Kantonalbank (TKB). Die negative Einlagenmarge sinkt, die Verzinsung neu abgeschlossener langfristiger Festhypotheken steigt. Das Szenario einer rapiden Zinswende ist laut Schwarz dagegen weniger positiv: «Zinsanpassungen auf Sicht- und Spargeldern betreffen sofort das Gesamtvolumen. Bei Festhypotheken dagegen wird jährlich nur ein kleiner Teil – je nach Bank 10 bis 20% – erneuert.»

Ab wann überwiegt der negative Effekt durch die längere Zinsbindung der Aktiva? Robert Bichsel sagt: «Wo genau der Wendepunkt liegt, hängt von Annahmen ab und variiert von Bank zu Bank. Gemäss unseren Simulationen liegt er bei einer Zinserhöhung von über zwei Prozentpunkten.» Vor diesem Niveau würden die meisten Banken profitieren. «Bei einem Zinsschock von beispielsweise vier Pro-

zentpunkten würde der negative Effekt eindeutig dominieren», fügt Bichsel an.

Die Banken rechnen den Effekt auf ihr Geschäft mit vielen Szenarien über den künftigen Zinsverlauf durch. Laut Schneider sind es rund zwanzig bei der ZKB, «so stellen wir sicher, dass der mögliche Barwertverlust nicht das dafür reservierte Risikokapital überschreitet». Dabei verlassen sich die Finanzinstitute nicht auf historische Daten zu Zinsveränderungen. TKB-Treasurer Schwarz erklärt: «Vergangenheitsdaten sind nicht optimal, da wir in den letzten Jahren nur mit sinkenden Zinsen konfrontiert waren.»

Neben dem direkten Effekt höherer Zinsen gibt es ein indirektes Risiko. Denn die Zinslast für Kreditnehmer würde erhöht. «Dadurch könnte es zu mehr Ausfällen bei Krediten – etwa von Hypotheken –

Co-Investoren sind sie zu geringen Kosten voll dabei», sagt Bauer.

Den anderen Fondsanlegern belastet EQT eine fixe Gebühr von jährlich zirka 1,5% des Vermögens. Wird eine Beteiligung später zu einem höheren Gewinn veräußert, als mit den Fondsanlegern als Renditehürde vereinbart ist, kassiert EQT in der Regel 20% der übersteigenden Werterschöpfung als Erfolgsbeteiligung.

Um auf einen möglichst grossen Wertzuwachs zu kommen, werden gemäss Bauer operative und strategische Massnahmen über einen vier- bis sechsjährigen Zeitraum angesetzt: «Finanzierungsaspekte und Kredithebelung haben daran nur begrenzten Anteil.»

Vorzeige-Manager zur Seite

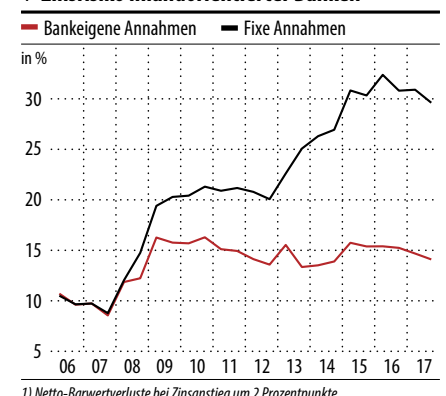
Im Fall des von Nestlé nach Abschluss aller Bewilligungen zu kaufenden Hautpflegeschäfts würden die geplanten strategischen Schritte vermutlich auf das längere Ende der Zeitspanne hinauslaufen. Für Galderma erwartet Bauer jedoch gute Entwicklungsmöglichkeiten. Haut- und Körperbehandlungen aus ästhetischen Gründen seien in den USA und Asien bereits weit verbreitet. «In Europa ist in dieser Hinsicht ein Aufholen wahrscheinlich», argumentiert er, «und zudem erwarten wir, dass sich künftig auch Männer mehr um ihre Haut kümmern und Behandlungen vornehmen lassen.»

Die Rezeptur basiert folglich darauf, den Umsatz auszuweiten. Bauer betont im Gespräch, Wachstum sei der effizienteste Weg zur Steigerung des Unternehmenswerts: «Wenn wir es gut machen, steigen Umsatz wie auch die Gewinnmarge parallel, und dann wird der Wert dieses Investments überproportional klettern.»

EQT zieht generell für strategische Führungsaufgaben branchenerfahrene Führungskräfte bei. Zu diesem Beraterpool gehören aus der Schweizer Wirtschaftswelt etwa Michel Orsinger (früher Synthes), Ulf Berg (ehemals Sulzer) und Thomas Ebeling (ex Novartis).

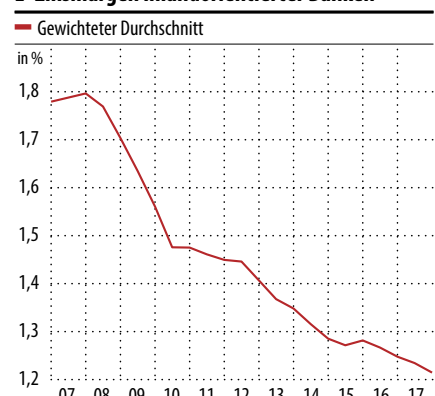
Was für die Anleger in den EQT-Beteiligungsfonds am Ende bleibt, wird sich folglich in etwa sechs Jahren zeigen. In zurückblickender Betrachtung haben die Anlagekunden gemäss Bauer auf den effektiv investierten Summen eine zweistellige Rendite nach Kosten verdient.

1 Zinsrisiko inlandorientierter Banken¹



1) Netto-Barwertverluste bei Zinsanstieg um 2 Prozentpunkte
Quelle: SNB / Grafik: FuW, IS

2 Zinsmargen inlandorientierter Banken



Quelle: SNB / Grafik: FuW, IS

«Auf höhere Zinsen können Kreditausfälle folgen.»

ROBERT BICHSEL
Leiter Bankensystem, SNB

«dürfte der Grund eher in einer höheren Inflationsrate als höheren Realzinsen liegen». Reale Zinsen sind nominale Zinsen minus die Teuerung.

Solange müssen sich Banken mit Negativzinsen arrangieren. Philipp Ackermann, Treasurer der Raiffeisen Gruppe, meint: «Ich wäre froh, wenn die Zinswende bald kommt.» Aber: «Wir müssen uns wohl noch einige Jahre mit negativen Zinsen auseinandersetzen.» Die SNB räumte Banken einen Freibetrag ein, der nicht von negativen Zinsen belastet wird – der wurde trotz wachsender Bankbilanzen nicht erhöht. Raiffeisen will weiterhin nur institutionelle Kunden mit negativen Zinsen belasten, so Ackermann. Auch die ZKB habe ihre Politik nicht geändert, sagt Schneider: «Die Meldung, dass wir flächendeckend Negativzinsen für Privatkunden eingeführt haben, ist falsch.» Nur Grosskunden mit viel Cash blieben betroffen.