

Die Branche läuft auf Hochtouren

Der Sekundärmarkt für Fondsanteile wird 2011 ein neues Rekordvolumen erreichen

Ganz sicher: Die Regulierungsbehörden hatten und haben vermutlich immer noch keine Vorstellung davon, wie sehr sie mit ihren Bestimmungen die Märkte beeinflussen. Solvency II und Basel III bewirken durch die unverhältnismäßig hohen Anforderungen an die Eigenkapitalhinterlegung von Private Equity-Investitionen starke Verwerfungen zwischen Primärfonds (die Leidtragenden) und Sekundärfonds (die Profiteure). Leidtragende sind schließlich auch kleine und mittelständische Unternehmen, denen eine wichtige Finanzierungsquelle zu versiegen droht.

Des einen Freud, des anderen Leid

So haben sich bereits viele Banken und einige Versicherungen komplett oder teilweise von ihren Private Equity-Fondsanteilen getrennt oder planen diesen Schritt für die nahe Zukunft. Dies führt zu attraktiven Investitionsmöglichkeiten im sogenannten Sekundärmarkt. Die Fundraising-Bemühungen von Primärfonds werden dagegen deutlich erschwert, weil viele Banken und Versicherungen ihre Private Equity-Aktivitäten nun erst einmal ruhen lassen.

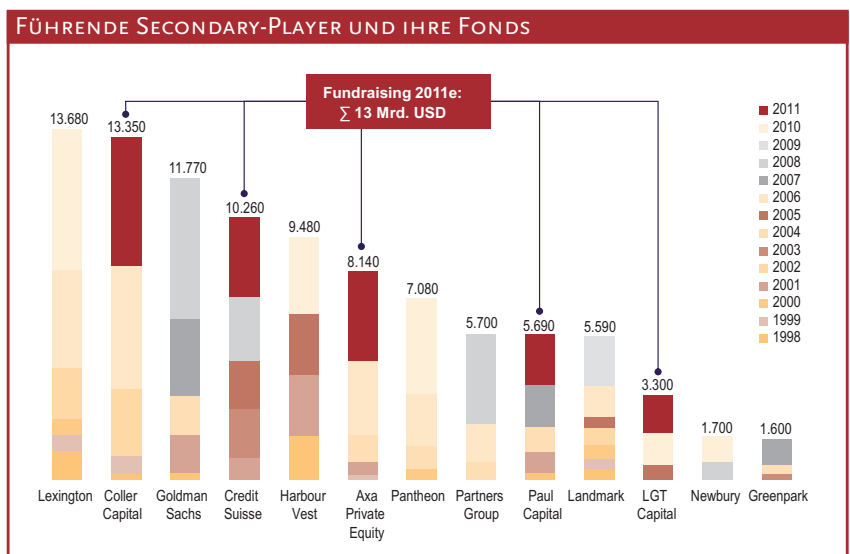
Viele Vorteile für den Zweitmarkt

Während sich typische Private Equity-Fonds in den ersten fünf bis sechs Jahren auf ihre Investitionsaktivitäten konzentrieren und erste Ausschüttungen an die Fondsinvestoren in aller Regel ab dem fünften oder sechsten Jahr der Fondslaufzeit zu erwarten sind, kann der Investitionsprozess durch Sekundärmarkt-Investitionen erheblich beschleunigt werden. Dadurch, dass Positionen erworben werden, die bereits seit einigen Jahren existieren und deshalb früher veräußert werden können, können die Investoren früher mit Ausschüttungen rechnen.

Durch die früheren Rückflüsse von Secondaries sowie marktübliche Abschläge auf den aktuellen NAV (Nettovermögenswert) ergibt sich eine deutliche Abschwächung des J-Curve-Effektes sowie eine erhebliche Verbesserung des Diversifikationsgrades eines Gesamtportfolios. Hinzu kommt, dass der Secondary-Käufer zum Einstiegszeitpunkt das vorhandene Portfolio mit einer dokumentierten Historie viel besser beurteilen kann, als dies dem Primärfonds zum Zeitpunkt seines Einstieges möglich war. Damit weisen Sekundärinvestitionen auch ein besseres Risikoprofil als Primärtransaktionen auf.

Erfolgreiches Subsegment

In den vergangenen Jahren haben sich Secondaries zu einem viel beachteten Subsegment innerhalb der Private Equity-Branche entwickelt. Eine Gruppe von sechs Anbietern (Coller Capital, Goldman Sachs, HarbourVest, Landmark, Lexington und Paul Capital) hat 1998 die ersten dedizierten Secondary-Fonds gebildet und damit insgesamt 4 Mrd. USD eingeworben. Die Partners Group ist mit einem 500-Mio.-USD-Fonds 2004 erst verhältnismäßig spät in den Markt eingestiegen.



Allein die aus unserer Sicht führenden Secondary-Player haben von 1998 bis 2010 mehr als 80 Mrd. USD Kapital eingeworben.

Große Player

Dabei handelt es sich um reine Secondary-Spezialisten (Coller Capital, Lexington Partners, Paul Capital, Newbury etc.) oder Anbieter, die neben klassischen Dachfonds (Pantheon, Partners Group, LGT) auch dedizierte Secondary-Fonds anbieten. LGT Capital hat dedizierte Secondary-Fonds aufgelegt, mischt seinen Dachfonds

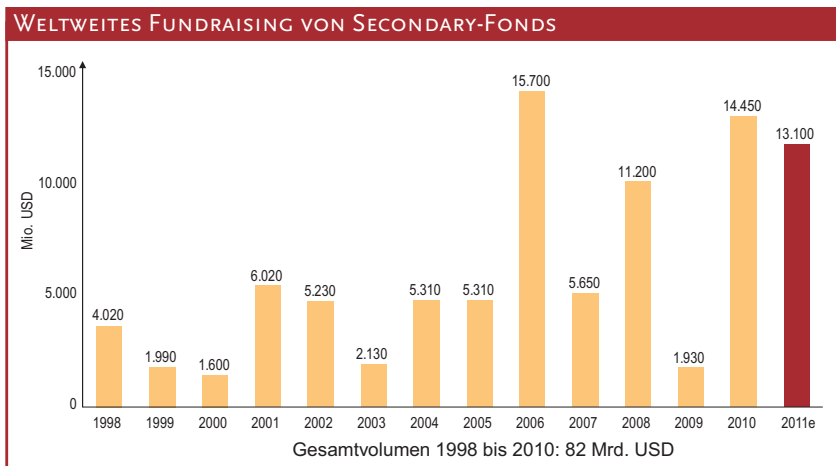
aber auch schon seit Jahren bis zu 30% Secondaries bei und beschert seinen Investoren mit dieser Investitionsstrategie sehr zufriedenstellende Renditen. Bereits 1999 hat Axa Private Equity seinen ersten dedizierten Sekundärfonds aufgelegt und wirbt gegenwärtig seinen fünften Fonds ein. Dabei kann sich auch Axa auf eine überzeugende Renditehistorie stützen. Von dem Zielvolumen von 3,5 Mrd. USD haben internationale Investoren (zum großen Teil Altinvestoren) in wenigen Monaten bereits über 2 Mrd. zugesagt. Axa Private Equity hat mit dem Kauf eines 1,8 Mrd. USD großen Portfolios Anfang 2010 die erste große Transaktion nach der Finanzkrise vermeiden können und ließ in den vergangenen zwölf Monaten zwei weitere große Transaktionen folgen (Natixis und Citi).

Wieder auf Hochtouren

Betrachten wir den Gesamtmarkt, so wurden mit weltweit etwa 20 Mrd. USD in den Jahren 2008 und 2010 die bisher höchsten Transaktionsvolumina erreicht. 2009 dagegen haben unterschiedliche Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern – die zu Discounts von bis zu 80% führten! – erstmals für einen deutlichen Rückgang des Transaktionsvolumens auf nur noch etwa 8 Mrd. USD gesorgt. Inzwischen haben sich die Preisvorstellungen der Verkäufer den Erwartungen der Käufer wieder angeglichen. Für 2011 kann ein neuer Rekord erwartet werden. Die führenden Anbieter wappnen sich aber auch schon für die zukünftigen Jahrgänge und wollen dieses Jahr 13 Mrd. USD für neue Fonds einwerben.

Analyse ist das A und O

Institutionelle Investoren in Secondary-Fonds sind aber gut beraten, diszipliniert an diese Investitionsform heranzugehen. Nicht alle Anbieter haben ihren Investoren zufriedenstellende Renditen beschert. Momentan haben wir es mit einem Käufermarkt zu tun. Ein großer Teil der am Markt gehandelten Transaktio-



Quelle: Prequin, Mackewicz & Partner

nen wird nicht zum Abschluss kommen. Wenn Immobilienexperten auf die Frage nach ihrem Rezept für gute Ergebnisse mit „Lage, Lage, Lage“ antworten, gilt für Secondary-Investitionen sicher analog „Analyse, Analyse, Analyse“. Ausreichend große Teams müssen die Portfolios bis auf Unternehmensebene durchforsten und gut begründete Preisvorstellungen entwickeln. Wir haben es mit einem sehr zyklischen Markt zu tun, der eine sehr hohe Preisdisziplin und einen guten Marktüberblick der Käufer erfordert.

Ausblick

Momentan geben die Regulierungsbehörden dem Sekundärmarkt neue Impulse. Es kann aber davon ausgegangen werden, dass Investoren auch in Zukunft Fondsanteile, Commitments und Beteiligungen veräußern wollen und dafür auf einen aufnahmebereiten Sekundärmarkt treffen werden. Der Sekundärmarkt stellt dem Private Equity-Markt damit Liquidität zur Verfügung, womit die Anlageklasse für institutionelle Investoren insgesamt an Attraktivität gewinnen dürfte. ■

Zum Autor



Detlef Mackewicz ist Gründer und Geschäftsführer der Beratungsgesellschaft Mackewicz & Partner, die institutionelle Investoren bei deren Aktivitäten im Umfeld der alternativen Anlageklassen unterstützt. Er blickt auf 15 Jahre Erfahrung in der Private Equity-Branche zurück.