

DIE STIFTUNG

Magazin für das Stiftungswesen und Philanthropie



Pannenhilfe

Was kann die neue ADAC Stiftung für den reformierten Automobilclub leisten?

Ein Zweitmarkt mit erstklassigen Aussichten

Um in Zeiten von Niedrig-, Null- oder Strafzinsen weiter auskömmliche Erträge zu erwirtschaften, investiert heute bereits jede dritte Stiftung mehr als 20 Prozent ihres verwalteten Vermögens in Private Equity. Doch der PE-Markt gilt zunehmend als überhitzt. Ein besseres Risiko-Rendite-Profil findet sich oft auf dem Sekundärmarkt. *Von Axel Rose*

Tausende Besucher strömen zu den Secondhand-Events „Vino Kilo“, wo Kleidung aus zweiter Hand nach Kilopreis verkauft wird. Plattformen wie Kleiderkreisel, auf denen Nutzer gebrauchte Teile tauschen, verzeichnen stetigen Zuwachs. Keine Frage, Secondhand ist en vogue. Und das nicht nur bei Kleidung, sondern auch bei Private-Equity (PE)-Investments. 14 Milliarden Dollar sammelten Sekundärmarktfonds im ersten Quartal 2017 ein, für das Gesamtjahr rechnen Experten mit knapp 50 Milliarden Dollar. Zwei Rekorde, doch längst nicht die einzigen: Mit 48 Fonds suchen aktuell so viele Marktteilnehmer wie nie zuvor nach frischen Mitteln. Geld, das immer öfter auch von Stiftungen kommt: Fast jede zweite Stiftung ist mittlerweile im PE-Sekundärmarkt aktiv. Doch was genau sind Secondaries eigentlich, woher kommt die wachsende Beliebtheit und wird der Trend anhalten?

Der wesentliche Unterschied zwischen Primaries und Secondaries liegt im Zeitpunkt der Investition. Am Primär-

markt treffen institutionelle Investoren ihre Kapitalzusagen direkt bei Auflage eines PE-Fonds. Kauft ein Investor hingegen Anteile an einem bereits ausfinanzierten, laufenden Fonds, spricht man von einem Secondary-Investment. Möglich werden solche Transaktionen durch die Struktur klassischer PE-Fonds. Typischerweise handelt es sich dabei um außerbörsliche Beteiligungen mit einer zehnjährigen Laufzeit. In den ersten fünf Jahren investieren die Fonds in spannende Unternehmensbeteiligungen („Investment-Period“), um diese in der verbleibenden Zeit wieder gewinnbringend zu veräußern.

Platzen der Dotcom-Blase stärkte Sekundärmarkt

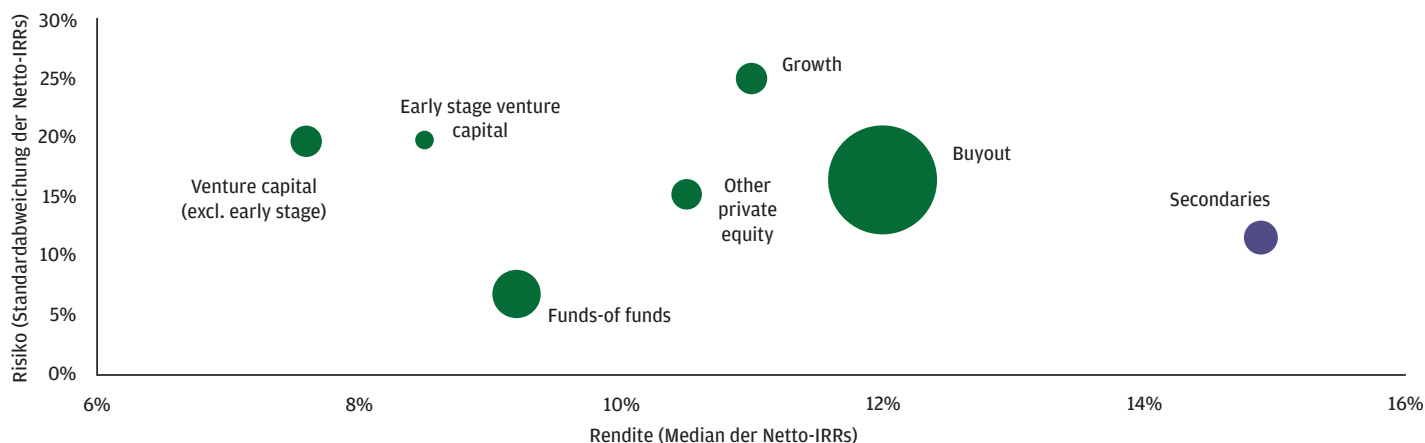
Dieses Zusammenspiel aus langer Bindungsdauer und Illiquidität bildet die Existenzgrundlage des Sekundärmarkts. Entsprechend wurde die Basis für das in den vergangenen Jahren zu beobachtende Wachstum auch schon viel früher gelegt. Angefangen hat alles um die Jahrtau-

sendwende, als die Volumina neu aufgelegter PE-Fonds infolge des Dotcom-Booms rapide zu steigen begannen. Mit dem Platzen der Blase konnten die Fonds ihre Beteiligungen plötzlich nicht mehr veräußern, die Halteperioden verlängerten sich, Liquiditätsengpässe waren die Folge. Dieses Umfeld bot den richtigen Nährboden für das Erstarren des Sekundärmarktes. Schnell etablierten sich Spezialfonds, die ausschließlich in laufende PE-Fonds investieren.

Die alleinige Daseinsberechtigung von Secondaries besteht aber längst nicht nur darin, dass sie das Liquiditätsproblem am Primärmarkt lösen. Zwar sind sich verzögernde Exits und ausbleibende Liquiditätsrückflüsse auch aktuell wieder Thema, aber darüber hinaus bieten Secondary-Investments für sich genommen viele Vorteile: So erhalten institutionelle Anleger wie Stiftungen, die PE als Assetklasse einbinden möchten, auf diesem Weg Zugang zu einem breit diversifizierten Portfolio, das in der Regel voll investiert ist und einen Track-Record

Risiko-Rendite-Profil: Unterschiedliche PE-Strategien im Vergleich

QUELLEN: COLLER CAPITAL, PREQIN (BASIEREND AUF DATEN VOM DEZEMBER 2016); IRR = INTERNAL RATE OF RETURN



hat. Dadurch lassen sich die Assets und die Fondsmanagementleistung viel besser bewerten als bei Primary-Investments. Das sogenannte Blindpool-Risiko ist folglich deutlich reduziert. Gleichzeitig erfolgt der Erwerb am Sekundärmarkt in aller Regel zu einem teils deutlichen Preisabschlag. Aktuell werden durchschnittlich 88 Prozent des Nettoinventarwerts gezahlt. Allgemein gilt: Je größer das Liquiditätsrisiko, desto höher der Abschlag. Für den Zweitkäufer ist das Liquiditätsprofil durch den Einstieg in einer späteren Phase aber deutlich besser als für den Erstkäufer. Denn PE-Investments folgen typischerweise einer J-Kurve: Negativen Anfangscashflows durch den Portfolioaufbau folgen in der Exitphase erhebliche Mittelzuflüsse. Durch das Überspringen der Investmentperiode erfolgt die Anlage bei Secondaries zeitlich wesentlich näher an der Realisierungsphase der Fonds und führt somit schneller zu einer Wertsteigerung.

Secondaries übertreffen alternative PE-Strategien

In Summe ergibt sich für Secondaries ein sehr gutes Risiko-Rendite-Profil. Alle zwischen 2008 und 2014 aufgelegten Generationen von Sekundärmarkt-Fonds erwirtschafteten im Median zweistellige Netto-IRRs (Internal Rate of Return) und übertreffen alternative PE-Strategien damit teils deutlich (siehe Grafik). Ein Kritikpunkt sind jedoch die hohen Verwaltungskosten von PE-Fonds. Aktienbasierte PE-Beteiligungen wie die Schweizer Matador Private Equity AG, die vorwiegend in Secondaries investiert, sind deshalb eine spannende Alternative. Insbesondere kleinere Stiftungen erhalten so Zugang zu einem extrem beschränkten Markt, in dem Investments aufgrund der oftmals hohen Mindestzeichnungsbeträge der Fonds (> zehn Millionen Euro) sonst nicht darstellbar wären. „Wir eröffnen Investoren die Möglichkeit, zu geringen Kosten in ein breit diversifiziertes PE-Portfolio mit hohem Wertsteigerungspotential, konstanter Dividendenrendite und börsentäglicher Liquidität zu investieren. Mit den Renditechancen von PE-Investitionen und der täglichen Liquidität und Bewertung durch die Börse



FOTO: © OLAF SPEIER - STOCK.ADOBE.COM

Aus zweiter Hand: Nicht nur die Bekleidungsindustrie, sondern auch Private Equity bietet einen Zweitmarkt, den sich Stiftungen durchaus genauer ansehen sollten.

werden die Vorteile zweier Assetklassen miteinander verbunden“, beschreibt Dr. Florian Dillinger, Präsident des Verwaltungsrats von Matador und seit mehr als 20 Jahren in der PE-Branche aktiv, die Vorteile aktienbasierter PE-Investments.

Marktteilnehmer beginnen sich allerdings zu fragen, ob der Boom am Sekundärmarkt noch lange so weitergehen kann, und fürchten sinkende Renditen aufgrund der starken Nachfrage. Denn die frei verfügbaren Mittel der Fonds, das sogenannte Dry Powder, sind hoch. Allein die Top-10-Fonds haben zusammen rund 40 Milliarden Dollar auf der hohen Kante, schätzt der Datenanbieter Preqin. Um in einem gereiften Markt weiterhin hohe Renditen zu erzielen, werden die Deals zunehmend kreativer und komplexer. Neue Regionen und Branchen rücken ins Blickfeld. Verhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer drehen sich nicht mehr nur um Preise, sondern immer öfter auch um die Komposition des Portfolios. Das verlangt eine tiefe Marktkenntnis, denn die Auswahl ist entscheidend für den Erfolg des Investments. Und genau hier besteht ein Engpassfaktor, weil die Zahl der Branchenspezialisten nicht mit dem Marktvolumen mitgewachsen ist.

Gute Chancen für einen anhaltenden Secondary-Boom

Umgekehrt verhält es sich auf der Finanzierungsseite. Immer mehr Banken engagieren sich auf dem Sekundärmarkt, und der daraus resultierende Rückgang der Kreditzinsen treibt den Hebel der Transaktionen nach oben. Angst vor steigenden Zinsen hat Branchenkenner Dillinger aber nicht: „Selbst wenn die Zinsen im Zuge deutlich

anziehender Teuerungsraten etwas steigen sollten, so werden die auf das Weginflationieren der Schuldenlast fokussierten Notenbanken weiterhin alles unternehmen, diese Anstiege stets deutlich unter den offiziellen Teuerungsraten zu halten. Damit sind negative Realzinsen und fortschreitende Geldentwertung vorprogrammiert, was ein entscheidendes Kaufargument für PE – insbesondere am Sekundärmarkt – darstellt.“

Die Chancen, dass der Secondary-Boom anhält, stehen also gut. Die Assetklasse hat sich in wenigen Jahren von einer reinen Nischenstrategie zu einem wichtigen Bestandteil des PE-Spektrums entwickelt. Ein Einstieg zum jetzigen Zeitpunkt bietet die Aussicht, ohne lange Wartefristen an den aktuell hohen Multiples für Unternehmensverkäufe zu partizipieren. Es darf zudem nicht vergessen werden, dass auf dem Zweitmarkt aktuell vor allem Beteiligungen an Fonds gehandelt werden, die fünf bis sieben Jahre alt sind. Seitdem ist der Erstmarkt stark gewachsen. Selbst wenn der Erstmarkt sich irgendwann einmal abkühlen sollte, haben Secondaries also auf jeden Fall noch ein paar gute Jahre vor sich. Genauso wie Secondhand-Shops davon profitieren, dass H&M, Zara und Co. alle paar Wochen eine neue Kollektion auf den Markt bringen.



Axel Rose ist bei der Bank M - Repräsentanz der BIW Bank für Investments und Wertpapiere AG im Projektgeschäft tätig. Als Hausbank für den Mittelstand ist Bank M Gatekeeper zwischen Investoren und Unternehmen am Kapitalmarkt.