

21. Juni 2019

Das Beste aus beiden Welten?

Der stark wachsende Sekundärmarkt für Private Equity bietet neue Perspektiven. Allerdings ist er nicht ohne Risiken.

- _ Der stark wachsende Sekundärmarkt für Private Equity hat die gesamte Anlageklasse liquider gemacht.
- _ Wir sind der Meinung, dass es möglich ist, das Beste aus direkten und sekundären Investitionen herauszuholen.
- _ Eine taktische Strategie, die sich auf die gezielte Auswahl von Beteiligungen in der späteren Phase innerhalb eines bereits bestehenden PE-Fondsportfolios konzentriert, scheint die Antwort, zu sein.



Mark McDonald
Head of Private Equity

In den letzten 20 Jahren wuchs die Anlageklasse Private Equity (PE) weltweit auf knapp drei Billionen Dollar. Traditionell investieren Anleger (sogenannte Limited Partners oder „LPs“) meist entweder über Fonds, die die Unternehmen im Portfolio halten, oder Dachfonds, die mehrere PE-Fonds in einem einzigen Fonds zusammenführen. Beteiligungen in ein PE-Fonds ab Tag eins werden als „Primärmarkt“ bezeichnet. In den letzten zehn Jahren hat sich der PE-Sekundärmarkt sehr stark entwickelt. Dieser Markt ist auf den Kauf von bestehenden Fondsanteilen und Beteiligungen spezialisiert – wenn also beispielsweise ein ganzes Portfolio an Firmenbeteiligungen zusammen mit den dazugehörigen vertraglichen Rechten und Pflichten der ursprünglichen LPs verkauft wird.

Die Gründe dafür sind naheliegend. Der Private-Equity-Markt ist typischerweise eine langfristige, illiquide Anlageklasse, mit einer durchschnittlichen Fondslaufzeit von 15 Jahren. Mit der zunehmenden Bedeutung des Sekundärmarkts erhalten LPs die Möglichkeit, ihre Anteile an Private-Equity-Fonds bereits vor dem eigentlichen Ende der Fondslaufzeit zu verkaufen. Traditionell waren das vor allem Limited-Partner Transaktionen. Dabei verkauft ein LP seinen Anteil oder ein Portfolio von Anteilen an einen anderen Anleger auf Grundlage eines zuvor vereinbarten Preises, in der Regel ein Prozentteil des Nettovermögenswerts (NAV). Der neue, erwerbende Investor übernimmt dabei die rechtlichen und finanziellen Verpflichtungen des Verkäufers.

Solche Transaktionen ergeben sich aus drei wesentlichen Motivationen des Verkäufers: Aktives Portfoliomanagement, strategische und regulatorische Gründe oder schlicht, um die eigene Liquidität zu erhöhen. Gerade in den letzten Jahren nutzten große Pensions- und Staatsfonds einen liquiden Sekundärmarkt, um Beteiligungen umzuschichten – und dabei traditionelle Vermögensverwaltungstechniken zur Optimierung ihrer von Natur aus illiquiden PE-Portfolios effektiv einzusetzen. Auch für Verkäufer ist die Beteiligung am Sekundärmarkt wirtschaftlich wesentlich attraktiver geworden. Dies ergibt sich unter anderem daraus, dass sich der Abschlag zum NAV in den letzten Jahren verringert hat und die gezahlten Preise im Durchschnitt angestiegen sind.

2017 trugen LP-Transaktionen rund drei Viertel zum gesamten Transaktionsvolumen bei (siehe Graphik). Das außergewöhnliche Wachstum des Sekundärmarktes begann mit der globalen Finanzkrise vor über zehn Jahren. Damals führten striktere Regulierungen großer Finanzinstitute und Banken zu strategischen Portfolioverkäufen von illiquiden und direkt gehaltenen Private-Equity-Anlagen sowie den damit einhergehenden Private-Equity-Fonds-Verpflichtungen. Während solche Verkäufe in der Vergangenheit attraktive Chancen boten, ist ihre relative Bedeutung in den letzten Jahren eher zurückgegangen. Denn viele Banken haben ihre Bilanzen und Engagement in Private-Equity-Beteiligungen längst heruntergefahren und auch sonstige Notverkäufe sind seltener geworden.

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragsersparungen erfüllt werden. DWS Investment GmbH; Stand 14.06.2019

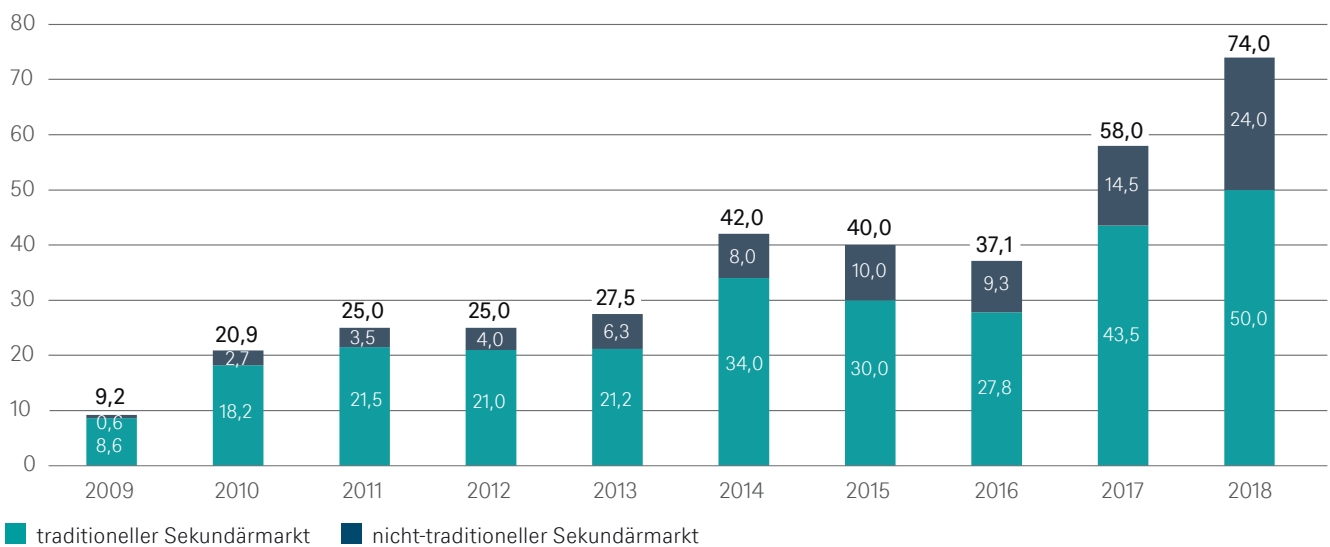
Eine weitere, dabei immer häufiger vorkommende Art von Sekundärmarktaktivitäten sind Manager-geführte Transaktionen. Dabei organisieren Manager (auch General Partner oder „GPs“) für die ursprünglichen LPs vorzeitige Möglichkeiten, um ihr finanzielles Engagement zurückzufahren. So kann beispielsweise zusätzlich Zeit (und manchmal auch Kapital) gewonnen werden, um die verbleibenden Vermögenswerte eines Fonds auf den endgültigen Ausstieg vorzubereiten. Die Strukturierung (oder Neustrukturierung) dieser Art von Transaktionen ist dabei oft komplex und zeitaufwendig. In der Regel

sind maßgeschneiderte Lösungen rund um die Zusammensetzung des zugrunde liegenden Portfolios, den Preis für die Verkäufer und die Abstimmung zwischen alten und neuen Investoren sowie dem GP erforderlich. Manager-geführte Deals und andere nicht-traditionelle Sekundärtransaktionen wie etwa Finanzierungen durch Hybridinstrumente machten in den vergangenen Jahren bereits zwischen einem Viertel und einem Drittel des Transaktionsvolumens im Sekundärmarkt aus (siehe Graphik). Wir rechnen damit, dass solche Deals in Zukunft eine immer größere Rolle spielen werden.

SEKUNDÄRMARKTVOLUMEN AUF REKORDNIVEAU

In den letzten Jahrzehnten ist der Private-Equity-Sekundärmarkt rasant angewachsen, mit einem Volumen von 9 Milliarden Dollar im Jahr 2009 auf 74 Milliarden Dollar im Jahr 2018.

Marktvolumen in Milliarden Dollar



Quellen: Greenhill & Co., Inc.; Stand: 01.2017; Greenhill & Co., Inc.; Stand: 01.2019; DWS Investment GmbH; Stand: 13.06.2019

Insgesamt hat der starke Zuwachs im Sekundärmarkt die gesamte Anlageklasse liquider gemacht. Der Sekundärmarkt bietet Anlegern in Form von Sekundärfonds direkten Zugang zu einem hochdiversifizierten Private-Equity-Portfolio mit Beteiligungen über Jahrgänge, Branchen und Regionen hinweg – während Verkäufer vor allem von einem aktiven Käuferuniversum für ihre illiquiden PE-Positionen profitieren. Allerdings bleibt der Sekundärmarkt weiterhin um einiges kleiner als der Primärmarkt: Schätzungen zufolge wechseln jedes Jahr weniger als zwei Prozent der Private-Equity-Aktiva den Besitzer. Das schnelle Wachstum spiegelt strukturelle Veränderungen auf dem Markt wider.

Traditionell hatten Investitionen über den Sekundärmarkt gewisse Schönheitsfehler. Die Barrenditen sind tendenziell niedriger, was auf ein geringeres Risiko (in der Regel durch einen hohen Diversifikationsgrad), kürzere Haltedauer, einen geringeren Spielraum für Bewertungsanomalien zurückzuführen ist. Auch kann die Qualität größerer Beteiligungsportfolios recht durchwachsen sein.

Wir sind jedoch der Meinung, dass es möglich ist, das Beste aus direkten und sekundären Investitionen herauszuholen: maßgeschneiderte Lösungen für alle Beteiligten. Für neue Investoren ist vor allem die Möglichkeit einer gezielten

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragsersparungen erfüllt werden. DWS Investment GmbH; Stand 14.06.2019

Auswahl von Beteiligungen in der späteren Phase innerhalb eines bereits bestehenden PE-Fondsportfolios interessant. Gleichzeitig werden die vielversprechendsten Unternehmen aus einem Portfolio des Fondsmanagers (GPs) mit weiterem Kapital unterstützt. Dabei nutzt die Strategie einen dynamischen, kollaborativen Ansatz, um alle Interessensgruppen zufrieden zu stellen: Etablierte Investoren, GPs sowie die zugrunde liegenden Portfoliounternehmen.

Auch ein partnerschaftlicher Ansatz ist allerdings nicht ohne Risiken. Zuletzt ist auch in die PE-Sekundärmärkte viel Geld geflossen. Infolgedessen ist der Markt weitaus wettbewerbsintensiver geworden, was die Erzielung von Renditen erschwert, insbesondere für eher „traditionelle“ Sekundär-spezialisten.

Wir haben es hier wohl mit einer ähnlichen Dynamik wie an den Aktienmärkten zu tun. Denn bezüglich Volatilität, Wachstum und erzielbaren Preisen entwickelte sich der traditionelle Sekundärmarkt ähnlich wie die Börsen. Dies ist in Ordnung, solange die weltweiten Aktienmärkte weiter steigen, sowie ein solider makroökonomischer Ausblick direkte Beteiligungsverkäufe stützt und damit das aktuelle Preisniveau rechtfertigt. Ein weit verbreiteter Abwärtstrend, aufgrund zum Beispiel von eskalierenden Handelsspannungen, wäre aber zweifellos auch im PE-Sektor im Allgemeinen und im Sekundärmarkt im Besonderen zu spüren. Auf der anderen Seite könnte es auch zu neuen, attraktiveren Möglichkeiten führen, insbesondere in Kombination mit einem strategischen, partnerschaftlichen Ansatz wie zuvor beschrieben.

GLOSSAR

Diversifizierung – Veranlagung in unterschiedliche Vermögenswerte, deren Preise sich möglichst wenig und selten im Gleichschritt verändern

Dollar (USD) – Währungseinheit der USA

Finanzmarktkrise (2007) – Die im Jahr 2007 beginnende und sich danach verstärkende Krise an den internationalen Finanzmärkten, die zu extrem hohen Kreditausfällen und Abschreibungen auf spekulative Anlagen bei Banken und Finanzinstituten führte

Illiquidität – Bezeichnet fehlende Liquidität und damit die fehlende Möglichkeit, Vermögenswerte schnell und in großem Umfang und ohne größere Preisreaktion im Markt kaufen oder verkaufen zu können

Limited partnership (LP) – Eine Limited Partnership (abgekürzt LP oder L.P.; englisch für Beschränkte Partnerschaft) ist eine angelsächsische Unternehmensrechtsform, die mit einer deutschen Kommanditgesellschaft vergleichbar ist und aus mindestens zwei Gesellschaftern besteht.

Liquidität – Maß für die Möglichkeit, Vermögenswerte schnell und in großem Umfang ohne größere Preisreaktion im Markt kaufen oder verkaufen zu können

Nettovermögenswert (Net Asset Value) – Wert aller materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände eines Unternehmens abzüglich der Verbindlichkeiten

Private equity (PE) – Bereitstellung von Eigenkapital zur Beteiligung an (ursprünglich) außerbörslich gehandelten Unternehmen

Sekundärmarkt – Bezeichnung für den Markt, auf dem der Austausch von Anleihen und Sicherheiten nicht mit dem Emittent, sondern zwischen Investoren stattfindet

Volatilität – Statistisches Schwankungsmaß, welches, auf Indizes angewendet, häufig herangezogen wird, um das in Kapitalmärkten inhärente oder angenommene Risiko zu quantifizieren

Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH. Stand: 21. Juni 2019

CRC 068585 (06/2019)