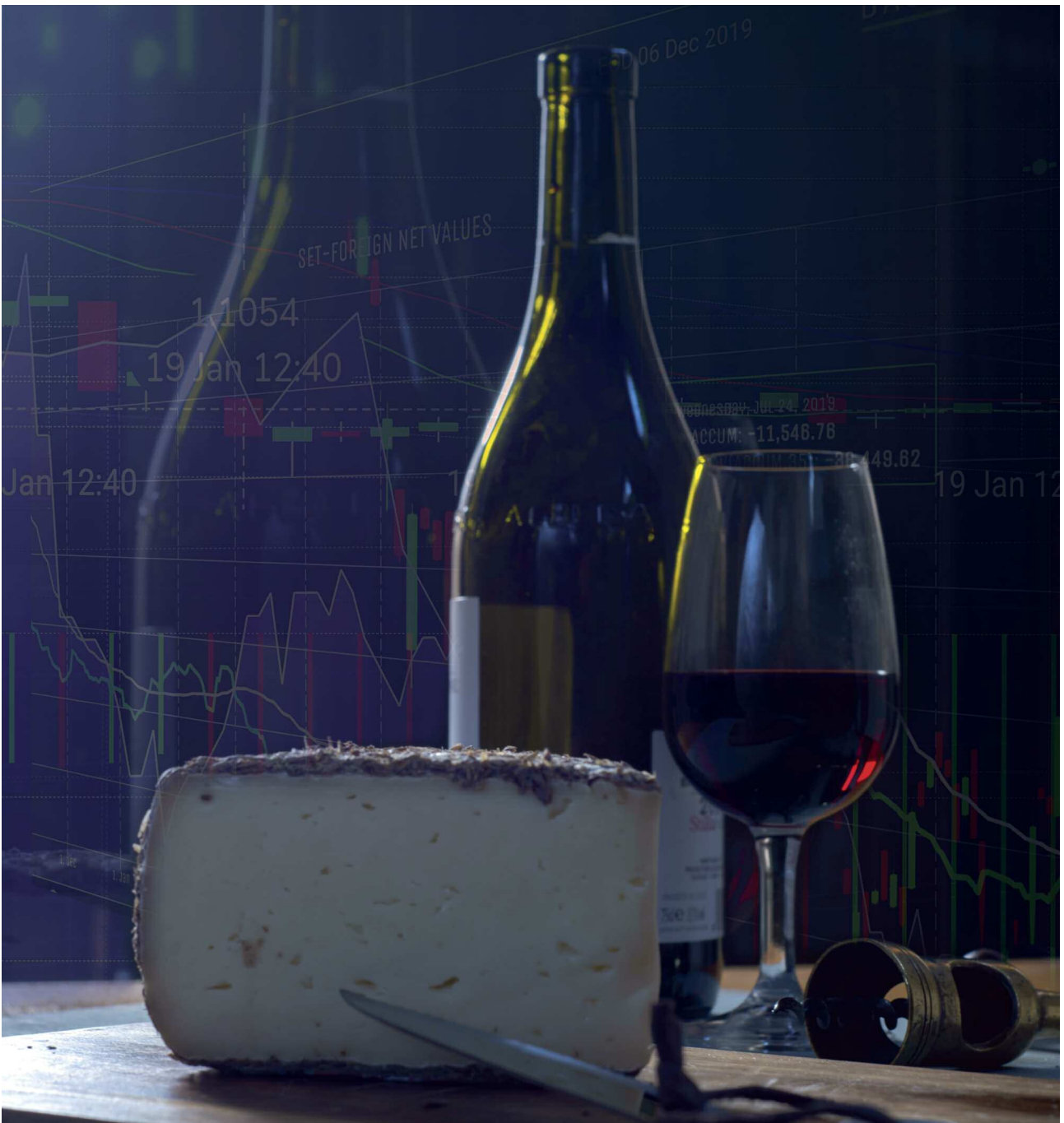


Secondaries first

Warum gerade jetzt viel für den Sekundärmarkt spricht



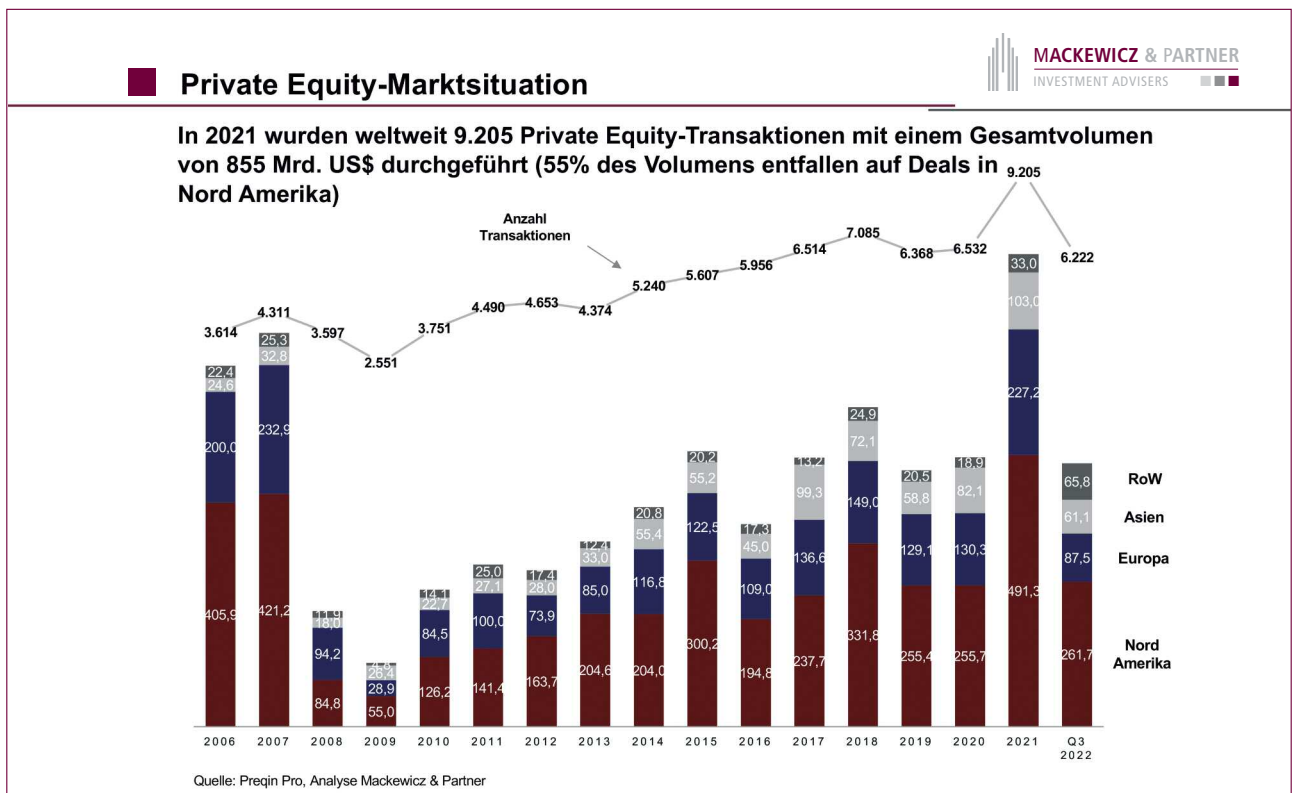
Der frühe Vogel fängt den Wurm, aber die zweite Maus bekommt den Käse – und beides trifft auch auf Private Equity zu. Wer sich direkt an einem erfolgreichen Unternehmen beteiligt oder in einen neu aufgelegten Private Equity-Fonds investiert, hat zwar die höchsten Wertsteigerungen. Mit höherer Sicherheit können jedoch Investoren auf dem Secondary-Markt attraktive Renditen einfahren. Dies übrigens, ohne dass die erste Maus „in distress“ sein muss. Gerade in der jetzigen Private Equity-Marktsituation sind Secondaries als renditestarker Sicherheitsbaustein im Kommen..

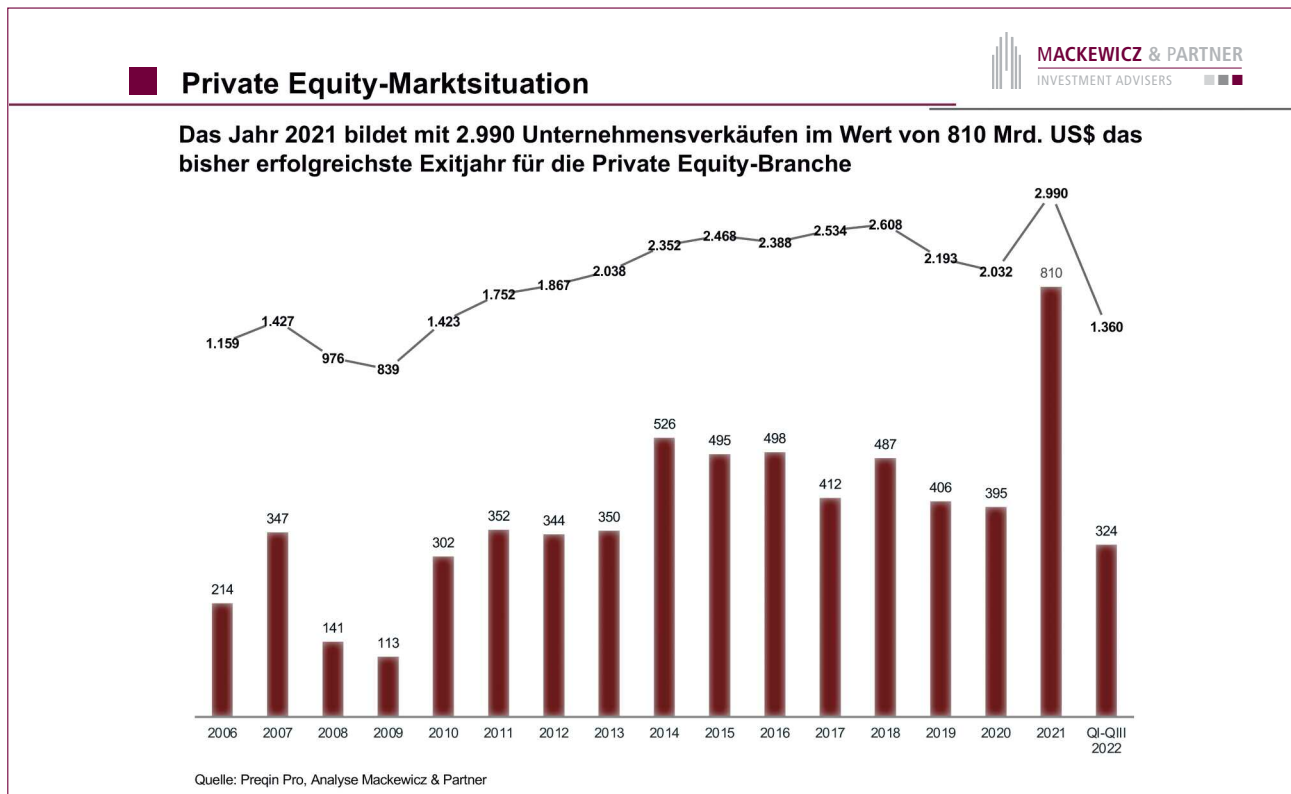
Höhere Zinsen, Lieferengpässe, Personalsorgen und Energieknappheit werden die Wirtschaftsleistung in den Industrieländern in 2023 vermutlich schrumpfen lassen. Mit dem gestiegenen Zinsniveau sind nun Anleihen wieder attraktiver und reduzieren das Chance-Risiko-Verhältnis für Aktien und Private Equity. In der Beteiligungsbranche verteuern die gestiegenen Zinsen zudem den Einsatz von Fremdkapital und

reduzieren die Eigenkapitalrendite einzelner Transaktionen aufgrund der vorsichtigeren Nutzung von Leverage. Hinzu kommt die Zurückhaltung der Banken mit der Kreditvergabe an Unternehmen.

Unter diesen Bedingungen können Unternehmenskäufer ihre Investitionsziele nur erreichen, wenn die Verkäufer ihre Preisvorstellungen reduzieren. Aktuell befinden wir uns immer noch in einem Anpassungsprozess, der vor dem Hintergrund der makroökonomischen Weltlage durchaus noch bis zur Jahresmitte 2023 anhalten kann.

Vor diesem Hintergrund konnten die Investitionsaktivitäten der Private Equity-Fonds – welche in 2021 das bisherige Rekordjahr 2007 übertroffen haben – das Niveau in 2022 nicht halten. In 2021 wurden noch weltweit 9.205 Private Equity-Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von 855 Mrd. US\$ durchgeführt. Mit 55 Prozent wurde mehr als die Hälfte des weltweit investierten Volumens für Transaktionen in Nord Amerika aufgebracht. Spektakulär war das Jahr 2021 aber





auch in anderer Hinsicht: Nie zuvor konnten Private Equity-Gesellschaften auch nur annähernd so viele Exits realisieren: Bei 2.990 Unternehmensverkäufen mit einem Volumen von 810 Mrd. US\$ war 2021 das bisher erfolgreichste Exit-Jahr überhaupt für die Private Equity-Branche.

Im Jahr 2022 sind die Investitionsaktivitäten der Private Equity-Fondsmanager in der zweiten Jahreshälfte dann aber kräftig eingebrochen. Dabei ist der Rückgang in Europa deutlich stärker ausgefallen als in den USA.

Käse schließt den Magen

Investoren haben in der Regel gute Erfahrungen mit Private Equity gemacht. Dies liegt vor allem an der Performance aber auch an der Volatilität. Führende Pensionskassen und Versicherungen haben in 2021 mit ihrem Private Equity-Investitionsprogramm nicht selten eine Jahresrendite von 20, 30 oder sogar 40 Prozent und mehr erzielt. Wie der UBS Pensionskassen-Index und andere Studien zeigen, findet sich

im historischen Vergleich keine andere Anlageklasse, die eine so hohe Performance bei einer derart geringen Volatilität erreicht wie Private Equity. Ein Grund für die Stabilität von Private Equity-Portfolios in Krisenzeiten sind unterschiedliche Bewertungszyklen. Während man für Aktien und Anleihen täglich Marktpreise feststellt (und es dabei immer wieder zu Über- und Untertreibungen kommt), wird der Wert von Private Equity- und Infrastrukturanlagen auf vierteljährlicher Basis bestimmt und zudem den Investoren typischerweise erst 45 Tage nach Quartalsende übermittelt.

Diejenigen Anleger, die auf erfolgreiche Private Equity-Programme zurückblicken können, haben ihre Investitionen breit diversifiziert und vor allem über alle Jahrgänge – vollkommen unabhängig von der aktuellen Wirtschaftslage – investiert. Erst durch diese regelmäßige Investitionstätigkeit wird gewährleistet, dass die Investoren von den verschiedenen Zyklen profitieren, weil die in ihrem Portfolio befindlichen Fondsmanager in konjunkturell schwierigen Zeiten Unternehmen zu günstigen Preisen erwerben und in guten

Zeiten zu attraktiven Preisen veräußern können. Auf diese Weise erzielen erfahrene institutionelle Investoren mit ihren Private Equity-Programmen über alle Marktphasen hinweg eine jährliche Netto-Rendite von mindestens 10 Prozent.

Investoren in Private Equity-Fonds sollten allerdings gute Nerven haben und eine langfristige Investitionsstrategie verfolgen. Wenn ein Private Equity-Programm langfristig aufgebaut wird, gleichen sich die Performance-Unterschiede der einzelnen Jahrgänge tendenziell aus und mit der Zeit erhält der Investor stetige Rückflüsse, die reinvestiert werden können.

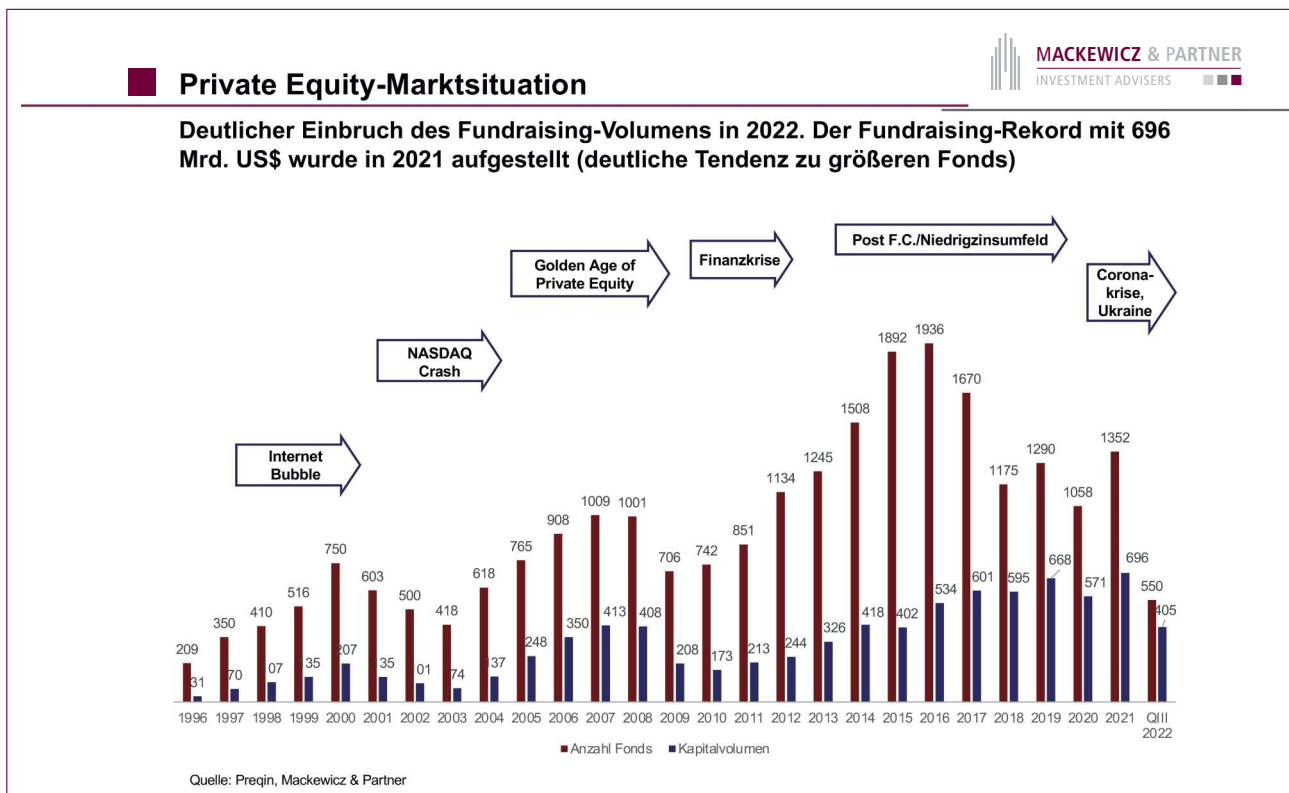
Käse und Private Equity müssen reifen

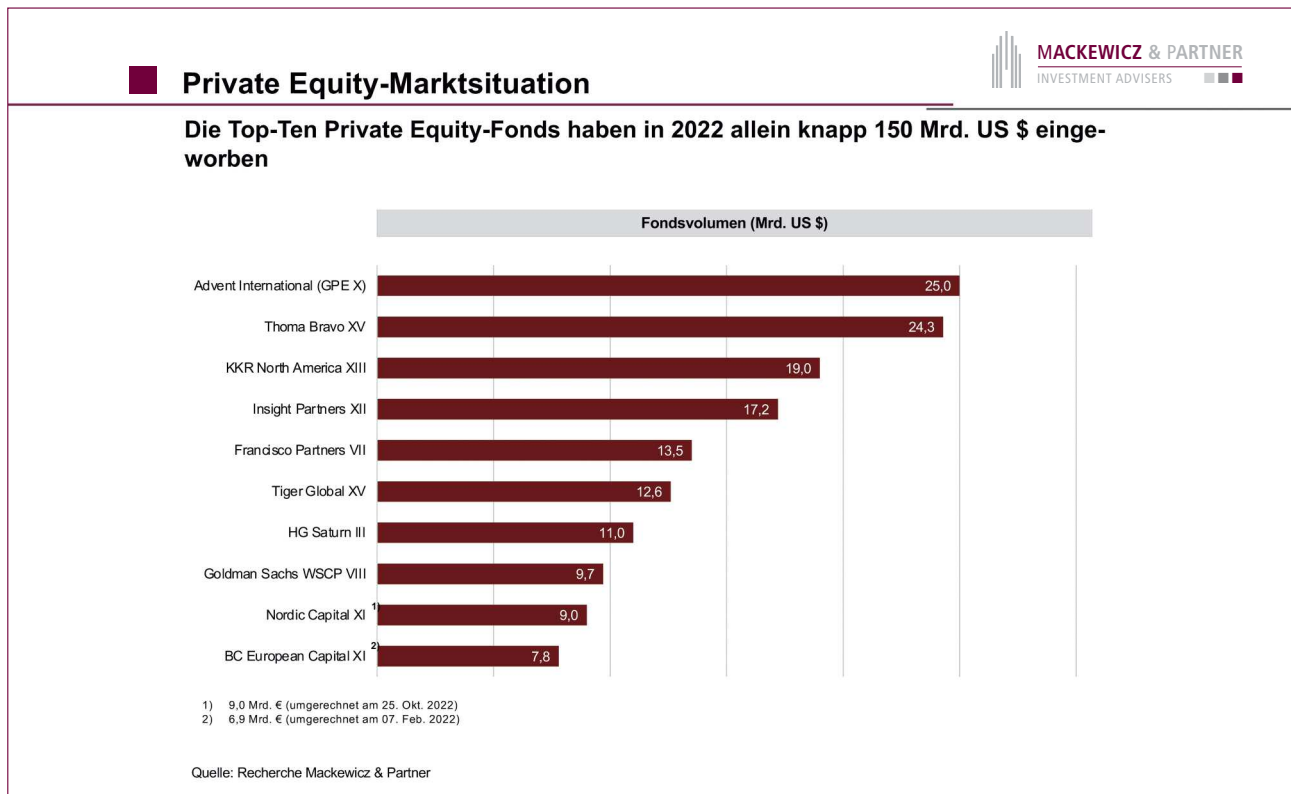
Das vorteilhafte Risiko-/Renditeprofil der Anlageklasse Private Equity hat allerdings auch seinen Preis – und zwar die Illiquidität. Das investierte Kapital ist für die Dauer von fünf bis zehn Jahren gebunden. Bei der Festlegung ihrer strategischen Asset Allokation sind vor allem Pensionseinrichtun-

gen wegen ihrer laufenden Zahlungsverpflichtungen dazu gezwungen, ihre Investitionen auf die Cash Flows abzustimmen. Die hohen Rückflüsse, über die sich Versicherungen, Pensionskassen und die anderen Limited Partner genannten Investoren lange freuen konnten, werden nun aber erst einmal etwas geringer ausfallen.

Im aktuellen Markt-Umfeld halten sich viele Investoren mit neuen Investitionen in Private Equity-Fonds zurück. Die Zahlen für das Jahr 2022 liegen noch nicht komplett vor, aber das Rekordvolumen von 696 Mrd. US\$, das institutionelle in 2021 noch für 1.352 neue Private Equity-Fonds zur Verfügung gestellt haben, konnte in 2022 nicht mehr erreicht werden.

Aus den Fundraising-Zahlen kann ein deutlicher Trend zu größeren Private Equity-Fonds herausgelesen werden. Hatte der durchschnittliche Private Equity-Fonds in 2011 noch ein Volumen von 250 Mio. US\$ so ist der durchschnittliche Private Equity-Fonds in 2021 bereits auf mehr als das doppelte Volumen angewachsen (510 Mio. US\$).





In 2022 haben die zehn größten Private Equity-Fonds allein ein Volumen von 150 Mrd. US\$ eingeworben.

Und obwohl das Fundraising-Klima inzwischen deutlich rauer geworden ist, steht CD&R (Clayton Dubilier & Rice) kurz davor, für seinen Fonds CDR XII ein Volumen von vermutlich mehr als 20 Mrd. US\$ einzuwerben. Hellman & Friedman wollen für ihre XI Fondsgeneration 30 Mrd. US\$ einwerben. Auch Carlyle VIII (27 Mrd. US\$), Apollo X (25 Mrd. US\$), EQT X (22 Mrd. US\$), Vista Equity VIII (20 Mrd. US\$), Permira VIII (17 Mrd. US\$), Warburg Pincus XIV (16 Mrd. US) oder TPG IX (15 Mrd. US\$) befinden sich bereits mit neuen Fonds im Markt.

Blackstone Strategic Partners hat im noch jungen Jahr 2023 bereits das Closing seiner neunten Secondary-Fondsgeneration mit dem Rekordvolumen von 22 Mrd. US\$ bekannt gegeben.

Institutionelle Investoren sind „Opfer des eigenen Erfolges“ oder „Des einen Leid ist des anderen Freud“

Die Altgedienten unter den Portfoliomanagern mit Allokationen in Private-Equity- und Infrastrukturfonds haben gerade ein Déjà-vu-Erlebnis: Die Zielallokationen für die illiquiden Asset-Klassen werden plötzlich erreicht oder sogar überschritten. Der Grund für dieses Phänomen ist, dass das Gesamtportfolio der Investoren durch den Markteinbruch an Wert verliert und relativ hierzu der Portfolioanteil von illiquiden Assets wie Private Equity wächst. Dieser Zusammenhang wird als „Denominator-Effekt“ bezeichnet und zwingt institutionelle Investoren teilweise dazu, sich von Fondspositionen zu trennen, um die Private Equity-Quote auf ein geringeres Niveau zu drücken. Aktuell sind rekordverdächtig viele Fondspositionen im Markt, was die Manager der Secondary Fonds frohlocken lässt. Denn es gibt weitere Gründe

für Investoren, sich beizeiten von Positionen in Private Equity-Fonds zu trennen:

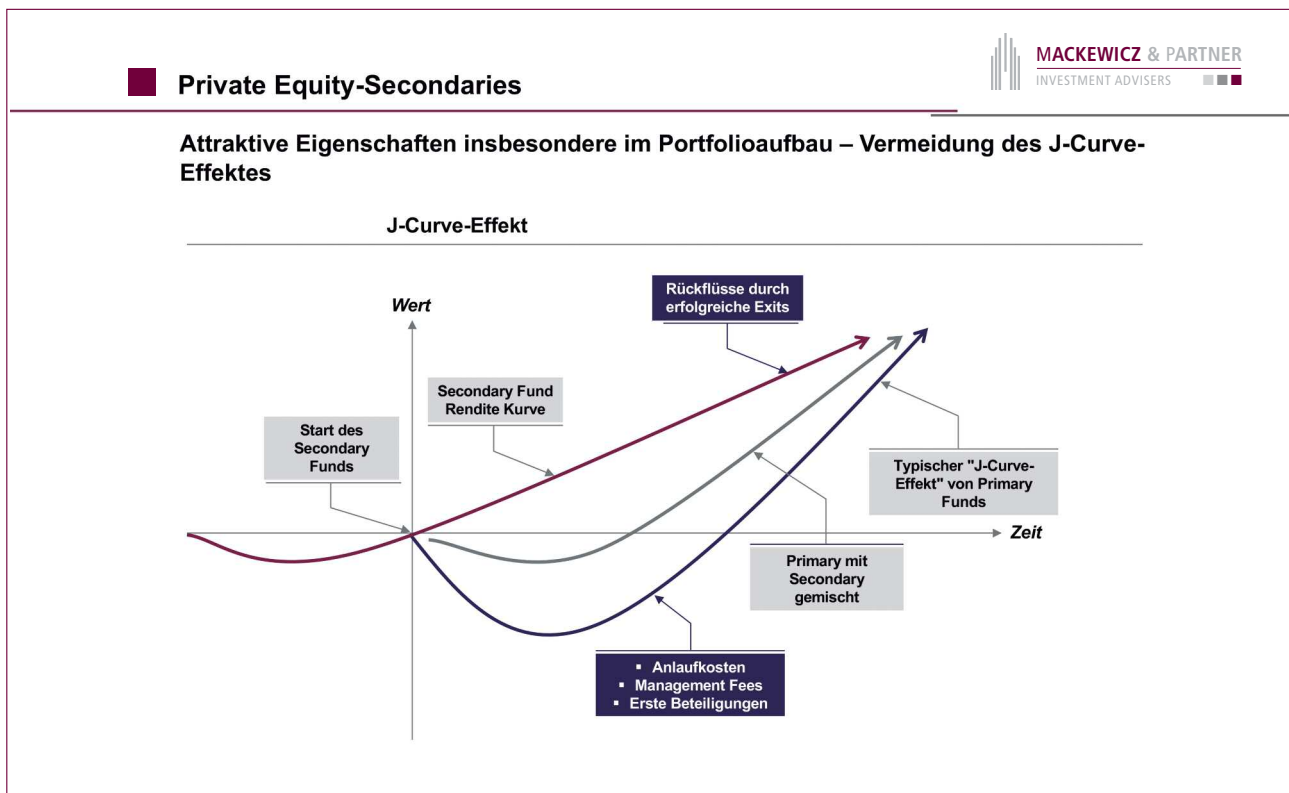
- Regulatorische Auflagen, Umschichtungen im Bestandportfolio und Änderungen der strategischen Allokation sind die Haupttreiber für den Deal Flow von Sekundärtransaktionen
- Institutionelle Investoren sind weltweit darum bemüht, die Zahl ihrer Private Equity-Manager zu reduzieren (Kostensparnis und Effizienzsteigerung)
- Als Folge dieser Entwicklung trennen sich die betreffenden Investoren von solchen Fondspositionen, die von »Non-Core-Managern« geführt werden
- Im Zuge eines zu beobachtenden Trends zu längeren Fondslaufzeiten kommt es zu Verkäufen von sog. »Tail-End-Fondspositionen« durch Dachfondsmanager und andere Investoren, die ihr Portfolio bereinigen wollen

Aktuell sind die Käufer außerordentlich wählerisch und sehr

selektiv bei der Auswahl von im Markt befindlichen Fondspositionen. Mehr als 60% der Verkäufer von Secondary-Positionen stammen aus den USA, knapp 30% der Verkäufer sind Institutionelle Investoren aus Europa. Schätzungen besagen, dass etwa 50 Prozent aller Verkäufer von LP-Interests aktuell „first time sellers“ sind.

Genuss ohne Reue

Für Investoren bieten Anlagen in Private Equity Secondary-Fonds im Vergleich zu den Primärfonds interessante Vorteile: Erstens wird bei Secondary-Investitionen das Kapital schneller abgerufen. Damit erfolgt ein beschleunigter Aufbau von Vermögenswerten. Der bei Primaries übliche J-Curve-Effekt wird dadurch abgeschwächt oder komplett vermieden. Anleger können so nicht nur frühere Rückflüsse erwarten. Die Investoren in Secondary Fonds verfügen auch sofort über ein diversifiziertes Portfolio an Fonds verschiedener Jahrgänge, Regionen und Stile. Darüber hinaus kaufen die Secondary-



Fondsmanager keine Blackbox. Die Vermögenswerte sind schon im Fonds und können gut bewertet werden. Das reduziert die Risiken.

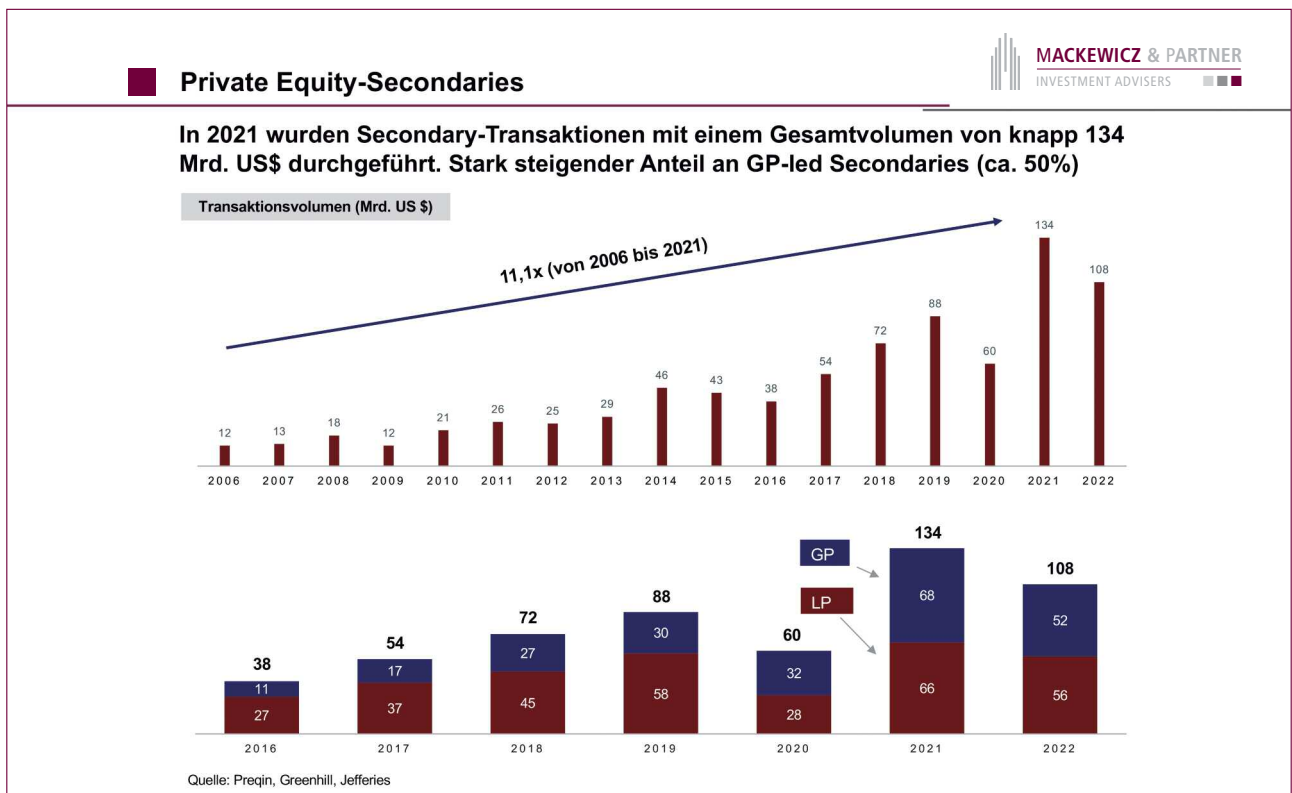
Aktuelle Analysen des Datenanbieters Preqin zeigen, dass etwa zwanzig Prozent aller Buyout- und Venture Capital Manager weniger als das eingezahlte Kapital an ihre Investoren zurückzahlen, während nur etwa zwei Prozent der in aller Regel breit diversifizierten Secondary-Fonds das eingezahlte Kapital nicht mindestens wieder zurückzahlen.

Außerdem kann der Investor auf diese Weise Jahrgänge von Fonds beimischen, die auf dem Primärmarkt nicht mehr verfügbar sind. Weiter sind die Kosten niedriger, da der Fonds eine kürzere Restlaufzeit aufweist und die Managementgebühren der ersten Jahre bereits vom ursprünglichen Investor bezahlt wurden, der seine Anteile jetzt verkauft. Zudem kommt es bei der Transaktion oft zu Abschlägen (Discounts), wenn sich ein Verkäufer von seinem Anteil trennen möchte und deshalb zu Zugeständnissen beim Preis bereit ist.

Diese guten Rahmenbedingungen für Secondary-Investitionen haben der Branche ein Wachstum des Transaktionsgeschehens von 12 Mrd. US\$ in 2016 auf 134 Mrd. US\$ in 2021 beschert. In 2022 hat sich das Transaktionsgeschehen vor dem Hintergrund der veränderten Marktlage dann wieder auf 108 Mrd. US\$ reduziert. Branchenexperten und Datenanbieter gehen davon aus, dass bis 2025 ein Transaktionsvolumen von bis zu 300 Mrd. US\$ erreicht werden kann.

GP-led Secondaries haben sich zu einer etablierten Secondary-Variante gemauert

Das Wachstum des Secondary-Transaktionsvolumens der letzten Jahre kann neben dem allgemeinen Wachstum der Private Equity-Branche zu einem guten Teil auch auf die zunächst nur im angelsächsischen Raum verbreiteten GP-led



Secondaries zurückgeführt werden. Inzwischen ist diese innovative Form der Secondaries auch in Europa und Deutschland angekommen. GP-led Secondaries machen es möglich, Fonds-Assets (d.h. einzelne Portfoliounternehmen) auf einen neu aufgelegten Fonds zu übertragen, der von dem gleichen Fondsmanager betreut wird und in diesem Zuge bestehenden Fonds-Investoren entweder eine Exit-Option oder aber die Fortsetzung ihres Investments bietet.

Gleichzeitig können für die neu gebildeten Fondsvehikel auch neue Investoren aufgenommen werden. GP-led Secondaries sind eher komplex und zeigen unterschiedliche Ausprägungen (Continuation Funds, Mid-life Restructurings, Fund Optimizations, Spin-outs, Single Asset Recapitalizations, etc.)


GP-led Secondaries haben im Vergleich zu den klassischen LP Interests in den letzten Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Betrug der Anteil der GP-led Secondaries in 2013 noch weniger als zehn Prozent, so bestand das Secondary-Marktvolumen in 2021/22 bereits aus etwa 50% LP Inte-

rests und 50% GP-led Secondaries. Für 2023 erwarten wir wieder einen steigenden Anteil an LP Interests. Generell haben wir den Eindruck, dass in Zeiten schwieriger wirtschaftlicher Rahmenbedingungen die Discounts steigen und von einer wachsenden Bedeutung von LP Interest-Secondaries ausgegangen werden kann. Ist die wirtschaftliche Gesamtsituation eher von Wachstum und geringer Volatilität geprägt, steigt nach unserer Beobachtung der Anteil der GP-led Secondaries an, deren Wertsteigerung in der Regel mangels Discounts eher am Ende der Fondslaufzeit stattfindet.

Jede Transaktion muss auch ohne Leverage Sinn machen und Leverage sollte nicht der wesentliche Werttreiber sein

Wir gehen davon aus, dass heute alle größeren Secondary Player in irgendeiner Form Leverage benutzen. Leverage kann viele Formen annehmen: Bank Loan (Transaktionsbezogen oder eine Linie auf Ebene des Fonds), Verkäuferdarlehen, Stundung des Kaufpreises oder „Recycling“ von Ausschüttungen, um verbleibende Einzahlungsverpflichtun-


■ Private Equity-Secondaries



MACKEWICZ & PARTNER
INVESTMENT ADVISERS

Der Anteil der klassischen LP-led Secondaries wird wieder dominieren und zeigt ein sehr gutes Rendite-/Risikoprofil

	LP Interests	GP-led Secondaries
J-Curve	stark reduziert	weniger stark reduziert
Diversifikation	breit diversifizierte Portfolios	eher konzentrierte Portfolios
Leverage	Fremdkapitaleinsatz von hoher Bedeutung	Fremdkapitaleinsatz von geringerer Bedeutung
Risiko	sehr gering	gering
Rendite	14-16% net IRR (1,5x)	16-18% net IRR (1,6x)



- In Zeiten schwieriger wirtschaftlicher Rahmenbedingungen steigen die Discounts und ist von einer wachsenden Bedeutung von LP Interest-Secondaries auszugehen
- Ist die wirtschaftliche Gesamtsituation eher von Wachstum und geringer Volatilität gekennzeichnet, steigt nach unserer Beobachtung der Anteil der GP-led Secondaries

Quelle: Mackewicz & Partner

gen zu erfüllen. Alle Varianten haben gemein, dass Kapital vom Fonds abgerufen werden muss, um die Verpflichtungen zu erfüllen, wenn die Rückflüsse aus dem Portfolio nicht ausreichen. Manche Anbieter erwerben Transaktionen über separate SPVs (wo auch Leverage eingesetzt wird), andere bevorzugen eine Kreditlinie auf Ebene des Fonds, um Kapitalabrufe von den Investoren zu vermeiden oder zu verzögern. Das Ergebnis ist dasselbe. Auch hier geht man davon aus, dass die Rückflüsse aus dem Portfolio kurzfristig für die Rückführung des „Bridge Financing“ genutzt werden können. Finanzierung über separate SPVs (statt auf Fondsebene) macht den Einsatz von Leverage einerseits transparenter, sichert gleichzeitig aber auch gegen eine „Infektion“ des Fonds ab, falls es doch einmal Probleme gibt. Bei der Strukturierung von Transaktionen sollte auf jeden Fall der Leverage des Zielfortfolios berücksichtigt werden. Insgesamt betrachtet müssen die unterliegenden Fonds von hoher Qualität sein, damit der Einsatz von Fremdkapital keine Probleme bereitet.

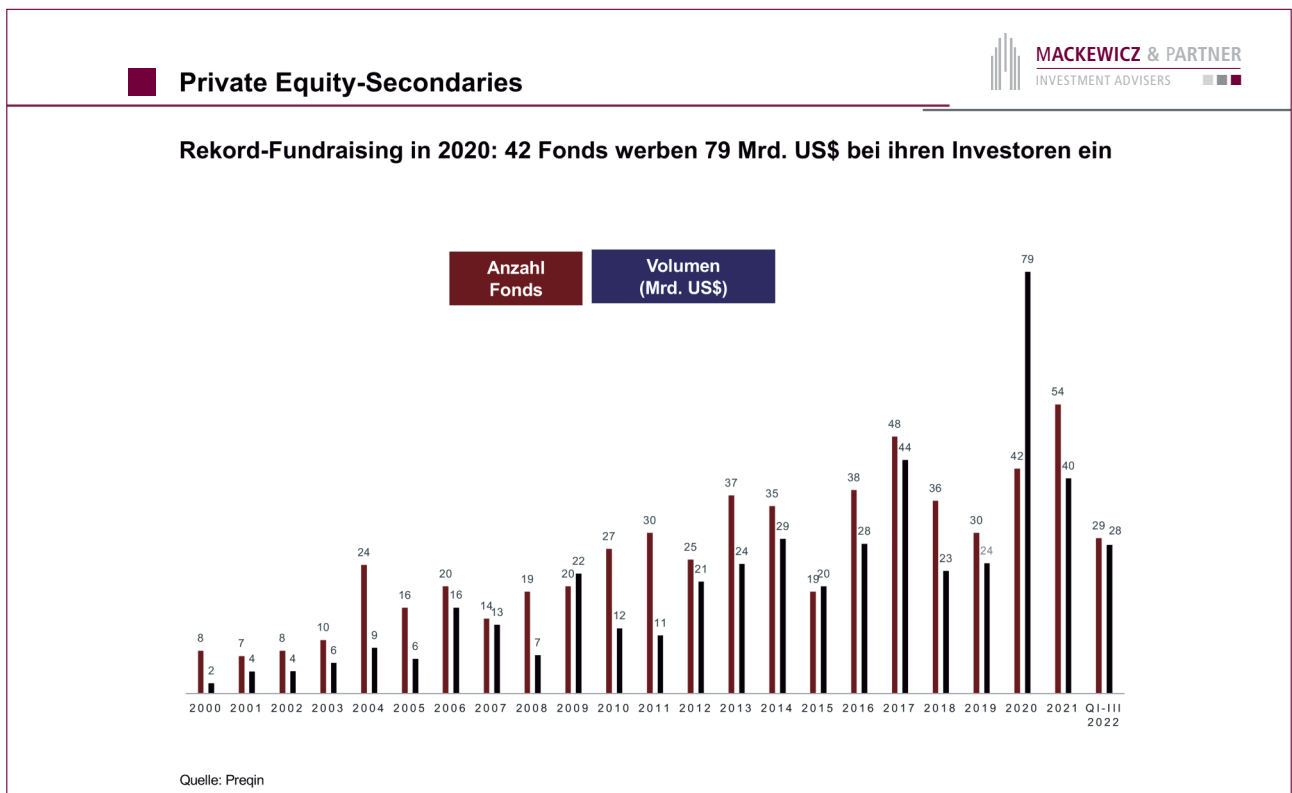
Secondary Fundraising-Rekord für 2023 erwartet

In 2020 haben 42 Secondary-Fonds das bisherige Rekordvolumen von 79 Mrd. US\$ eingeworben.

Blackstone Strategic Partners hat Anfang 2023 bereits das Final Closing seiner neunten Fondsgeneration bei 22 Mrd. US\$ bekannt gegeben. Aktuell befinden sich u.a. die Secondary-Spezialisten

- Alpinvest (Fonds VIII, 10 Mrd. US\$),
- ARDIAN (Fonds IX, 15 Mrd. US\$),
- Collier Capital (Fonds IX, 10 Mrd. US\$),
- HarbourVest mit Dover Street XI (12 Mrd. US \$)
- und Lexington Partners (Fonds X, 15 Mrd. US\$)

im Markt. Allein diese sechs Anbieter (incl. Strategic Partners) planen also, mehr als 80 Mrd. US\$ einzuwerben. Hinzu kommen noch zahlreiche kleinere Anbieter, die in 2023 neue

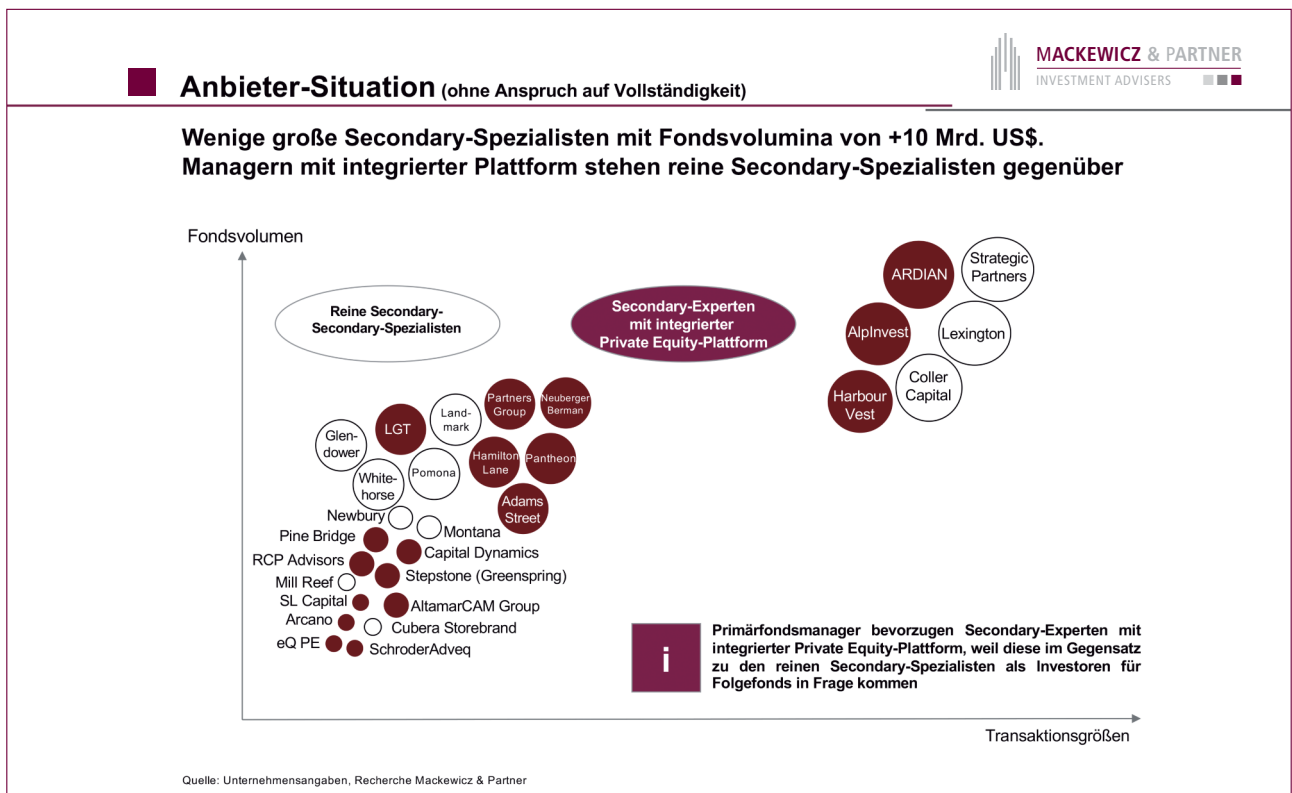


Secondary-Fonds auflegen und das entsprechende Kapital einwerben wollen.

Secondary-Transaktionen auf der Fondsebene (LP Interests) sind nur mit der Zustimmung des Primärfondsmanagers möglich. Diese bevorzugen Secondary-Experten mit integrierter Private Equity-Plattform, weil diese im Gegensatz zu den reinen Secondary-Spezialisten auch als Investoren für Folgefonds in Frage kommen.

Private Equity-Secondaries als renditestarker Sicherheitsbaustein

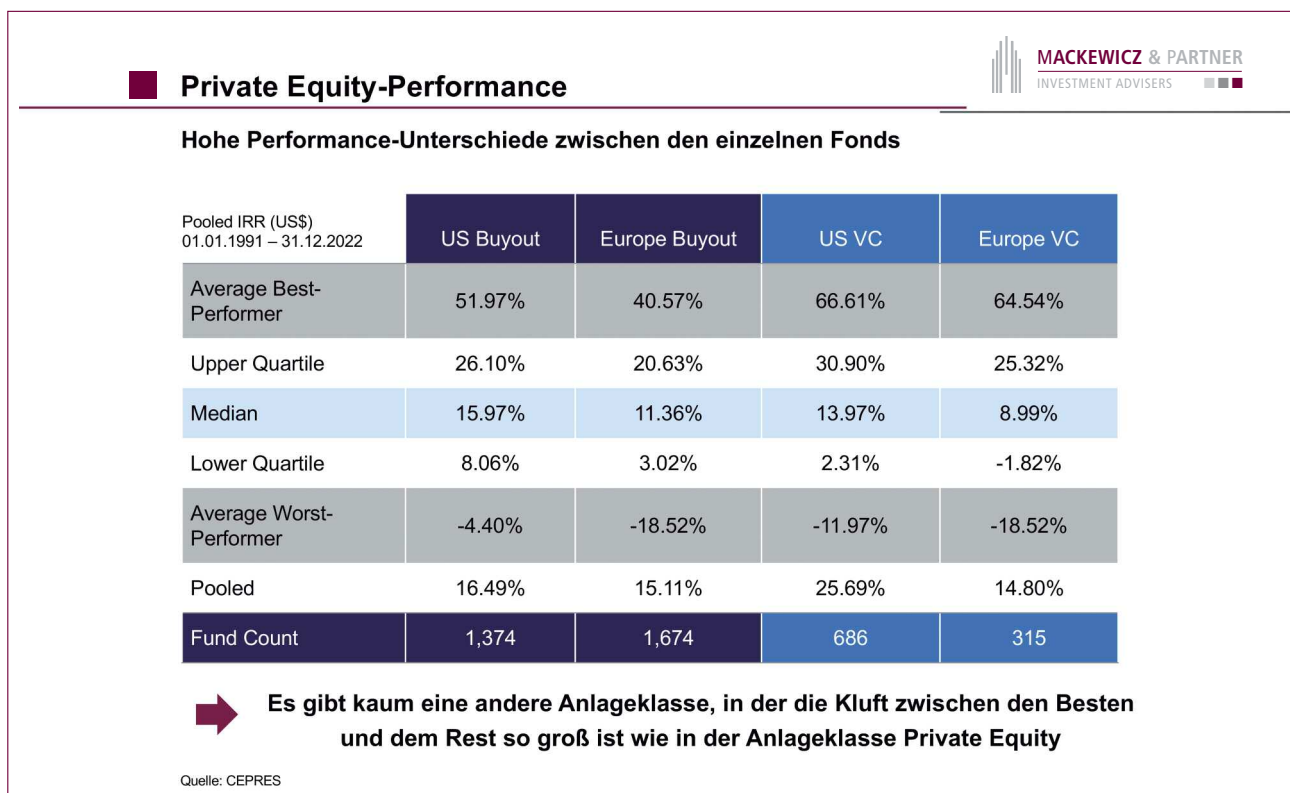
Die Ergebnisse unserer Performance-Analyse zahlreicher Secondary-Fonds zeigen deutlich, dass die Investoren durch die breite Diversifikation von einer realistischen Renditeerwartung von etwa 15 Prozent Netto-IRR ausgehen können (1,6x bis 1,8x Netto-Multiple), wobei das Risiko eines Private Equity-Portfolios deutlich reduziert werden kann. Dies entspricht in etwa dem Median aller Fondsrenditen oder dem Durchschnitt der Fonds des Upper und Lower Quartiles. In gewisser Hinsicht stellen Private Equity Secondary-Fonds somit ein Pendant zu den aus den liquiden Märkten bekannten und weit verbreiteten Indexfonds dar. Hinzu kommt – als weitere Parallele zu Indexfonds –, dass die Investition in Private Equity Secondary-Fonds mit überschaubaren Kosten verbunden ist.



Fazit: Sekundärfonds an erster Stelle

Überrenditen von guten Private Equity-Managern gehören immer noch zu den wenigen Konstanten in einer unsicher werdenden Welt. Die Private Equity-Branche befindet sich aktuell aber in einer Konsolidierungsphase: Sowohl die Transaktionen als auch die Bereitstellung von Kapital für neue Fonds zeigen eine rückläufige Tendenz. Davon ausgenommen sind Secondary-Fonds, die in 2023 als ein renditestarker Sicherheitsbaustein vermutlich zu einem neuen Höhenflug ansetzen werden. Somit scheint es derzeit sinnvoll, an erster Stelle Secondary-Fonds zu allokalieren.

Dann sollte es auch zu einem guten Käse reichen, den man wiederum am besten mit Rotwein genießt. Wie der Kenner – sowohl von Wein als auch von Private Equity weiß – ist der Jahrgang ein wichtiges Kriterium. Wer hier nicht falsch liegen möchte, dem empfiehlt sich ein Cuvée oder ein Secondary-Fonds. Diese sind sowohl dem Risiko bekömmlich als auch belebend für die Rendite.

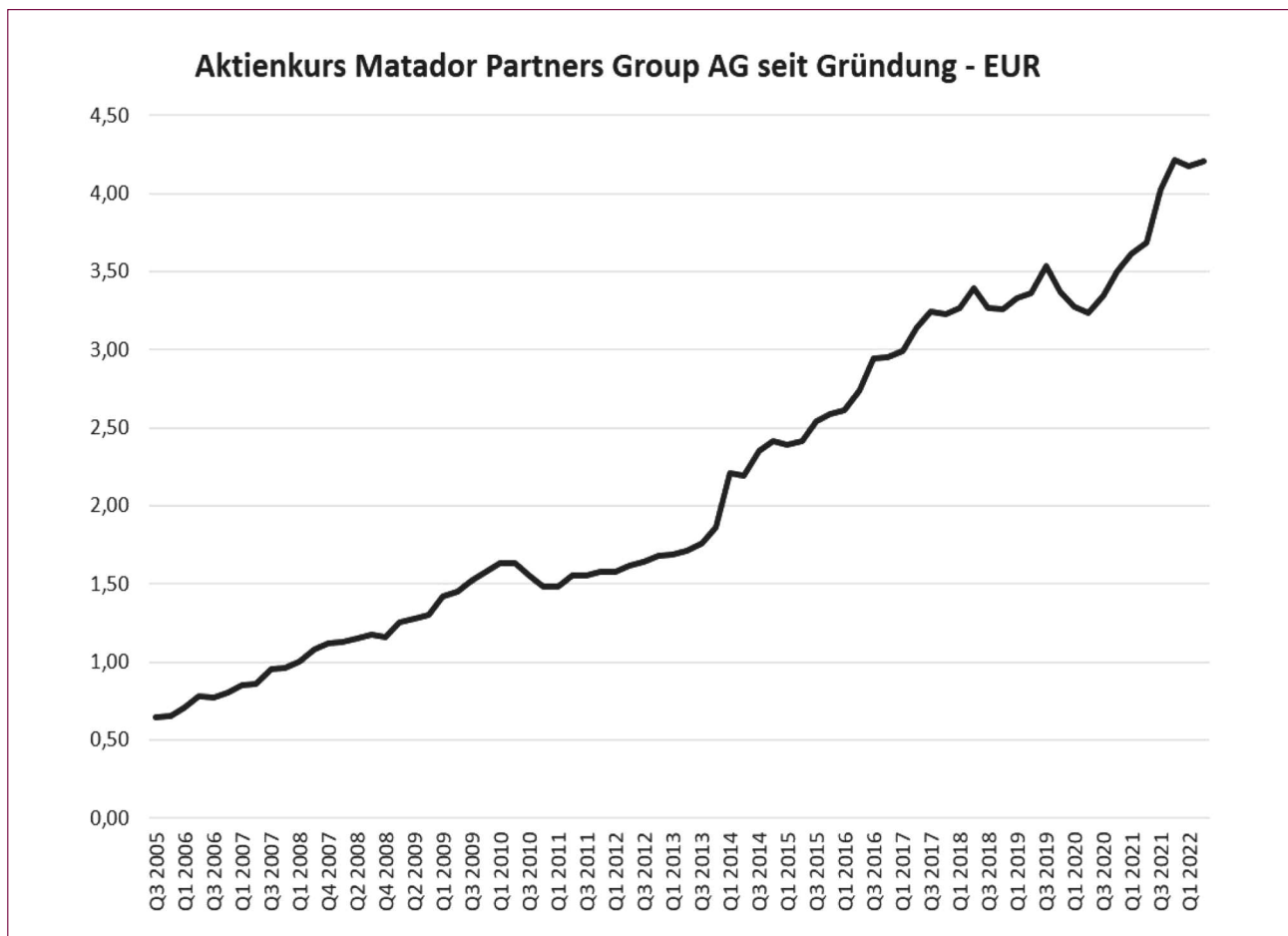


Die Matador Secondary Private Equity AG eröffnet Privatanlegern alle Vorteile eines Private Equity Investments

Angesichts der Mindestanlagesummen von mehreren Millionen Euro sind Private Equity Secondary-Fonds in der Regel jedoch nur ein Investitionsfeld für Institutionelle Investoren. Privatanlegern ist der Zugang zum Secondary-Markt in der Regel somit verwehrt. Eine mögliche Lösung: Die Aktie des an der Börse gelisteten alternativen Asset Managers Matador Secondary Private Equity AG. Anders als bei den Private Equity Secondary-Fonds sind Anteilsscheine von gelisteten Gesellschaften liquide und haben keine Call-Wartezeiten.

Das börsennotierte Beteiligungsunternehmens Matador ist der einzige auf den Sekundärmarkt spezialisierte Anbieter und derzeit über 23 Private Equity Secondary Fonds an insgesamt rund 1400 Unternehmen beteiligt. Matador plant, das Portfolio in den kommenden Monaten weiter signifikant auszubauen.

Die Aktie wird an der Berner Börse gehandelt (ISIN: CH0042797206). Über dieses Vehikel steht nun allen interessierten Investoren ein breit diversifiziertes Secondary-Private-Equity-Portfolio ohne Mindestanlage-Restriktion zur Verfügung.



HAFTUNGSAUSCHLUSS

Mackewicz & Partner übernimmt keinerlei Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen. Haftungsansprüche gegen Mackewicz & Partner, welche sich auf Schäden materieller oder ideeller Art beziehen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der in diesem Newsletter aufbereiteten Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind grundsätzlich ausgeschlossen. Die Vollständigkeit, Richtigkeit und Zuverlässigkeit der aus den verschiedenen Quellen gewonnenen Informationen konnte Mackewicz & Partner nicht im Einzelnen überprüfen und übernimmt daher hierfür auch keine Verantwortung, Gewährleistung oder Garantie. Dieser Newsletter dient lediglich Informationszwecken und ist weder ein Verkaufsprospekt, noch eine Werbung oder eine Empfehlung für bestimmte Fondsangebote. Soweit in unseren Analysen Prognosen oder Erwartungen formuliert werden, sind diese als vorausschauende Angaben ohne Zusicherungscharakter zu verstehen. Mackewicz & Partner nimmt insoweit keine Garantenstellung ein. Naturgemäß sind solche - in die Zukunft gerichteten - Aussagen mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Ergebnisse können daher wesentlich von den in der Analyse geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. Hier können Marktmechanismen wirken, die das Analyseergebnis negativ beeinträchtigen können. Darüber hinaus können unsere Analysen bestimmte Annahmen zu Vereinfachungszwecken enthalten. Mackewicz & Partner steht nicht dafür ein, dass sich diese Annahmen auch bewahrheiten.

Mackewicz & Partner

Investment Advisers

Ohmstraße 22 | 80802 München

Telefon: +49 89 89 520 790

E-Mail: info@mackewicz-partner.de

Mitglied im:



Für weitere Informationen:

www.mackewicz-partner.de