



SECONDARIES: EIN PRIVATE-EQUITY-ZUGANG AUCH FÜR STIFTUNGEN

Lesedauer: 10 Minuten

Stiftungen stehen vor der Herausforderung, sich für weitere Anlageklassen zu öffnen, um laufende Erträge in der aktuellen Niedrigzinsphase zu generieren. Ergänzend zu einem Aktieninvestment in liquide Unternehmen findet das Segment der nicht börsennotierten Unternehmen, zum Beispiel über Private-Equity-Investments, Beachtung. Wichtig ist hierbei zu prüfen, ob die individuelle Satzung beziehungsweise die Anlagerichtlinien ein Investment in diese Assetklasse gestatten.

Die Bedeutung von alternativen Anlagen wie Private Equity neben traditionellen Anlagen hat in den vergangenen Jahren und insbesondere seit Beginn des Niedrigzinsumfelds zugenommen. Ihre Beimischung kann Risiken alternativer Anlagen im eigenen Portfolio breiter streuen und Wertschwankungen reduzieren. Als Anlagelösung für den Zugang dienen üblicherweise geschlossene Fonds, die diverse Unternehmensbeteiligungen enthalten. Charakteristisch hierfür ist die lange Laufzeit, über die Anleger an ihre Beteiligung häufig mehr als zehn Jahre gebunden sind. Wer sich während der Laufzeit von einer Beteiligung trennen möchte, verkauft meist am Zweitmarkt.

In den vergangenen zwei Jahrzehnten ist ein solider institutioneller Zweitmarkt für Fondsbeteiligungen herangereift. Bislang ist dieser Markt allerdings noch unorganisiert. Es hat sich noch keine globale Plattform für Angebot und Nachfrage etabliert. Die Sondierung von Kauf- und Verkaufsmöglichkeiten geschieht häufig über ein Netzwerk eigener Kontakte – was bei professionellen Investoren im Allgemeinen wesentlich ausgeprägter ist.

Das Volumen des verwalteten Vermögens im Secondaries-Segment wird auf 74 Mrd. US\$¹ geschätzt. Bis Ende 2019 geht man von einem Zuwachs von 16 Mrd. US\$ aus. Der Zweitmarkt reift nicht nur in Bezug auf das steigende Volumen. Es etablieren sich auch zunehmend mehr Marktusancen:² In den vergangenen Jahren hat die Zahl der Fondsinitiatoren („General Partners“) stark zugenommen, die den Limited Partners, also den Investoren, die Möglichkeit einer vorzeitigen Veräußerung anbieten. Diese organisierten Verkäufe machen mittlerweile ein Drittel aller Transaktionen aus und stehen damit zugleich für eine zunehmende Professi-

»Der Abschlag ist der größte Wertsteigerungstreiber im Secondaries-(Fonds-)Segment.«

In *aspekte* bereiten die Wealth-Management-Kompetenzzentren gemeinsam mit Netzwerkpartnern Themen auf, die für Sie relevant sind.
www.berenberg.de/stiftungen



Von Olivier du Carrois,
Berenberg Investment Advisory

Unternehmer
▶ **Stiftungen**
Family Offices

¹ Siehe Greenhill Global Secondary Market Trends & Outlook

² Fest verankerte Handelsbräuche zur optimalen Geschäftsabwicklung in den entsprechenden Wertpapiermärkten



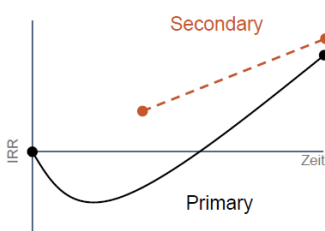
onalisierung des Marktsegments. Festzuhalten bleibt, dass der vorzeitige Verkaufswunsch nur selten mit der Qualität der Beteiligung zusammenhängt. Doch warum werden Beteiligungen überhaupt „weitergereicht“? Seitens des Fondsinitiators geschieht dies meist mit der Intention, Liquidität für neue Fondsprojekte zu generieren oder die Struktur der Anteilseigner zu pflegen. Der Zweitmarkt wird von institutionellen Private-Equity-Investoren häufiger für effizientes Portfoliomanagement genutzt. Ein klassisches Beispiel: Nach einer ausgedehnten Marktkorrektur hat der liquide Bestandteil des Gesamtportfolios eine Wertminderung erfahren. Aufgrund von Allokationsquoten muss dann die illiquide Seite ebenfalls angepasst werden. Der Zweitmarkt bietet hier Zugang zu Liquidität. Außerdem besteht auf dem Zweitmarkt für Investoren die Möglichkeit, einmal erzielte Gewinne noch vor Laufzeitende zu realisieren, also aus Buchgewinnen reale Renditen zu fixieren – und das noch vor Laufzeitende. In diesen Fällen erfolgt der Verkauf auf dem Zweitmarkt meist nach drei Jahren bis maximal fünf Jahren.

Wertsteigerungspotenzial

Für Käufer bringt eine Anlage auf dem Zweitmarkt gegenüber der Zeichnung eines neu aufgelegten Fonds diverse Vorteile. Grundsätzlich erhält ein Privatanleger über Secondaries Zugang zu einem Portfolio/einer Beteiligung, die ihm zuvor verwehrt gewesen ist. Dazu gesellen sich die Vorteile des Preisabschlags, die Reduzierung des Blind-Pool-Risikos und die verkürzte Dauer bis zur Kapitalrückzahlung (siehe folgende Seite). Vor dem Kauf einer Beteiligung auf dem Zweitmarkt ist zu prüfen, wie viel Wertsteigerungspotenzial noch in einer Fondsbeteiligung enthalten ist. Ein guter Dachfondsmanager vermag dies im Detail zu analysieren und seinen Wettbewerbern verborgene Potenziale freizulegen. Daher ist die Managerselektion enorm wichtig. Der Preisabschlag ist der bedeutendste Wertsteigerungstreiber im Secondaries- (Fonds-)Segment. Am Zweitmarkt für Fonds notieren Fondsbeteiligungen in Prozent ihres Nettoinventarwertes. Je höher der Liquiditätsdruck ist, desto höher kann der Abschlag auf den Nettoinventarwert ausfallen.

Managerauswahl bleibt entscheidend

1 Vorteile bei der Investition in Private-Equity-Bestandportfolios



Fonds können in der Regel über den Sekundärmarkt zu einem Abschlag zum Nettoinventarwert erworben werden. Durch den späteren Einstiegszeitpunkt ist die J-Kurve³ verkürzt und fängt durch einen impliziten Gewinn, der durch den Preisabschlag entstanden ist, unter Umständen für den Anleger im positiven Bereich an.

Quelle: Capital Dynamics, illustrative Darstellung

³ Stellt den typischen Verlauf der Rendite eines Private-Equity-Fonds über dessen Laufzeit dar. Bevor anfängliche Investitionen Früchte tragen, ist sie zunächst negativ. Ausschüttungen erfolgreicher Beteiligungen heben die Rendite im späteren Verlauf in den positiven Bereich.



2 Reduzierung des Blind-Pool-Risikos

Welche Unternehmen/Zielfonds mit dem gezeichneten Kapital in ein Private-Equity-Portfolio gekauft werden, steht zu Beginn der Vertriebsphase noch nicht fest. Das gilt auch für Fonds, die strategisch in Zweitmarkteteiligungen investieren. Sofern jedoch zum Beispiel nach dem First Closing direkt investiert wird, bietet sich eine bereits vergleichsweise gute Portfoliodurchschau bis auf die Ebene der Beteiligungsunternehmen. Über den Sekundärmarkt erworbene Fonds haben im Allgemeinen bereits 60-70% des gezeichneten Kapitals investiert. Bei Erwerb ist eine Einschätzung des bereits bestehenden Portfolios möglich.

3 Verkürzte Dauer bis zur Kapitalrückzahlung

Durch den späteren Einstiegszeitpunkt während der Fondslaufzeit ist die Anlagedauer geringer. Dadurch erhält ein Anleger früher sein Kapital zurück. Dachfonds, die eine entsprechende Strategie verfolgen (sind in der Regel für eine Zeit von mindestens zehn Jahren aufgelegt) erfahren im Vergleich zu einer reinen Primaries-Strategie früher Kapitalrückflüsse.

Fazit

Secondaries können eine gute Option für Stiftungen sein, Private Equity in das eigene Portfolio aufzunehmen – sofern das gemäß Satzung beziehungsweise Anlagerichtlinien zulässig ist. Erträge werden in Form von Kapitalerträgen erzielt und haben keine gewerbliche Prägung. Bestandsportfolios tragen zur Reduzierung von Risiken bei. Werden Secondaries (Fonds) in einem Portfolio (zum Beispiel Dachfonds) gebündelt, bietet das dem Anleger die oben ausgeführten Vorteile neben der Streuung des Risikos über mehrere Zielfonds und damit Zielunternehmen. Der Bewertungsabschlag und die Realisierung der zugrundeliegenden Investitionen erlauben auf der anderen Seite attraktive Renditen. Bei der Suche nach Beteiligungsmöglichkeiten auf dem Zweitmarkt stehen wir Ihnen gern als erfahrener Partner zur Seite.

Blind-Pool-Risiko:

Nachteil für Anleger, dass sie nur schwer einschätzen können, ob die später getätigten Investitionen sinnvoll oder rentabel sind, da die zu finanzierenden Objekte noch nicht (abschließend) feststehen.



Literatur:

Bain Global Private Equity Report 2019

Capital Dynamics White Paper – Introductory Guide to Investing in Private Equity Secondaries, Third Edition 2016

Greenhill Global Secondary Market Trends & Outlook, Januar 2019

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Marketingmitteilung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG. Die gemachten Angaben wurden nicht durch eine außenstehende Partei geprüft. Alle Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit sämtlicher Angaben übernehmen wir keine Gewähr. Wir weisen ausdrücklich auf den angegebenen Bearbeitungsstand hin. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Die gewerbliche Nutzung in Form eines Nachdrucks, der – auch teilweise – Vervielfältigung sowie der Weitergabe des Beitrages ist ohne unsere ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht gestattet.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
info@berenberg.de