

Private Equity-Zweitmarkt: Wenn nicht jetzt, wann dann?

Historisches Zeitfenster: "Die meisten Leute interessieren sich für eine Anlage, wenn alle anderen es tun. Die beste Zeit ist aber, wenn sich niemand dafür interessiert." Diese Bemerkung wird **Warren Buffet** zugeschrieben. Der Kern der Wahrheit dahinter: Langfristig interessante Renditen kann man nicht erzielen, wenn man nur den Lemmingen hinterherläuft. Konkret heißt das: Gerade für Private Equity-Fonds bieten sich derzeit verbesserte Investitionsbedingungen gegenüber der Situation noch vor 3–4 Jahren. Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise 'nach Lehman' sind die Unternehmensbewertungen und damit die Einstiegspreise für Private Equity-Fonds auf breiter Front gesunken. Private Equity-Investoren können zudem von einer zusätzlichen Chance profitieren, die sich derzeit in einem historisch wohl einmaligen Zeitfenster öffnet: Auf dem Private Equity-Zweitmarkt bieten sich in den nächsten 1–2 Jahren erstklassige Schnäppchen, da u. a. institutionelle Investoren der letzten Jahre gezwungen sind, ihre Beteiligungen an Private Equity-Zielfonds auf dem Zweitmarkt weit unter Preis abzugeben. Spätestens seit 2004 entwickelte sich dieser sog. Secondary-Markt von einer Nische zu einem etablierten Segment der Private Equity-Industrie. Der Anteil an Sekundärmarkttransaktionen erhöhte sich von den historischen 2 % auf bis zu 5 % des Primärzeichnungsvolumens pro Auflegungsjahr, wobei bislang eine erhöhte Nachfrage einem relativ stabilen Angebot gegenüberstand.

Vom Verkäufer- zum Käufermarkt: Mit der Finanzkrise drehte sich aber im Jahr 2008 der Markt: Viele Investoren hatten zu hohe Kapitalbeträge bei Private Equity-Fonds gezeichnet, die jetzt abgebaut werden müssen (sog. 'Over-Commitment'). Diese 'Distressed Sellers' müssen hohe Bewertungsabschläge beim Verkauf der Fondsanteile akzeptieren, da sie unter erheblichen Zeitdruck entweder Liquidität benötigen und/oder das Volumen der offenen Zahlungsverpflichtungen abbauen müssen. Dies führt zu einem weiteren Wachstum des Sekundärmarktangebotes. Bei einem kumulierten Primärzeichnungsvolumen von 1,6 Mrd. US-\$ der Jahre 2005 bis 2009 entspricht dies einem Marktpotential für Sekundärmarkttransaktionen der Jahre 2010 bis 2014 von über 80 Mrd. US-\$. Die **Sal. Oppenheim Private Equity Partners GmbH/SOPEP**, ein führender Dachfonds-Manager für Private Equity, betrachtet diese Berechnung als konservativ, da Marktuntersuchungen ein Verkaufsinteresse bei institutionellen Investoren bescheinigen, das die historischen Quoten stark übersteigt.

SAL. OPPENHEIM
Private Equity Partners

Bis auf weiteres hohe Abschläge zu Lasten der Verkäuferseite: Bis auf weiteres wird der Secondary-Markt von der Verkäuferseite geprägt sein, auf der Banken, Pensionskassen und Distressed Sellers auftreten. Die Gründe sind vielschichtig: ++ Bilanzverkürzung auf Seiten der Banken, die Eigenkapital für ihr Kerngeschäft benötigen ++ der 'Denominatoreffekt' bei Pensionskassen, die aufgrund der Schwächen an den Aktienmärkten ihre internen Anlagequoten in Private Equity überschreiten ++ Aktives Portfoliomanagement und Portfoliobereinigung bei institutionellen Investoren wie kleineren Pensionskassen, Stiftungen oder Family Offices im Rahmen geänderter Investitionsstrategien, durch Personalabbau und/oder Fusionen oder ++ schlichtweg fehlende Liquidität bei Investoren, um zukünftige Kapitalabrufe bedienen zu können. Diese müssen dann ihre Beteiligungen mit z. T. hohen Verkaufsabschlägen auf den Markt werfen. Laut dem Beratungsunternehmen **Cogent Partners** lagen die Angebote in 2009 teilweise unter 40 % des Nettoinventarwerts der jeweiligen Fonds-Beteiligung. Natürlich ist für die Lukrativität nicht allein die Höhe des entsprechenden Abschlags entscheidend, da bei teilinvestierten Fondsanteilen, die zum Verkauf stehen ('Early Secondaries'), noch die offenen Einzahlungsverpflichtungen übernommen werden müssen. Für die investierten Teile ist eine langjährige Expertise und Branchen-Vernetzung auf Seiten des Käufers dringend erforderlich, um wirkliche Schnäppchen zu identifizieren. Der Vorteil von Secondary-Beteiligungen im Vergleich zu Primär-Beteiligungen: Neben kürzeren Halteperioden ist auch der Blind-Pool-Charakter deutlich eingeschränkt. Bei Erwerb eines Portfolios lassen sich die bereits existierenden Beteiligungen weitgehend analysieren.

markt intern Vermögen & Steuern. – Redaktion Verlagsgruppe: Herausgeber Dipl.-Ing. Günter Weber; Verlagsdirektoren Bwt.(VWA) André Bayer, Olaf Weber; Redaktionsdirektoren Dipl.-Kfm. Uwe Kremer, Heidi Scheuner; Abteilungsleiter Rechtsanwalt Georg Clemens, Dipl.-Kfm. Christoph Diel, Rechtsanwalt Lorenz Huck, Dipl.-Kfm. Karl-Heinz Klein, Dipl.-Vwt. Hans-Jürgen Lenz, Dipl.-Vwt. Stephan Schenk, Rechtsanwalt Gerrit Weber; Chef vom Dienst Bwt.(VWA) André Bayer.

markt intern Verlag GmbH, Grafenberger Allee 30, D-40237 Düsseldorf, Telefon 0211-6698-0, Telefax 0211-666583, www.markt-intern.de. Geschäftsführer Hans Bayer, Dipl.-Ing. Günter Weber; Prokuristen Bwt.(VWA) André Bayer, Dipl.-Kfm. Uwe Kremer, Rechtsanwalt Gerrit Weber, Olaf Weber; Justitiar Rechtsanwalt Dr. Gregor Kuntze-Kaufhold. Gerichtsstand Düsseldorf. Vervielfältigung nur mit schriftlicher Genehmigung des Verlages. Druck: Theodor Gruda GmbH, Breite Straße 20, 40670 Meerbusch. Anzeigen, bezahlte Beilagen sowie Provisionen werden zur Wahrung der Unabhängigkeit nicht angenommen. ISSN 1431-309X

Ihr direkter Draht ... (Mo. - Do. 14 - 17 Uhr, Fr. 9 - 12 Uhr)



02 11 / 66 98 - 111

Fax: 02 11 / 66 98 - 179

e-mail: vermoe-gen-steuern@markt-intern.de

... für den vertraulichen Kontakt

Wie funktioniert dies nun konkret? Private Equity-Fonds A hat z. B. ein Unternehmen in 2005 zum 6,5fachen des EBITs für insgesamt 97,5 Mio. Euro erworben. Der Eigenkapitalanteil der Transaktion betrug 38 Mio. Euro, also knapp 39 %. Ende des Jahres 2009 wurde im Durchschnitt nur noch ein EBIT-Vielfaches von ca. 5,7fach bei einem Kauf vergleichbarer Unternehmen gezahlt. Wie stellt sich die Bewertungssituation nun Anfang 2010 für einen Sekundärinvestor dar, also für den Erwerber eines Secondary-Anteils am Private Equity-Fonds A? Vorausgesetzt, in dem Unternehmen erfolgte seit Erwerb in 2005 keine Darlehens-Tilgung und der Gewinn blieb stabil, würde die Eigenkapital-Beteiligung von Private Equity-Fonds A an dem Unternehmen aufgrund des verringerten EBIT-Multiple Ende 2009 nur noch mit ca. 26 Mio. Euro (86 Mio. Euro minus 60 Mio. Euro Fremdkapital) zu bewerten sein. Die Abschlagsberechnung des Sekundärinvestors basiert darüber hinaus auf Annahmen, wann und zu welchem Wert das Portfoliounternehmen verkauft werden kann! Diese Bewertungen erfolgen zudem unabhängig davon, wie Private Equity-Fonds A seine Unternehmensbeteiligung aktuell selbst bewertet! Nach der Unternehmensanalyse geht der Sekundärinvestor davon aus, daß die Beteiligung erst Ende 2012 zu einem Wert von 30 Mio. Euro realisiert bzw. verkauft werden kann. Bei einer Zielrendite des Sekundärinvestors von 20 % p. a. (die er mittelbar an diesem Unternehmen verdienen will) ergibt sich per März 2010 ein abgezinster Barwert von 18 Mio. Euro. Dies entspricht einem Abschlag von 30 % auf den aktuellen Wert von 26 Mio. Euro. In gleicher Weise werden die anderen Unternehmen aus dem Portfolio von Private Equity-Fonds A bewertet und so ein Abschlag für den zu erwerbenden Fondsanteil ermittelt.

Dem Markt auf den Leib geschneidert: Ein Fonds, der den gesamten Private Equity-Sekundärmarkt durch seine Konzeption abdeckt, ist der geschlossene Publikumsfonds **BVT-CAM Private Equity Global Fund VIII International Secondaries**. Die **BVT Unternehmensgruppe** aus München wurde 1976 gegründet und hat seither 184 geschlossene Fonds mit einem Gesamtinvestitionsvolumen von rund 5,4 Mrd. Euro initiiert. Der Dachfondsmanager **CAM Private Equity/Köln** wurde 1998 für institutionelle Investoren, Family Offices und Privatinvestoren gegründet und ist seit dem Jahr 2009 unter dem Dach der Sal. Oppenheim Private Equity Partners GmbH/SOPEP. Der BVT-CAM Fonds **International Secondaries** beabsichtigt, parallel zum institutionellen Dachfonds **SOPEP Secondary Global Fund** und anderen institutionellen Fonds der SOPEP im Rahmen eines Dachfondskonzepts den gesamten globalen Secondary-Markt abzubilden. Mindestens 60 % des Investitionsvolumens soll in bis zu zehn spezialisierte, aber breit diversifizierte Secondary-Fonds fließen. Ziel des 60%igen Investitionsansatzes ist eine möglichst optimale Streuung des Portfolios über unterschiedliche Finanzierungsphasen, Regionen, Deal-Flow-Quellen, Volumina und Reifegrade. Bis zu 40 % des Fondsvolumens sollen in mindestens zehn proprietäre Secondary-Transaktionen investiert werden, die im Rahmen von Co-Investitionen mit anderen Secondary-Fonds bzw. durch das CAM/SOPEP-Netzwerk generiert werden. So wird über den Partner SOPEP, dessen ▲▲ cam private equity Portfolio etwa 400 Zielfonds umfaßt, zusätzlich ein direkter Zugang zum Secondary-Markt geschaffen.

Mit breiter Diversifikation auf Sicherheit setzen: Insgesamt soll so, z. B. gegenüber Aktienfonds, eine breite Diversifizierung über Hunderte von Fonds und mehrere Tausend Unternehmen entstehen, so daß das gesamte Secondary-Universum durch einen Fonds abgedeckt wird. Privat Anleger erhalten über den Fonds **BVT-CAM International Secondaries** Zugang zu diesem exklusiven und lukrativen Markt. Neben der breiten Streuung sieht das Konzept zudem vor, daß nicht alles sofort, sondern zeitlich versetzt investiert wird. Im Zuge der anstehenden konjunkturellen Entwicklungen können so die Chancen der nächsten Jahre genutzt werden. Eine Beteiligung ist ab 10.000 Euro möglich, wobei nur 40 % sofort zu erbringen sind. Die geplante Laufzeit beträgt 8 Jahre, wobei bei erfolgreicher Investitionsstrategie die Ausschüttungen nach dem 4. bis 6. Jahr nach Fondsschließung den Kapitaleinsatz der Anleger voraussichtlich kompensieren. Als besonderes Extra beinhaltet der Fonds einen hohen Frühzeichnerbonus von 8 % p. a. auf die erste Einlagerate. Der Fonds gewährleistet die breite Diversifizierung sowie die zeitliche Streuung der Investitionen über mehrere Investitionszyklen durch die Parallelinvestition mit dem institutionellem Fonds des Fachpartners CAM/SOPEP. Das Investmentteam umfaßt 30 Investment Professionals und Senior Advisors mit zusammen mehr als 165 Jahren Erfahrung im Bereich Private Equity und einem verwalteten Vermögen von rund 5 Mrd. Euro.



In Europas größtem Informationsdienstverlag...

steuertip finanztip
kapital-markt intern
GmbH Intern Bank Intern
steuerberater Intern
Ihr Steuerberater
EXCLUSIV (Schweiz)

Autos
Auto
Tasche
Waren
Schmuck
Unterhaltungselektronik
Applikatoren
Installation
Sport
DOE
Fachhandel
Büro
Fachhandel
Sport
Fachhandel
Elektronik
Fachhandel
Möbel
Fachhandel
Parfümerie
Kosmetik
Spielwaren
Elektronik
Installation
Büro
Fachhandel
Wasser
Stoffe
Handarbeiten
Mittelstand

...erscheinen die wöchentlichen Branchenbriefe:

immobilien intern
versicherungstip
investment intern
recht intern
Anleihen
inside track (USA)