

Damit das Licht am Ende des Tunnels nicht blendet

Unter der Kreditkrise leidet nicht zuletzt die Private-Equity-Branche. Diese wirbt nun damit, dass der Zeitpunkt zum Einstieg noch nie so günstig war. Die mit Nachdruck empfohlenen Segmente Secondarys und Venture Capital sollten Limited Partners jedoch mit Vorsicht genießen. Alleine auf den Discount zu schauen, reicht nicht.

Von Patrick Eisele

Je schlechter die Lage, desto größer ist offenbar der Optimismus in der Private-Equity-Branche. „Kaufen, wenn die Kanonen donnern“, „einen besseren Einstiegszeitpunkt gibt es in der nächsten Dekade nicht mehr“ oder „2009 wird ein absolut fantastisches Vintage-Jahr“ – so lauten die Empfehlungen und Einschätzungen der General Partners. „Das Licht am Ende des Tunnels blendet schon wieder“, witzelte ein Teilnehmer auf der Alternative Investor Conference des Bundesverbandes Alternative Investments. Die Argumente der Branchenvertreter liegen auf der Hand: Viele „gebrauchte“ Fonds lassen sich derzeit zu hohen Discounts auf dem Markt für Secondarys erwerben. Andererseits benötigen viele potenzielle Targets frisches Eigenkapital, weil ihnen von Banken der Fremdkapitalhahn zugedreht wurde.

In der Vergangenheit erwiesen sich Krisenjahre immer als die besten Vintage-Jahre. Zu diesen Zeiten können die Fonds nämlich Unternehmen günstig erwerben. Für den, der diese Gelegenheit nicht verpassen will, empfiehlt sich eine Beteiligung an Secondary-Fonds. Stefan Herzog, Partner bei Sal. Oppenheim Private Equity Partners, geht davon aus, dass Secondarys in ein bis zwei Jahren schon wieder ihren Höhepunkt gesehen haben. Bei Primarys und insbesondere bei Dachfonds verhindert die lange Anlaufphase der Fonds, dass die Commitments auch alle in den kommenden Monaten untergebracht werden. Rückblickend dürfte es ideal gewesen sein, wenn man vor zwei Jahren ein Private-Equity-Programm aufgelegt hat.

Der Secondary-Markt ist deutlich gewachsen. Die Partners Group schätzt, das 2008 ein Fondsvolumen von 50 Milliarden US-Dollar zum Verkauf stand. Im Jahr 2007 seien es nur 30 und 2006 20 Milliarden US-Dollar gewesen. Gingen Verkäufer zuvor meist nur an den Secondary-Markt, um ihre Asset Allocation anzupassen, werden

die Limited Partners nun durch ihren Liquiditätsdurst an den Markt getrieben. Teils sind die Investoren gezwungen, Randaktivitäten zu verkaufen. Teils können Investoren die noch offenen Capital Calls nicht mehr bedienen. Die Overcommitment-Strategien der Vergangenheit tun ihr Übriges. Interessant ist dieser Markt auch für die Anbieter. Nachdem das Fremdkapitalhebel-Modell nicht mehr funktioniert, sieht die Branche nun neben Mezzanine und Distressed vor allem bei Secondary-Fonds die besten Chancen, Gelder einsammeln zu können. Ein Indiz für das Interesse der Universalanbieter: Sie versuchen sich gegen die spezialisierten Platzhirsche Coller und Lexington mit dem Argument in Stellung zu bringen, durch ihre Primary-Tätigkeit viel näher am Secondary-Dealflow dran zu sein.

Da die Finanzkrise den Markt für Secondarys aus einem Verkäufer- in einen Käufermarkt wandelte, wandelten sich auch die bislang bezahlten Aufschläge in dementsprechend hohe Discounts. Die Partners Group zitiert eine Statistik, laut der Secondary-Preise in der zweiten Jahreshälfte 2008 im Schnitt auf 61 Prozent des Net-Asset-Value gefallen sind. Bei diesem Discount von fast 40 Prozent handelt es sich wohlgerne nur um einen Durchschnittswert. Laut Partners Group würden bei manchen Fonds jedoch auch Discounts von 90 Prozent nicht ausreichen, um eine angemessene Rendite zu erzielen. Dies zeigt, dass potenzielle Investoren nicht allein auf die aktuell hohen Durchschnittsdiscounts vertrauen sollten. Auch deshalb, weil die hohen Abschläge auch damit zusammenhängen, dass zuvor zu optimistisch bewertet wurde. „Ob wir auf dem Secondary-Markt kaufen, ist nicht nur eine Frage des Discounts, sondern der Qualität“, sagt Philippe Roesch von Auda. Der Dachfondsmanager, vor 20 Jahren als Family-Office der Familie Harald Quandt gegründet, hat derzeit in Private Equity etwa vier Milliarden Euro Assets under Management.

Bislang sei Auda bei Secondary-Deals nur sehr selektiv vorgegangen. In puncto Qualität ist es auch fraglich, ob die besten Fonds überhaupt auf den Markt kommen. An diese klammert sich der Erstinvestor ja bis zuletzt. Roesch teilt diese Bedenken nicht: „Der Verkaufsdruck spült auch Fonds aus dem Top-Decil auf den Secondary-Markt. Bei Secondaries sucht man auch weniger die strategische Partnerschaft mit den besten GPs. Käufe sind eher finanzmathematisch begründet. Deshalb kann es auch Sinn machen, Fonds aus dem zweiten Quartil zu kaufen.“

Vor der Frage nach dem Discount kommt für Auda neben der Qualität des GP und der Assets sowie dem Einkaufspreis auch die noch verbleibende Laufzeit. Da ein Hauptmotiv für den Verkauf die noch ausstehenden Capital Calls sind, kommen vor allem jüngere Fonds auf den Markt. „Dann liegt die Abrufproblematik beim Käufer. Interessanter sind Fonds, die schon weitgehend investiert sind“, sagt Roesch. Was bei den jüngeren Fonds nachteilig hinzukommt, ist, dass deren erste Investments aus heutiger Sicht eher überteuert eingekauft wurden. Laut Roesch kann man per Secondary bis ins Primary-Vintage-Jahr 2004 zurückgehen. Somit lässt sich – was ein großer Vorteil von Secondaries ist – auf dem Markt für Gebrauchtfonds mit einem Schlag ein über gleich fünf Jahre diversifiziertes Portfolio aufbauen. Andererseits erfordert dies natürlich eine hohe Einmalzahlung.

Neue Chance für Venture Capital

Im Hinblick auf das sich nun in der Sackgasse befindliche Leverage-Modell macht es Sinn, sich auf dem Secondary-Markt verstärkt nach Small- und Mid-Cap-Fonds und insbesondere nach den in der Regel rein eigenkapitalfinanzierten Venture-Capital-Beteiligungen umzuschauen. Bei den größeren Buy-outs haben die GPs auch erst jetzt, nachdem das Fremdkapital versiegt ist, verstärkt angefangen, sich um ihre Target-Unternehmen zu kümmern. Bei Venture Capital gilt es erst einmal nach Regionen zu unterscheiden. Europäisches Venture Capital hat den Beweis, auf Dauer angemessene Renditen schaffen zu können, noch nicht erbracht. Laut Evca kam europäisches Venture Capital langfristig auf einen IRR von vier bis fünf Prozent und lag damit deutlich hinter europäischen Buy-outs und US-Venture-Capital, deren langfristige IRRs auf 16 bis 17 Prozent kamen. In den Daten spiegelt sich immer noch das Neuer-Markt-Debakel. Dieses hat auch für einen bis heute andauernden Vertrauensschaden bei den Investoren geführt. Deutsche Venture-Capital-Fonds wie Earlybird, TVM, Target Partners oder Wellington haben jedoch durch ihre

mittlerweile langjährige Erfahrung einen Vertrauensbonus verdient. Die TMT-Bubble, die nur wenige deutsche und europäische Venture-Capital-Fonds überlebt haben, kann als Qualitätsfilter gesehen werden. Dr. Hendrik Brandis, Partner und Mitgründer von Earlybird, geht davon aus, dass dieser Shake-out, der in Europa nach der TMT-Bubble stattfand, in den USA noch bevorsteht: „In den USA gibt es wie schon vor 2002 etwa 800 Fondsgesellschaften. US-Venture-Capital-Fonds hatten zwar eine viel stabilere Investorenbasis, Liquiditätsnöte dieser Investoren zwingen diese aber nun zum Verkauf. Deshalb gehe ich davon aus, dass die Volumina und auch die Zahl der Anbieter in den Staaten zurückgehen.“

Die überlebenden europäischen Venture-Capital-Fonds haben nun einen großen Vorteil: Das Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage ist wie auf dem Secondary-Markt nun eindeutig Richtung Geldgeber gekippt. „Viele Unternehmen kommen jetzt auf uns zu, die früher eine Kredit- oder Mezzanine-Finanzierung bekommen hätten. Für Buy-outfonds sind diese Unternehmen zu klein und weisen oft noch einen negativen Cashflow auf, der sich nicht hebeln lässt“, sagt Hendrik Brandis. Die Finanzkrise hat für die General Partners aber natürlich auch negative Seiten. „Wir sind von der Krise betroffen, wenn wir Anschlussfinanzierungen für unsere Portfoliounternehmen von außen suchen“, sagt Brandis. Earlybird sucht dieses Problem durch starke Syndikate mit anderen VC-Fonds zu lösen, die idealerweise zu Earlybird komplementäre Qualitäten einbringen. Steht eine Anschlussfinanzierung an, wird diese von den bereits investierten Syndikatspartnern gestemmt. Den Luxus, neues Kapital zu raisen, dürften sich derzeit nur absolute Topfonds gönnen können. Ein anderes Problem ist, dass derzeit kaum Exits stattfinden. Der für Venture Capital übliche Ausstieg über die Börse oder einen Trade Sale ist derzeit versperrt. Dies verlängert die Kapitalbindung. Diese war in der Zeit nach 2000 länger als bei Buy-outs. Die Laufzeit von Buy-outfonds wird sich aber nun auch verlängern. Wer jedoch heute einsteigt, muss sich eigentlich noch keine Sorgen über den Ausstieg in etwa sieben Jahren machen.

Trotz der Probleme der Branche, die einstiegswillige Investoren beachten sollten, verspricht 2009 ein exzellenter Jahrgang zu werden. Für die Anbieter öffnet sich in der Krise die Chance, sich wieder auf die Wurzeln von Private Equity zu besinnen. „Private Equity baute seine Reputation durch Turn-arounds, die Generierung von operativen Effizienzsteigerungen und durch das Alignment of Interests mit den Alteigentümern auf“, sagt Linklater-Partner Ian Bagshaw zum Branchendienst „Alt Assets“. „Diese Dinge sind der Kern von Private Equity und dahin muss die Industrie zurückgehen.“