

APRIL 2020

COVID-19: CHANCEN IM SEKUNDÄRMARKT

EINFÜHRUNG

COVID-19 UND DIE ENTSPRECHENDEN REAKTIONEN VON REGIERUNGEN UND NOTENBANKEN HABEN EINEN BEISPIELLOSEN UND WAHRSCHEINLICH NOCH LANGE NICHT VOLLSTÄNDIG VERSTANDENEN EINFLUSS AUF DIE GLOBALEN FINANZMÄRKTE. WÄHREND DIE FINANZIELLEN AUSWIRKUNGEN DIESER PANDEMIE EINE EINZIGARTIGE HERAUSFORDERUNG SIND, WAREN SICH VIELE DISZIPLINIERTER ANLEGER SEIT EINIGER ZEIT DER ERHÖHTEN MARKTBEWERTUNGEN BEWUSST UND HABEN SICH ENTSPRECHEND VORBEREITET (UND INVESTIERT).

In der Vergangenheit haben Krisen und Volatilität einige der attraktivsten Investmentgelegenheiten im Private Equity Sekundärmarkt geschaffen; insbesondere für erfahrene Sekundärmarktkäufer, die sowohl über grundlegende Analyseexpertise als auch über umfassende Verhandlungs- und Strukturierungsfähigkeiten verfügen. Sekundärmarktfonds haben sich in früheren Marktverwerfungen als robustes und attraktives Investment erwiesen und können eine attraktive Opportunität für Investoren bieten, die von dieser Dynamik profitieren wollen. Im Folgenden erörtern wir einige der Hauptthemen, die voraussichtlich die Sekundärmarktlandschaft in den kommenden Quartalen dominieren werden.

**“SEKUNDÄRMARKTFONDS
HABEN SICH IN FRÜHEREN
MARKTVERWERFUNGEN
ALS ROBUST ERWIESEN.”**

MARKTÜBERBLICK

Der Sekundärmarkt ist in den letzten Jahren rasant gewachsen – sowohl hinsichtlich der Anzahl der Marktteilnehmer als auch der Transaktionsvolumina – und hat 2019 mit 88 Milliarden US-Dollar seinen derzeitigen Höchststand erreicht.¹ Das Transaktionsvolumen hat sich in den letzten zehn Jahren mehr als verdreifacht, während Aktienmärkte den längsten Bullenmarkt der Geschichte erlebten. Die Volumina wurden vor allem durch große Transaktionen getrieben, darunter die größte jemals abgeschlossene Sekundärmarkttransaktion in Höhe von rund 5 Milliarden US-Dollar und schätzungsweise 23 Transaktionen von über 1 Milliarde US-Dollar. Das generelle Wachstum auf dem Sekundärmarkt basiert allerdings auf einer starken Zunahme des aktiven Portfoliomanagements, anhaltend robusten Preisen, einem wachsenden Angebot an von Managern initiierten Transaktionen (sogenannte „GP-led Transaktionen“, etwa ein Drittel des gesamten Transaktionsvolumens) und eine Zunahme sowohl der Anzahl als auch der Arten von Verkäufern.

Bereits im zweiten Halbjahr 2019, als sich das Wirtschaftswachstum verlangsamte, begann sich die Käufer-Verkäufer-Dynamik zu ändern, wie die sich ausweitenden Bid-Ask-Spreads und abgebrochenen

Sekundärmarkttransaktionen belegen. Diese Veränderungen waren in erster Linie darauf zurückzuführen, dass die Käufer eine höhere Selektivität und größere Vorsicht gegenüber den Bewertungen und der schnellen Investitionsgeschwindigkeit an den Tag legten. Als in den letzten Wochen die COVID-19-Krise eskalierte, haben sich diese Trends und Ungleichgewichte beschleunigt. Während die Aktienmärkte einen raschen, steilen Rückgang verzeichneten, hat sich der Sekundärmarkt-Dealflow dramatisch verlangsamt. Sowohl Käufer als auch Verkäufer versuchen, eine genauere Einschätzung der Situation vorzunehmen.

Dies führt dazu, dass Transaktionen neu bewertet, verschoben oder ganz abgebrochen werden. Deshalb nehmen wir an, dass die COVID-19-Krise wahrscheinlich zu einem Einbruch (sowohl nach Anzahl als auch nach Volumina) der Sekundärmarkttransaktionen im Jahr 2020 führen wird. Wir erwarten jedoch einen schnellen Wiederanstieg der Aktivitäten. Auslöser hierfür dürften sein: ein Anstieg von Verkäufern mit akutem Liquiditätsbedarf, sinkende Nettoinventarwerte der Fonds ("NAV") sowie Notlagen sowohl auf Fonds- als auch auf Unternehmensebene, die zu Umstrukturierungsmöglichkeiten führen.

MARKTGELEGENHEITEN

Das kleine und mittelgroße Segment des Sekundärmarktes ist aufgrund der Konzentration von Kapital (Dry Powder) in den Händen großer Fonds unterversorgt. Es ist zu erwarten, dass sich dieser Effekt in den kommenden Quartalen weiter ausprägen wird. Ende 2019 hatten die 18 größten Käufer am Sekundärmarkt etwa 84% des gesamten Dry Powders auf sich vereinigt. Von diesen 18 größten Käufern befinden sich 12 im Fundraising, was zu einer weiteren Konzentration von Dry Powder auf eine Handvoll Großabnehmer führen wird.² Dies unterstützt eindeutig die Erwartung eines noch intensiveren Wettbewerbs am oberen Ende des Marktes in den kommenden Quartalen. Indem sich Käufer auf das untere Ende des Marktes konzentrieren, wo nach Anzahl Transaktionen eine weitaus größere Investmentopportunität besteht, können sie sich entsprechend positionieren und

sich diesem verschärften Wettbewerb zu entziehen. Insbesondere benötigt dieser Markt Führung und Expertise, um komplexere Geschäften mit Fondsumstrukturierungen oder Vorzugspapieren erfolgreich abschließen zu können.

“DIE KONZENTRATION VON DRY POWDER LÄSST UNS EINEN NOCH INTENSIVEREN WETTBEWERB IN GROSSEN TRANSAKTIONEN ERWARTEN.”

Wir rechnen mit einem starken Anstieg der Anzahl von motivierten oder in Not geratenen Verkäufern, welche mit starken Verkaufsabsichten an den Sekundärmarkt kommen werden. Dies in erster Linie aufgrund des so genannten "Nenner-Effekts", d.h. dass Investoren, die sich an strikte Grenzen für die Private Equity Allokation ihres Portfolios halten

müssen, bei gesunkenem Wert ihres Aktienportfolios gezwungen sein könnten, einen Teil ihrer Investitionen bzw. Verpflichtungen zu liquidieren, um ihr Portfolio neu auszubalancieren. Darüber hinaus erwarten wir eine Zunahme von Sekundärmarkttransaktionen mit Private Equity Fonds, welche höhere offenen Kapitalzusagen aufweisen. Dies können Verkäufer sein, welche nicht in der Lage oder willens sind, zukünftige Kapitalabrufe zu bedienen und sich dafür entscheiden, Fonds aus jüngeren Jahrgängen zu verkaufen. Diese Fonds sind für Käufer in zweierlei Hinsicht attraktiv: (i) die bestehenden Vermögenswerte werden weniger von kurzfristigem Verkaufsdruck betroffen sein und mehrere Jahre operativer Wertschöpfung vor sich haben, und (ii) die offenen Kapitalzusagen bieten zu diesem Zeitpunkt des Zyklus die Opportunität, Vermögenswerte preiswert zu kaufen. Es ist wichtig, auf die einzigartige Gelegenheit hinzuweisen, die sich Sekundärmarktkäufern in diesem Krisenumfeld bietet - sie sind hervorragend positioniert, um aufgrund des Verkaufsdrucks von Fondsinvestoren indirekt Anteile an Unternehmen zu stark ermäßigten Preisen zu erwerben. Diese Unternehmen würden unter solchen Marktbedingungen niemals zum direkten Kauf angeboten; es sei denn, es wäre absolut notwendig.

Einige Fondsmanager werden Umstrukturierungen ihrer Fonds durchführen müssen, um leistungsstarke Unternehmen mit Kapital zu unterstützen, bis sich die Marktbedingungen normalisieren und das Verkaufsfenster wieder offen ist. Allerdings erwarten wir in den nächsten Quartalen eine deutliche Verlangsamung der GP-led Transaktionen, da Käufer wahrscheinlich hohe Abschläge verlangen werden, bevor sie eine solches Investment, verbunden mit

AUSBLICK ZUR PREISGESTALTUNG

Wir rechnen in den kommenden Quartalen mit einem starken Rückgang der Sekundärmarktpreise, sowohl in Prozent des NAV, als auch in Bezug auf die Bewertungen der zugrundeliegenden Vermögenswerte, welcher den erwarteten Wertverminderungen, den Fundamentaldaten der Unternehmen, der Volatilität der Aktienmärkte und der mangelnden Aussicht auf baldige Verkäufe geschuldet ist. In früheren Abschwüngen haben wir erlebt, dass die durchschnittlichen Preise schnell und

einem konzentrierten, unsystematischem Risiko eingehen. Umgekehrt erwarten wir auch, dass dies zu einem starken Anstieg von strukturierten Transaktionen mit Vorzugsrenditen und anderen Arten von Liquiditätsfazilitäten führen wird. Diese bieten Käufern im Falle von konzentrierten Engagements eine teilweise Absicherung gegen Verluste und ermöglichen es dem Verkäufer oder Fondsmanager gleichzeitig, die Chance auf Renditen über einen Schwellenwert hinaus zu behalten. Dadurch wird auch das Risiko, dass eine Transaktion aufgrund weit auseinanderliegender Preiserwartungen zusammenbricht, erheblich verringert, da in solchen Transaktionen ein akzeptables Verhältnis von Darlehen oder Vorzugskapital zum Wert bedeutend wichtiger ist, als der genaue Wert des Portfolios.

“SEKUNDÄRMARKTKÄUFER SIND IM AKTUELLEN UMFELD HERVORRAGEND POSITIONIERT, UM INDIREKT ZUGANG ZU UNTERNEHMEN ZU STARK ERMÄSSIGTEN PREISEN ZU ERHALTEN.”

Natürlich haben diese Investitionsmöglichkeiten das inhärente Risiko einer Auswahl von minderwertigen Beteiligungen und erfordern deshalb Fachkenntnisse in der Bewertung und Analyse. Aber die beschriebenen Effekte werden eine Vielzahl von motivierten Verkäufern erzeugen, was die Balance zu Gunsten von Sekundärmarktkäufern verschieben wird. Manager mit proprietären Investmentgenerierungskapazitäten werden besser positioniert sein, um solche Gelegenheiten zu nutzen, da Verkäufer in Notlage oft diskret bleiben wollen und Vertraulichkeit bevorzugen - und damit den Auktionskanal möglicherweise ganz umgehen.

erheblich gesunken sind, bis zu 40-50% des NAV während der globalen Finanzkrise. Die Preise erholten sich jedoch auch schnell und erreichten in etwa vier Quartalen wieder ein normales Niveau. Es liegt auf der Hand, dass Sekundärmarktkäufer mit genügend Dry Powder, den größten Nutzen aus diesem Zeitfenster mit vorteilhaften Preisen werden ziehen können. Dennoch erwarten wir eine vorübergehende Flaute bei den Sekundärmarktkäufen, bis die Nettoinventarwerte für das erste Quartal gemeldet

werden (30-60 Tage nach Quartalsende) und die Verkäufer ihre Erwartungen an die neuen Marktrealitäten anpassen.

In diesem unruhigen Umfeld erwarten wir auch, dass sich der Fokus von der Preisgestaltung hinweg zu anderen Überlegungen verschieben wird, wenn es darum geht, ob Transaktionen auch wirklich abgeschlossen werden oder nicht. Während der beste Preis im jüngsten Bullenmarkt bei weitem der größte Entscheidungsfaktor für die Verkäufer war (bis zum Punkt, an dem es nicht ungewöhnlich war, ein Geschäft wegen einiger wenigen Basispunkte zu verlieren), erwarten wir, dass in den kommenden Quartalen Vertraulichkeit, das wahrgenommene Gegenparteirisiko, die Kenntnis der Vermögens-

werte und die Geschwindigkeit der Ausführung für die Verkäufer zu gleichermaßen wichtigen Faktoren werden. Eine wichtige Lehre aus der globalen Finanzkrise besteht auch darin, sich nicht zu sehr auf die optische Preisgestaltung zu fixieren und stets der fundamentalen Evaluierung der Investmentopportunität den Vorrang zu geben. In der Zeit nach der globalen Finanzkrise waren die Verkäufer bereit, beträchtliche Abschläge zu akzeptieren, aber die Käufer drängten oft zu sehr auf noch größere Abschläge. Dies führte zu vielen fehlgeschlagenen Transaktionen, die für die Käufer rückblickend einen hohen Wertzuwachs bedeutet hätten.

LEVERAGE

Unserer Ansicht nach werden Sekundärmarktfonds, die bei der Fremdfinanzierung von Transaktionen konservativ geblieben sind, in der besseren Position sein, das derzeitige Umfeld zu meistern. Das hohe Leverage-Niveau an den privaten Märkten ist gut dokumentiert. In einer Zeit, in der die zugrundeliegenden Portfolio knapp an Liquidität

sind und Verkäufe verschoben werden, werden die NAVs von Sekundärmarktfonds mit hohem Fremdkapitaleinsatz am stärksten einer erhöhten Volatilität ausgesetzt sein. Es ist deshalb mit beschleunigten Kapitalabrufen zur Aufrechterhaltung der LTV-Vereinbarungen (Loan-to-Value Covenants) zu rechnen.

MARKTCHANCEN

In den Nachwehen dieser Marktverwerfung werden sich wahrscheinlich viele Chancen ergeben. Es ist allerdings schwierig, die genaue Form dieser Opportunitäten bereits heute vorherzusagen. Im Folgenden sind einige Beispiele aufgeführt, die wir verfolgen:

- (i) Fonds mit jüngeren, erst kürzlich erworbenen Unternehmen, die mehrere Jahre der operativen Wertschöpfung vor sich haben;
- (ii) hochqualitative Assets (mit belastbaren Kapitalstrukturen, einem insgesamt niedrigeren Leverage-Niveau und größerem finanziellem Spielraum), welche mit höheren Preisabschlägen erwerbbar sind;

(iii) Situationen, in welchen Fondsmanager zusätzliches Kapital benötigen (über das Instrument einer strukturierten Transaktion oder Vorzugskapital);

(iv) Fonds, die kaum investiert und daher gut positioniert sind, um neue Vermögenswerte zu niedrigeren Bewertungen zu erwerben; und

(v) Transaktionen mit Verkäufern, die aufgrund des Nenner-Effekts unter Druck stehen und/oder Liquiditätsbedarf haben.

FAZIT

Aufgrund der durch COVID-19 verursachten Marktverwerfungen glauben wir, dass sich eine bedeutende Investmentgelegenheit für disziplinierte und erfahrene Sekundärmarktinvestoren ergeben wird. Die Vorteile dieser Kaufgelegenheit dürften denjenigen Anlegern zugute kommen, die sich auf das kleine und mittelgroße Segment des Sekundär-

marktes konzentrieren können, über umfassende Analyseexpertise verfügen, eine führende Rolle bei der Strukturierung von Transaktionen übernehmen können und die vom globalen Sourcing-Netzwerk und Informationsvorsprung einer globalen Private-Equity-Plattform profitieren.

AUTHOREN



KLAUS GIERLING
MANAGING DIRECTOR
HEAD OF BUSINESS
DEVELOPMENT DACH &
BENELUX
+49 89 2000 418-13
KGIERLING@CAPDYN.COM



MAURO PFISTER
MANAGING DIRECTOR,
SECONDARIES
+41 41 748 8421
MPFISTER@CAPDYN.COM



MARKUS LANGNER
MANAGING DIRECTOR,
BUSINESS DEVELOPMENT
DACH & NETHERLANDS
+49 89 2000 418-14
MLANGNER@CAPDYN.COM

ÜBER CAPITAL DYNAMICS

Capital Dynamics ist eine unabhängige Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Fokus auf Private-Asset-Strategien wie Private Equity, Private Credit und Clean Energy Infrastructure. Die Gesellschaft bietet eine diversifizierte Auswahl maßgeschneiderter Angebote und individueller Lösungen für eine breite, globale Kundenbasis, darunter Pensionskassen, Versicherungen, Family Offices, Stiftungen, und vermögende Privatpersonen (sogenannte „High Net Worth Individuals“). Capital Dynamics verwaltet über USD 16 Mrd. an Kundengeldern (Assets under Management and Advisement)³. Die Gesellschaft zeichnet sich durch intensive und langanhaltende Partnerschaften mit ihren Kunden aus, eine Unternehmenskultur, die unternehmerische Vordenker anzieht und ihren Schwerpunkt auf die Versorgung ihrer Kunden mit innovativen Ideen und Lösungen setzt.

Die Wurzeln von Capital Dynamics reichen bis 1988 zurück, dem Jahr, in dem unser Vorgänger (Westport Private Equity) in Großbritannien gegründet wurde. Unser Hauptsitz wurde 1999 in Zug in der Schweiz gegründet. Die Firma beschäftigt weltweit rund 160 Fachleute und unterhält Büros in New York, London, Tokio, Hongkong, San Francisco, München, Mailand, Birmingham, Dubai und Seoul.

Im Jahr 2019 erhielt Capital Dynamics das höchste Unternehmensrating (A+) der von der UNO unterstützten Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investment, während die Clean Energy Infrastructure-Plattform von GRESB (der ESG-Benchmark für Real Assets) für ihr Engagement im Bereich Nachhaltigkeit die höchste Bewertung erhielt.

Für weitere Informationen, besuchen Sie uns auf: www.capdyn.com

Fußnoten im Text:

¹ GREENHILL "GLOBAL SECONDARY MARKET TRENDS & OUTLOOK " JANUAR 2020.

² UBS "2020 SECONDARY MARKET SURVEY AND OUTLOOK "

³ Zum 31. Dezember 2019.

Disclaimer: “Capital Dynamics” comprises Capital Dynamics Holding AG and its affiliates.

The above text is an overview of the Secondaries Market Opportunity from Capital Dynamics. Nothing contained herein constitutes an offer to buy or sell any security. The information contained herein is provided for informational purposes only and is not and may not be relied on as investment advice, as an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy securities. Any such offer or solicitation shall be made pursuant to a private placement memorandum furnished by Capital Dynamics. No person has been authorized to make any statement concerning the information contained herein other than as set forth herein, and any such statement, if made, may not be relied upon. This document is strictly confidential, is intended only for the person to whom it has been and may not be shown, reproduced or redistributed in whole or in part (whether in electronic or hard copy form) to any person other than the authorized Recipient, or used for any purpose other than the authorized purpose, without the prior written consent of Capital Dynamics.

The Recipient should not construe the contents of this document as legal, tax, accounting, investment or other advice. Each investor should make its own inquiries and consult its advisors as to any legal, tax, financial and other relevant matters concerning an investment in any fund or other investment vehicle. Capital Dynamics does not render advice on tax accounting matters to clients. This document was not intended or written to be used, and it cannot be used by any taxpayer for the purpose of avoiding penalties which may be imposed on the taxpayer under said individuals tax laws. Federal and state tax laws are complex and constantly changing. The Recipient should always consult with a legal or tax adviser for information concerning its individual situation.

When considering alternative investments, such as private equity funds, the Recipient should consider various risks including the fact that some funds may use leverage and engage in a substantial degree of speculation that may increase the risk of investment loss, can be illiquid, are not required by law to provide periodic pricing or valuation information to investors, may involve complex tax structures and delays in distributing important tax information, often charge high fees, and in many cases the underlying investments are not transparent and are known only to the investment manager. Any such investment involves significant risks, including the risk that an investor will lose its entire investment.

By accepting delivery of this document, each Recipient agrees to the foregoing and agrees to return the document to Capital Dynamics promptly upon request.