

Gute Zeiten, schlechte Zeiten und bald bessere Zeiten!

Operative Stärke wird zum entscheidenden Unterschied



Unsicherheit, begrenzte Liquidität und ausbleibende Exits prägten in 2025 das Bild von Private Equity. Die längeren Halteperioden drücken typischerweise den IRR und erhöhen Kosten und Risiken. Private Equity-Manager müssen stärker operativ arbeiten, können Investorengelder erst später zurückzahlen und geraten dadurch im Fundraising unter Druck. Die Spreizung zwischen starken und schwächeren Managern wird sich deutlich vergrößern. Daraus lässt sich keine systemische Krise, aber sehr wohl ein selektives „Fondssterben“ ableiten. Die Branche geht durch ein Stahlbad. Wer dieses überlebt, wird künftig noch stärker, robuster und professioneller sein. Für Investoren nimmt damit die Bedeutung der Due Diligence weiter zu.

Das Jahr 2025 verlief für die Private-Equity-Branche deutlich schwächer als erwartet. Der sogenannte Liberation Day hatte weiter ausbleibende Exits zur Folge und diese wiederum einen negativen Einfluss auf die Fundraising-Bemühungen der

Fondsmanager. Seit beinahe vier Jahren liegen die Ausschüttungen der Fondsmanager nun unter ihren eigenen und den Erwartungen der Investoren.

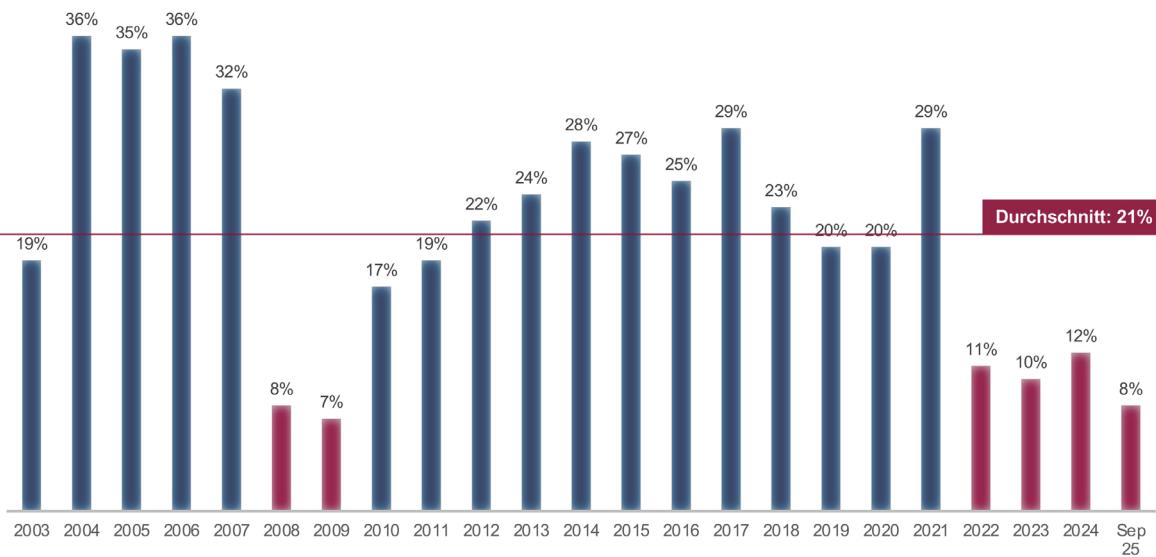
Bewertungsunterschiede zwischen Käufern und Verkäufern, gestiegene Finanzierungskosten sowie vorsichtige Kapitalgeber haben die lange erfolgsverwöhnte Branche arg gebeutelt. Die Branche befindet sich in ihrer anspruchsvollsten Phase der vergangenen Jahre – und ist gefordert, Strategien und Prioritäten neu zu ordnen.

Die viel beachtete IRR liegt derzeit oft unter den Erwartungen, hauptsächlich weil sie stark zeitabhängig ist. Selbst wenn ein Private Equity-Fonds am Ende denselben Multiple on Invested Capital (MOIC) erzielt, führt eine längere Haltedauer mathematisch zu einem geringeren IRR. Ein Multiple von 2,0x nach 4 Jahren kann z.B. mit einer IRR von 19 Prozent korrespondieren. Ein Multiple von 2,0x nach 7 Jahren würde dann aber leider nur noch eine IRR von 11 Prozent IRR bedeuten.

Private Equity-Ausschüttungen

Die globalen Private-Equity-Ausschüttungen beliefen sich per September 2025 auf 8 Prozent der NAV's. Trotz positiver Dynamik liegen die Ausschüttungen weiterhin deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 21 Prozent

MACKEWICZ & PARTNER
INVESTMENT ADVISERS



Quelle: Stepstone Group

Wie unterschiedlich sich eine solide und eine gute IRR am Ende auswirken, zeigt die untenstehende Abbildung. Gelingt es, Manager aus dem Top Quartile zu selektieren, brechen nicht zuletzt für Investoren bessere Zeiten an.

Je länger ein Unternehmen im Portfolio verbleibt, desto stärker müssen operative Maßnahmen greifen, um Wert zu schaffen – insbesondere in einem Umfeld höherer Zinsen oder niedriger Wachstumserwartungen. Zwar können längere Haltedauern in Einzelfällen von Vorteil sein, etwa wenn sich strukturelle Wachstumstrends erst über die Zeit materialisieren. In der Breite jedoch wirken sie wie ein Bremsklotz auf Performance, Liquidität und Marktattraktivität der Fonds.

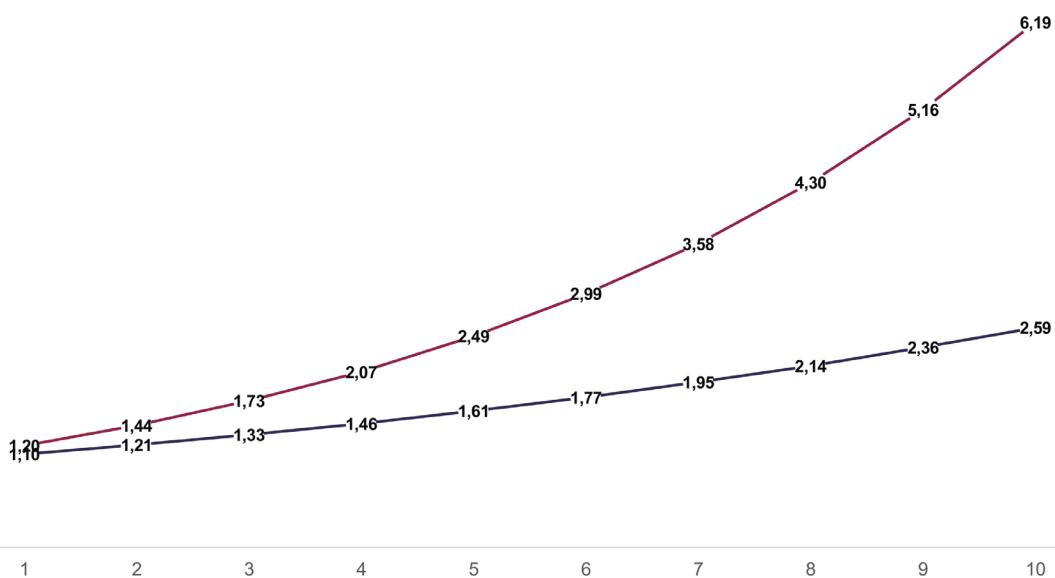
Wichtig ist, zwischen realisierter und „Paper Performance“ zu unterscheiden! Zwar weisen viele Private Equity-Manager für

ihre Fonds weiterhin beeindruckende Renditen auf Portfolioebene aus, doch basiert ein erheblicher Teil dieser Kennzahlen auf noch nicht realisierten Bewertungen. Die Performance spiegelt damit vor allem modellierte Annahmen, Bewertungsniveaus aus früheren Marktphasen und erwartete Wertsteigerungen wider – weniger jedoch tatsächlich erzielte Verkaufserlöse. Solange der Anteil des unrealisierten Kapitals jedoch hoch bleibt und der Exit-Markt nur eingeschränkt funktioniert, sind die ausgewiesenen Ergebnisse daher mit Vorsicht zu interpretieren: Sie enthalten zwangsläufig eine beträchtliche Hoffnungskomponente und können sich im Rahmen künftiger Transaktionen noch deutlich nach unten und leider eher selten nach oben bewegen.

Zinseszins-Effekt

MACKEWICZ & PARTNER
INVESTMENT ADVISERS

Ein Investment von einem Euro repräsentiert nach zehn Jahren bei einem erzielten IRR von 20 Prozent einen Betrag von 6,19 Euro (gegenüber 2,59 Euro bei einem IRR von zehn Prozent)



Quelle: Mackewicz & Partner

Würden Sie für die dritte Fondsgeneration dieses Private Equity-Managers ein Commitment abgeben?

Betrachten wir doch einmal ein fiktives Beispiel eines Private Equity-Managers, der 2024 seinen dritten Fonds aufgelegt hat und diesen nun laut der Statuten bis Ende 2025 schließen muss. Mit seinem ersten, in 2016 aufgelegten Fonds mit einem Volumen von 300 Mio. Euro war der Manager ausgesprochen erfolgreich. Der Fondsmanager hat insgesamt 11 Unternehmen erworben und 9 Unternehmen wieder komplett veräußert. Damit konnte der betreffende Fondsmanager das eingesetzte Kapital seiner Investoren mehr als verdoppeln und eine Nettorendite von 24 Prozent erzielen. Auf der Basis dieser Erfolge ist es dem Fondsmanager gelungen, nur wenige Jahre später seine zweite Fondsgeneration aufzulegen. Ermutigt von den Erfolgen des ersten Fonds haben die Investoren für die zweite

Fondsgeneration auch bereits das doppelte Fonds volumen zur Verfügung gestellt.

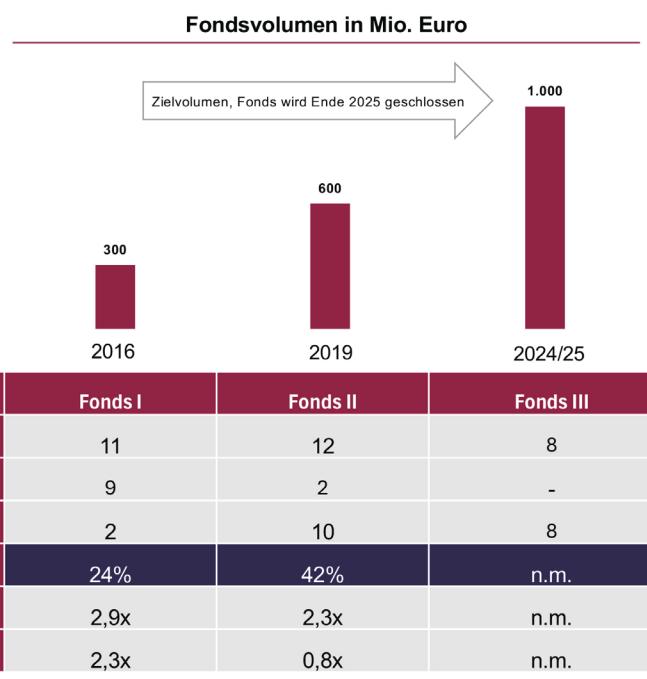
Gute Zeiten, schlechte Zeiten: Ein Private Equity-Fonds, der 2016 seine Investitionstätigkeit aufgenommen hat, operierte allerdings in einem grundsätzlich anderen Marktumfeld als ein Fonds mit Vintage 2019. Diese Unterschiede prägen bis heute die Portfolioqualität, die Wertentwicklung und die Exit-Perspektiven der Private Equity-Fonds.

Die Investitionstätigkeit in 2016 war noch von niedrigen Zinsen, moderaten Bewertungen und einer hohen Verfügbarkeit von Fremdkapital zu sehr günstigen Konditionen geprägt. Viele Buyouts konnten mit attraktiver Leverage-Struktur und einem konservativeren Pricing umgesetzt werden.

Der zweite Fonds in 2019 hingegen operierte dann bereits in einer Phase ausgeprägter Bewertungsniveaus, intensiven Bieterwettbewerbs und zunehmender Zyklussensitivität. Der

Portfolioanalyse

Würden Sie für die dritte Fondsgeneration dieses Managers ein Commitment abgeben?



Fiktives, von Mackewicz & Partner ersonnenes Beispiel

Einstieg erfolgte häufig zu höheren Einkaufs-Multiples, was die Wertsteigerung stärker von operativen Maßnahmen und weniger von Multiple-Expansion abhängig gemacht hat.

In 2019 aufgelegte Fonds waren dann von Zinssteigerungen, Covenant-Erosionen und später dem „Liberation Day“-Effekt betroffen. Viele Deals mussten unter deutlich härteren Kapitalmarktbedingungen weiterfinanziert werden. Hinzu kommt, dass Private Equity-Fonds aus dem Jahrgang 2016 ihre Exits in den vergleichsweise liquiden und hoch bewerteten Märkten der Jahre 2019–2021 realisieren konnten. Die Exit-Landschaft für Private Equity-Fonds mit dem Jahrgang 2019 war dann bereits eine völlig andere. Ein Großteil der Unternehmen in den Portfolios steht wie in unserem obigen Beispiel gezeigt, heute noch unrealisiert in den Büchern, da Käufer-Zurückhaltung, gestiegene Finanzierungskosten und Bewertungsanpassungen den Markt verlangsamen. Aktuell beobachten wir zwar, dass A-Unternehmen durchaus für A+-Preise veräußert werden. B-Unternehmen können aber eher nur für C-Preise und C-Unternehmen nur mit Abschlag verkauft werden. Private Equity-Fonds mit dem Jahrgang 2019 stehen mitten in der Wertschöpfungsphase und müssen gleichzeitig mit makroökonomischem Gegenwind, Kosteninflation und längeren Haltedauern umgehen. Das Risiko ist höher und die Bewertungssicherheit geringer. Übertragen auf unserer fiktives Beispiel bedeutet dies, dass fünf der noch zehn im Portfolio befindlichen Unternehmen des zweiten Fonds und auch drei Unternehmen der sich im Portfolio des noch im Fundraising befindlichen dritten Fonds negative EBITDA-Zahlen ausweisen.

Die veränderten Marktbedingungen der letzten Jahre – steigende Zinsen, höhere Entry-Multiples, längere Halteperioden, eingeschränkte Exits und der „Liberation Day“-Effekt – haben die Art und Tiefe der Due Diligence von Private Equity-Fonds deutlich verändert. So ist im Zuge der größeren Zahl von in den Portfolios verbleibenden Unternehmen z.B. der Aufwand deutlich größer geworden. Nachdem viele Private Equity-Fonds jüngerer Jahrgänge überwiegend unrealisiert sind, müssen die Bewertungen auch kritisch hinterfragt werden:

- Sind die Bewertungsmodelle an das aktuell niedrigere Bewertungsniveau angepasst?

- Spiegeln Multiples und IRR's Marktdaten oder Wunschkunden wider?
- Welche Bewertungsänderungen ergeben sich unter stressgetesteten Szenarien?

Unrealisierte NAVs gelten heute weniger als Leistungsausweis und mehr als Hypothese.

Aufgrund gestiegener Zinsen und der Ablösung günstiger Altfinanzierungen rückt auch das Thema Kapitalstruktur ins Zentrum:

- Wie hoch ist die Zinslast nach dem Liberation Day?
- Gibt es Covenants, die gefährdet sind?
- Welche Refinanzierungsszenarien sind realistisch?

Die Due Diligence-Prozesse müssen daher verstärkt auf Solvenzrisiken eingehen, die früher kaum relevant waren. Während früher TVPI und NAV eine größere Rolle spielten, bewerten LPs heute:

- Höhe und Geschwindigkeit der Ausschüttungen
- Fähigkeit zur Realisierung auch in schwierigen Marktphasen
- Stabilität der Exit-Pipeline

„Paper Performance“ hat an Bedeutung verloren – „Cash Performance“ wird entscheidend. Die Due Diligence ist aufwändiger, analytischer, vorsichtiger und stärker datengetrieben geworden. Investoren und ihre Berater müssen heute klar trennen zwischen Private Equity-Fonds, die in guten Marktphasen und solchen, die in ein teureres und volatiles Umfeld investiert haben. Unrealisierte Bewertungen, Debt-Strukturen und Exit-Pfade werden zu kritischen Prüfbereichen, während klassische NAV-Kennzahlen an Aussagekraft verlieren.

Heute rächt es sich auch, dass viele Private Manager die in der Fondsdokumentation angegebene Investitionsperiode von üblicherweise vier oder sogar fünf Jahren oft deutlich unterschritten haben und das Kapital in weniger als drei Jahren ausgebracht haben. Was damals als Effizienz oder Deal-Momentum verkauft wurde, entpuppt sich rückblickend als strukturelles Risiko. Wer zu schnell „voll investiert“ war, hat einen Großteil des Fondsvolumens zu Peak-Multiples deployed – und trägt heute die Konsequenzen:

- schwierige Wertsteigerung,
- geringere Multiple-Expansion,
- erhöhte Abschreibungsrisiken.

Kurzfristiges Investieren reduziert die Möglichkeit, antizyklisch zu investieren, die Streuung über unterschiedliche Marktphasen und die taktische Flexibilität, Opportunitäten in späteren Jahren zu nutzen. Viele Fonds sind nun jahrgangskonzentriert und damit zyklisch stärker exponiert. Das viel zu schnelle Investieren in Hochpreisphasen hat viele Fonds für Bewertungsrückgänge, Refinanzierungsrisiken und ausbleibende Exits anfällig gemacht. Die Wirkung auf Rendite, Risikoprofil und Fundraising ist heute bereits klar erkennbar.

Private Equity als Branche betrachtet, wird keinen plötzlichen

Kollaps erfahren. Allerdings halten wir eine strukturelle, mehrjährige Marktbereinigung für sehr wahrscheinlich. Vor allem kleinere, junge, wenig differenzierte oder in der Hochpreisphase überhastet investierte Manager werden keine neuen Fonds mehr auflegen, sich konsolidieren müssen oder heimlich still und leise aus dem Markt austreten, womit sich die Marktanteile zugunsten der etablierten, leistungsstarken Fondsmanager verschieben werden. In der vergangenen Dekade hat die Branche gute und schlechte Zeiten erlebt. Und nun stehen sogar bessere Zeiten bevor – aber nur für Fondsmanager, die in der guten Phase Disziplin und in der schlechten Phase operatives Knowhow bewiesen haben. Diese Häuser werden auch künftig überzeugende IRRs und Multiples erwirtschaften.

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