



Schwerpunktthema „Co-Investments und Secondaries“

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:

BlackRock

CapitalDynamics 
TRULY INVESTED.

GOLDING

 **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS

 **Partners Group**
REALIZING POTENTIAL IN PRIVATE MARKETS

Schroder Adveq

 **UNIGESTION**

Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor!

Donnerstag, 25. Februar 2021 (11:00 – 12:15 Uhr)

BAI Webinar „Fund Secondaries in Corona-Zeiten: Marktzugang, Liquiditätsoptionen und andere aktuelle Trends“

Dienstag, 16. März 2021 (11:00 – 12:15 Uhr)

BAI Webinar „Update BMF Schreiben zum Investmentsteuergesetz und Auswirkungen auf Luxemburger Fondsvehikel“

Donnerstag, 18. März 2021 (16:00 Uhr, virtuell)

BAI Mitgliederversammlung

Dienstag, 27. bis Freitag, 30. April 2021 (virtuell)

BAI Alternative Investor Conference (AIC)

Der jährliche Branchentreff in Deutschland, auf dem sich insbesondere institutionelle Investoren über neueste Entwicklungen in der AI-Industrie austauschen können - dieses Mal als Virtual Venture! Mit hochkarätigen Key-note Vorträgen, u.a. von **Prof. Dr. Veronika Grimm**, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, zu „Green Investments: Herausforderungen und Chancen“, **Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro**, Professor of International Economics, IHEID, Research Professor and Distinguished Fellow Emerging Markets Institute, INSEAD, zu „Die Welt nach Covid“, sowie **Dr. Jörg Kukies**, Staatssekretär im Bundesministerium der Finanzen (BMF). Seien Sie gespannt auf abwechslungsreiche Paneldiskussionen, Fachvorträge, ein Investoren-Special, virtuelle Stände sowie interaktive Networkingmöglichkeiten wie Videokonferenzen, Diskussionsrunden und Chats!

Inhalt

- 3** Leitartikel
Frank Dornseifer, BAI e.V.
- 7** Mitgliederneuvorstellungen
- 9** Veränderungen im BAI-Investorenbeirat
- 10** Real Estate Secondaries
Philipp Bunnenberg und Jan Simanovski, BAI e.V.
- 13** Co-Investitionen bieten effizienten Zugang zu Infrastruktur-Anlagechancen
Harald Klug und Alex Widmer, BlackRock
- 18** Private Equity Co-Investments: Performance nach der Krise
Andrew Beaton, David Smith, Kairat Perembetov, alle Capital Dynamics
- 26** Co-Investments in der Anlageklasse Private Equity: Augen auf bei der Partnerwahl
Jakob Schramm, Golding Capital Partners
- 29** Erfolgsfaktoren in Co-Investments post Covid: Sektorspezialisierung, niedrige Verschuldung und operative Expertise
David Arcauz, CFA, Flexstone Partners, und Sebastian Römer, Natixis Investment Managers
- 33** Portfolios mit fundamentalem Wertsteigerungspotenzial: Der Vorteil von "Inflection Assets" im momentanen Sekundärmarktumfeld
Elena Laleh und Benno Lüchinger, Partners Group
- 39** Co-Investments und Secondary-Transaktionen: GPs übernehmen die Kontrolle
Maria Prieto und Christiaan Van Der Kam, Schroder Adveq
- 43** GP-geführte Opportunitäten am kleineren Ende des Private Equity Sekundärmarktes
Dr. Christian Böhler, Unigestion SA
- 49** Veranstaltungshinweise
- 53** Buchvorstellungen

Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Mitglieder,

Alternative Deal-Strukturen auf dem Vormarsch / Co-Investments und Secondaries

Der im Dezember veröffentlichte BAI Investor Survey hat bekanntlich eine Reihe von spannenden Erkenntnissen geliefert. Dass Alternative Investments für institutionelle Investoren mittlerweile zum Mainstream gehören, ist zugegebenermaßen wenig überraschend. Spannend und sehr aufschlussreich ist vielmehr, dass sich durch die zunehmende Expertise und Erfahrung in der Welt der Alternative Investments der Blickwinkel der Investoren mittlerweile und sehr deutlich auch auf neue Zugangswege und Investitionsstrukturen richtet. Dazu zählen vor allem Secondaries und Co-Investments, gerade in den Private Markets Strategien Private Equity, Infrastruktur und Immobilien, aber auch verstärkt im Segment Private Debt.

Bereits im Herbst hatten wir dem Thema Co-Investments eine eigene Publikation gewidmet, auf die an dieser Stelle nochmals ausdrücklich hingewiesen werden soll. Denn sie enthält nicht nur einen sehr guten Überblick über die verschiedenen Strukturierungsvarianten Sidecar Co-Investments, Direct Co-Investments, Co-Investments, etc., sondern gibt auch gute Einblicke in die Motivationen und Besonderheiten dieser Investments aus Sicht von Investoren und Asset Managern.

Die Gründe für Co-Investments sind vielfältig. Augenfällig ist natürlich der enge Markt für Zielinvestments und beträchtliches Dry Powder in vielen Private-Equity-Fonds. Hier können Co-Investments nicht nur die Türe zu einem neuen Investmentuniversum eröffnen, was den konkreten Anforderungen und der Branchen-Expertise des Investors entspricht und zudem kein Blindpool-Risiko enthält. Investoren können dadurch vor allem auch das Rendite-Risiko-Profil im Portfolio verbessern, zum Beispiel durch geringere Verwaltungsgebühren bei Management und Performance-Gebühren. Durch den direkten Zugang zum Unternehmen können Investoren also auch mehr Einfluss nehmen im Vergleich zur klassischen Beteiligung mithilfe von Einzelfonds, was gerade auch unter ESG-Gesichtspunkten eine neue Bedeutung erhält.

Das Konzept von Co-Investments erlaubt also vor allem auch eine große Flexibilität und bringt daher Vorteile für Asset Manager sowie für Investoren. Gerade durch die parallele Investition zu einem Fonds gibt es allerdings eine Reihe von Besonderheiten zu berücksichtigen, etwa gesellschaftsrechtlicher Natur (inklusive Abstimmungsvereinbarungen) oder unter Governance-Gesichtspunkten. Zudem erfolgt das Co-Investment in der Regel zum gleichen Zeitpunkt wie beim Fonds und grundsätzlich gleichen Bedingungen (anteiliger Kaufpreis) wie die Beteiligung des Fonds.

Für die Asset Manager bieten Co-investments verschiedene Vorteile. Zum einen können sie Transaktionen tätigen, die sie aufgrund von Restriktionen – Limits bezüglich Transaktionsgrößen, regionale Allokationsgrenzen und mehr – sonst nicht allein tätigen könnten. Zum anderen lässt sich – besonders großen – Investoren ein zusätzlicher Investitionsanreiz bieten. Somit wird die Beziehung zwischen Investor und Asset Manager bei – erfolgreichen – Co-Investments deutlich gestärkt.



*Frank Dornseifer,
BAI e.V.*

Gerade für erfahrene Investoren sind Co-Investments also eine Deal-Struktur, die viel Potential bietet. Neben die Diversifikation im Portfolio tritt vor allem auch die Kosten- und Kapitaleffizienz, die zum Teil natürlich mit einer gesteigerten Komplexität und Verantwortlichkeit als Gesellschafter verbunden sein kann, so dass der Transaktionsprozess sorgfältig geplant und gesteuert werden muss.

Durch die tendenziell geringe Markt-Transparenz bei Co-Investments – zum Beispiel im Vergleich mit klassischen Fondsinvestments – hängt es also vor allem auch von der Initiative des Investors ab, gemeinsam mit einem Asset Manager kreative neue Investitionsstrukturen aufzusetzen. Nachdem sich gerade bei Equity-Investments der Nachfrageschub verstetigt, dürfte sich dieser Trend auch auf Debt-Investments, insbesondere Corporate Private Debt, ausdehnen.

Neben Co-Investments erleben aber auch Secondaries derzeit eine starke Nachfrage, was ebenfalls im BAI Investor Survey bestätigt wird. Immerhin 38% der Teilnehmer berichteten über derartige Investments. Und auch hier gibt es viele gute Gründe für diese Deal-Struktur. Den Sekundärmarkt für Alternative Investments nutzen Anleger insbesondere zur Anpassung oder Neuausrichtung des Portfolios. Käufer von Secondaries treten somit aus strategischen Gründen in den Markt ein. Beispielsweise können Positionen durch Sekundärmarktkäufe wesentlich schneller aufgebaut werden. Vorteilhaft ist zudem, dass Secondary-Investoren in einen bereits etablierten Fonds investieren, was auch für Investoren, die erstmals in eine neue Assetklasse investieren, von großem Interesse ist, um auch zeitnah umfassend an den unterschiedlichen Renditetreibern zu partizipieren und vor allem auch ein zeitlich diversifiziertes Portfolio aufzubauen durch die Mischung unterschiedlicher Vintages.

Kurzum: Co-Investments und Secondaries sind aktuell also zentrale Themen für Investoren und Asset Manager. Nach unserem Investor Survey also auch Grund genug, diesen Themen nicht nur einen eigenen Newsletter zu widmen, sondern auch die flankierenden Themenschwerpunkte Februar und März.

BAI Webinar Spezial „Q&A mit der BAI Geschäftsstelle“ / virtuelle AIC 2021 / BAI Mitgliederversammlung am 18. März

Zum ersten Male gab es am 27. Januar ein exklusives Webinar nur für Mitgliedsunternehmen, in dem die BAI Geschäftsstelle über laufende und anstehende Aktivitäten in den Bereichen Recht & Regulierung, Markt, Veranstaltungen, Publikationen, etc. berichtete. Knapp 90 Teilnehmer bekamen so einen guten und umfassenden Überblick zu Projekten und Ressorts, vor allem auch über Möglichkeiten, sich aktiv in die Verbandsarbeit einzubringen und auch Webinare, etc. gemeinsam mit dem BAI zu veranstalten. Zudem gab es auch ausreichend Gelegenheit Fragen zu stellen und – auch dies muss einmal sein – der Geschäftsstelle für die gute Arbeit zu danken.

Das Webinar haben wir zudem genutzt, um die Teilnehmer schon einmal ausführlich über den Stand der Planungen zur AIC zu unterrichten, nicht nur im Hinblick auf die Agenda, sondern auch im Hinblick auf die Tools und Plattformen zum Networking, etc. Schauen Sie also auch einmal selbst auf die Konferenzhomepage www.ai-conference.com, wo Sie z.B. nun auch als weiteren Key-note-Speaker Herrn Staatssekretär Dr. Jörg Kukies aus dem BMF finden.

Vor der AIC findet dann auch noch am 18. März die diesjährige Mitgliederversammlung statt und zwar erneut virtuell. Bitte notieren Sie sich den Termin und auch hier freuen wir uns auf Ihre Teilnahme.

2021 wird zum regulatorischen Hammer-Jahr

Auch unangenehme Wahrheiten müssen ausgesprochen werden! Und dazu gehört, dass 2021 – auch für die AI-Branche – zum regulatorischen Hammer-Jahr werden wird! Nun aber der Reihe nach.

Zum einen steht bei diversen europäischen Fundamentalrechtsakten ein Review-Prozess an – beispielsweise bei der AIFM-Richtlinie nebst ELTIF-Verordnung, dem Baukasten für unsere Alternative-Investments-Branche. Im Großen und Ganzen hat sich das Konzept bewährt, auch wenn es punktuell durchaus Verbesserungsbedarf gäbe, zum Beispiel eine Vereinfachung des Reportings, ein EU-Passport für kleine AIFMs, etc. Aber hier gilt es sorgfältig abzuwägen. Denn die Kommission hat einen umfangreichen Themenkatalog zur Konsultation gestellt und es besteht jetzt die Gefahr, dass dies zu vielen aufreibenden Diskussionen führen wird, die unter

Umständen dann sogar Rückschritte mit sich bringen könnten und keine Fortschritte. Deshalb plädieren wir hier für ein minimalinvasives Vorgehen, vor allem müssen auch nationale Privatplatzierungsregime erhalten bleiben, gerade weil aktuell ein Drittstaatenpass in weite Ferne gerückt ist. Auch ein moderater Review kann als Erfolg verbucht werden. Das ist unsere Botschaft an die EU-Kommission.

Und nicht nur bei den Managern, auch bei den Investoren sind die Zeichen auf Review gestellt. Beim Solvency-Review und CRR-Review ist man zudem schon weiter als beim AIFMD-Review, bei dem wir ja erst im Herbst einen ersten Legislativvorschlag der Kommission erwarten. Bei Solvency und CRR geht um natürlich um den effizienten Zugang zu Alternativen Investments, und zwar diskriminierungsfrei und vor allem ohne überbordende Bürokratie bei Durchschau, Reporting, etc. Hier diskutieren wir noch mit der EU-Kommission oder EIOPA über die konkrete Ausgestaltung der Anforderungen beispielsweise an die sogenannten Long Term Equities (LTE), die erstmalig mit einer risikoadäquaten Eigenmittelunterlegung von 22 Prozent versehen sind. Dafür lohnt es sich zu kämpfen

Vom bekannten Terrain geht es dann aber weiter ins Gelände und die Gesetzgebungspipeline ist noch mit weiteren neuen Initiativen gefüllt, die unsere volle Aufmerksamkeit erfordern. Allen voran sind da natürlich die Sustainable-Finance-Initiative mit ihren 10 Regulierungsmaßnahmen bezüglich Taxonomie, Offenlegungen, Benchmark, etc. zu nennen sowie das Digital Finance Package mit den Rechtsakten MiCAR, Pilot Regime, DORA, etc., was der gesamten Finanzbranche und insbesondere Investoren einen Technologieschub verschaffen wird.

Zunächst nochmal zum Thema ESG. Alle Produkte, alle Assets und die ganze Wertschöpfungskette vom Front- bis zum Backoffice, dem Vertrieb, etc. sind betroffen. Dabei lassen einen nicht nur der Umfang und der Detaillierungsgrad der noch nicht annähernd vollständigen Taxonomie, sondern auch die absehbaren Offenlegungspflichten gegenüber Aufsicht und Investoren schwindelig werden. Hinzu kommt jetzt noch die praktische Implementierung – und hier zeigt sich, dass der Teufel – wie immer – im Detail steckt. Spätestens jetzt haben alle Insider Schweißperlen auf der Stirn und verstehen, dass Nachhaltigkeit mit Anstrengung verbunden ist! Vor allem wacht jetzt auch die Realwirtschaft auf und beschwert sich lautstark, welche Prüf- und Reportingpflichten auf sie zukommen. Auch die Diskussion über das Lieferkettengesetz zeigt, dass sich die Politik die Finanzbranche als den Überbringer der unangenehmen Botschaften ausgesucht hat, denn indirekt ist natürlich auch die Asset- bzw. Unternehmensseite in der Pflicht. Bis hier die Dinge geschmeidig laufen, wird noch viel Zeit vergehen. Auf der anderen Seite verbleibt aber gar nicht

mehr viel Zeit. Denn am 10. März z.B. tritt bereits die Offenlegungsverordnung in Kraft und mein Gefühl sagt mir, dass viele Unternehmen überhaupt noch nicht richtig vorbereitet sind, aber auch gar nicht richtig vorbereitet sein können, z.B. weil die Durchführungsstandards (RTS), die die einzelnen Offenlegungspflichten konkretisieren, noch gar nicht final sind. Die nächsten Monate werden sehr unübersichtlich und es ist schade, dass gerade die Politik bei der Gesetzgebung häufig die Nachhaltigkeit vermissen lässt, die jetzt insbesondere von der Finanzbranche bei der Implementierung fordert. Um Sie jedenfalls bei der Umsetzung der Offenlegungsverpflichtungen zu unterstützen, haben wir auf der BAI Homepage im Bereich Regulierung/Sustainable Finance unter dem entsprechenden Stichwort Leitfäden, Briefings, Q&As, etc. rund um das Thema Offenlegungsverordnung/SFDR eingestellt, die wichtige Fragen erläutern und Handlungsempfehlungen geben.

Von der Nachhaltigkeit geht es dann natürlich noch zur Digitalisierung. Das ist ebenfalls ein Megathema in der Finanzbranche. Was Anfang des Jahrtausends die MiFID-Richtlinie war, ist jetzt die MiCA-Verordnung, was für Markets in Crypto Assets Regulation steht. Krypto-Assets werden Bestandteil des Finanz- und Investmentuniversums. Diese werden zum Teil auch von MiFID aufgenommen, eben wo es sich um digitale Finanzinstrumente handelt. Daneben gibt es aber auch die echten neuen Krypto-Assets, die ein eigenständiges Regulierungsregime erhalten. Flankierend dazu bedarf es Regelungen für die neue Infrastruktur, die eben die Blockchain- bzw. Distributed-Ledger-Technologie einsetzt. Dies ist das sogenannte Pilot-Regime auf der einen Seite bzw. der Digital Operational Resilience Act – kurz: DORA – auf der anderen Seite, um eine sichere Infrastruktur bzw. den sicheren Umgang mit den sogenannten ICT-Risiken – also Information, Communication and Technology Risks – sicherzustellen.

Kurzum: es gibt viel zu tun – packen wir es an! All diese Beispiele verdeutlichen, vor welcher Mammutaufgabe die AI-Branche derzeit steht. Sowohl auf der Nachhaltigkeitsseite als auch bei der Digitalisierung ist das Jahr 2021 aus meiner Sicht eine Zeitenwende. Die Veränderungen und Herausforderungen sind gewaltig und auch deswegen gilt es, etwa bei den eingangs erwähnten Review-Prozessen behutsam vorzugehen und immer auch die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen und auch der europäischen Branche im Auge zu halten. Dazu bedarf es natürlich auch deutlich mehr, als die Bundesregierung gerade im sogenannten Fondsstandortgesetz vorgelegt hat. Und das ist natürlich noch ein weiteres Thema, was uns befasst.

Schwerpunktthema Co-Investments und Secondaries

Wie immer wird das Schwerpunktthema des Newsletters auch durch einschlägige umfangreiche Publikationen wie Studien, Fact Sheets, etc. auf der BAI-Homepage flankiert, auf die ich Sie an dieser Stelle ausdrücklich hinweisen darf. Gleiches gilt für unser begleitendes Webinar am 25. Februar zum Thema „Fund Secondaries in Corona-Zeiten: Marktzugang, Liquiditätsoptionen und andere aktuelle Trends“.

Ich wünsche eine informative Lektüre!

Frank Dornseifer

27. bis 30. April 2021

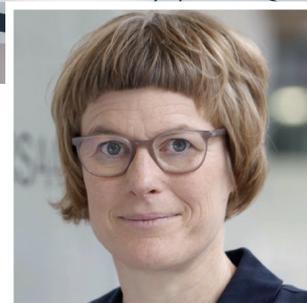
BAI AIC – A Virtual Venture



Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro
Professor of International Economics, Graduate Institute of International and Development Studies / IHEID
Research Professor and Distinguished Fellow Emerging Markets Institute, INSEAD, mit einem Vortrag am 27. April 2021 zu "The Post-Covid World"



Dr. Jörg Kukies
Staatssekretär im Bundesministerium der Finanzen (BMF), mit einem Vortrag am 28. April 2021 u.a. zur Rolle des Fondsstandorts Deutschland beim nachhaltigen und digitalen Wandel in der EU.



Prof. Dr. Veronika Grimm
Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg
Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, mit einem Vortrag am 29. April 2021 zu „Green Investments: Herausforderungen und Chancen“

Gold-Sponsoren



Lunch@home-Sponsoren



Virtual-Networking-Sponsoren



Silber-Sponsoren



Medienpartner



Partnerverbände



Seit Beginn des Jahres haben wir bereits vier neue Mitglieder gewinnen können.

Wir freuen uns sehr, nun auch

- Insight Investment
- Lammert Legalconsulting
- Oaktree Capital Management
- RiverRock European Capital Partners LLP

begrüßen zu dürfen.

Eine Übersicht über alle 231 BAI Mitglieder finden Sie [hier](#).



Insight Investment

Insight ist ein führender Asset- und Risikomanager mit einem verwalteten Anlagevermögen von 806 Mrd. EUR (Stand 30.09.2020) und ist seit 2009 eine Tochtergesellschaft der Bank of New York Mellon mit Hauptsitz in London. Als Spezialanbieter sind unsere Anlagelösungen auf institutionelle Kunden ausgerichtet und konzentrieren sich auf die Bereiche Fixed Income, Risikomanagement-Strategien einschließlich Liability-Driven Investment (LDI) und Währungsrisiko-Management, Absolute-Return- und Multi-Asset-Strategien. Damit gehört Insight in seinem Segment zu den führenden Anbietern in Europa. Die Firma ist an 7 Standorten (London, New York, Frankfurt, Manchester, Dublin, Sydney und Tokio) mit rund 950 Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern tätig.

Im Bereich Alternative Investments managt Insight's Secured Finance Team über 23 Mrd. EUR (Stand 30.09.2020) in den Bereichen Structured Credit und Private Debt. Das Team besteht aus 21 Investment Professionals in London und New York.



Lammert Legalconsulting

Lammert LegalConsulting liefert praxisrelevante regulatorische Expertise für Asset Manager, Investoren und FinTech-Unternehmen. Von der ersten Orientierung bis hin zur konkreten Umsetzung liegt der Fokus konsequent auf der pragmatischen Umsetzung regulatorischer Vorgaben für die Produktkonzeption sowie für den unternehmerischen Erfolg. Je nach individuellem Bedarf erfolgt die Unterstützung in den Themen Aufsichtsrecht, Compliance, Geldwäsche, Datenschutz/Informationssicherheit und Risk Management. Dabei bringe ich mein juristisches Know-how und eigene langjährige Erfahrung im operativen Geschäft der Finanzbranche effizient und ergebnisorientiert ein. Meine Dienstleistungen für in- und ausländische Asset Manager, Kapitalverwaltungsgesellschaften, Versicherungen, Banken, FinTechs und Family Offices umfassen die Bereitstellung individuell und kompakt aufbereiteter Informationen, speziell zugeschnittene Schulungen und Workshops zu regulatorischen Themen, Impact-Analysen, Umsetzungsvorschläge bis hin zur faktischen Implementierung, die Prüfung und Erstellung aufsichtsrechtlicher Dokumentationen sowie die regelkonforme Produkt- und Fondsstrukturierung.



Oaktree Capital Management

Oaktree ist eines der führenden, weltweit tätigen Investmenthäuser für alternative Formen der Kapitalanlage. Das Unternehmen verwaltet Gelder in Höhe von 148 Milliarden US-Dollar (Stand: 31. Dezember 2020). Für Investitionen in die Kreditmärkte und in die Anlageklassen Private Equity, Real Assets und Aktien kommt vorwiegend ein Value-orientiertes Investmentkonzept zum Einsatz, welches mit einem stringenten Risikomanagement verbunden wird. Das Unternehmen beschäftigt über 1000 Mitarbeiter und hat Büros in 19 Städten weltweit. Weitere Informationen finden Sie auf der Firmenwebsite unter <http://www.oaktreecapital.com/>.



RiverRock European Capital Partners LLP

RiverRock European Capital Partners LLP is an Alternative Investment Fund Manager (AIFM) which invests in private markets, real assets as well as liquid credit and multi-asset strategies. The firm has ca. 50 professionals, of which ca. 25 investment professionals, including 5 partners, based across London, Paris, Frankfurt (Q1 2021), Madrid and Milan.

Our investment strategies are predicated on difficult-to-access private debt assets, where competition is limited, creating granular portfolios that mitigate idiosyncratic risk.

RiverRock's strategy verticals focus on the needs of global institutional investors underpinned by unique & scalable deal-flow; e.g. via bank partnerships and targeted origination channels:

- ▀ Direct Lending – through loans, debt securities and hybrid capital
- ▀ Working Capital – financing the increasingly complex supply chains of corporate Europe
- ▀ Real Assets – investing in infrastructure, real estate and FIG private equity
- ▀ Liquid – a UCITS platform for credit and multi-asset strategies

As a long-term investor and UNPRI signatory member, RiverRock actively seeks out investments with the potential to make a positive impact on environment and society as a whole, as the firm believes that these investments stand to outperform non-ESG investments in the long term.

Nachträglich:



Competo Capital Invest GmbH

Wir sind eine bankenunabhängige und inhabergeführte Kapitalverwaltungsgesellschaft, die für die Verwaltung der Competo-Fonds verantwortlich ist. Mit unseren Immobilien-Spezial-AIF's sprechen wir einen hom. Kreis professioneller, deutscher Investoren, wie Stiftungen, Family Offices u. mittelständ. Unternehmen an. Unser Mezzanine-Fonds CMF I richtet sich an Projektentwickler, die für die Realisierung ihrer Immobilienprojekte in Deutschland einen Kapitalpartner einbinden möchten. Der Fokus liegt auf Projektentwicklungen in den Assetklassen Büro, Wohnen, Retail, Logistik, Hotel sowie Mischformen in den Deutschen TOP-7-Städten u. Metropolregionen sowie auch Top-Lagen in B-Städten. Das Risikoprofil ist dabei so ausgelegt, dass zum Zeitpunkt der Beteiligung am Projekt die klass. Voraussetzungen wie Baurecht, Vorabvermietung oder Kostensicherheit weitestgehend erfüllt sein müssen. Die Mezzanine-Darlehen haben eine Laufzeit von 6 Monaten bis 3 Jahren sowie einen festen Zins ohne Gewinnanspruch.

Seit dem 1. Februar 2021 verstärkt Dr. Peter Brodehser, Head of Infrastructure Investments, Talanx Group (Ampega Asset Management) den Investorenbeirat. Alle Beiratsmitglieder finden Sie auf unserer Homepage.



Dr. Peter Brodehser

Dr. Peter Brodehser verfügt über mehr als 20 Jahre internationale Erfahrung in der Kapitalmarkt-, Institutionen- und Bankenfinanzierung. Er baute den Bereich Infrastruktur Investments der Talanx auf, nachdem er in 2014 zu dem Unternehmen stieß. Dort verantwortet er als Head of Infrastructure Investments die Investitionen in Infrastrukturprojekte seitens des Konzerns. Die Talanx konnte seitdem ein breit diversifiziertes Portfolio an Transaktionen in diesem Bereich aufbauen und Investments i.H.v. über EUR 3 Mrd. unter seiner Leitung strukturieren. Dr. Brodehser ist Mitglied des Investment Committees der Talanx.

Seine berufliche Laufbahn beinhaltet inter alia Stationen bei der HSH Nordbank, Helaba und PwC in Deutschland, New York und Singapur. Dr. Brodehser absolvierte einen MBA an der FOM Business School und eine Promotion an der Universität Potsdam.

Philipp Bunnenberg, Referent Alternative Markets, und Jan Simanovski, Studentischer Mitarbeiter Alternative Markets, beide BAI e.V.

Die Aussagen der institutionellen Investoren im BAI Investor Survey Dezember 2020 wiederholen mit Nachdruck: Im Niedrigzinsumfeld der vergangenen und auch zukünftigen Jahre war und ist das Erreichen der Renditeziele mit festverzinslichen, liquiden Kapitalmarktanlagen zuzüglich einer geringen Aktienquote nahezu unmöglich. Zum einen haben Treasury-Renditen neue Tiefststände erreicht. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen liegt aktuell bei -0,6 %, die Rendite kurzlaufender 3-monatiger Bundesanleihen sogar bei -0,8 %. Zum anderen sind an den liquiden Märkten nach den Preiserholungen vom COVID-Crash im Frühjahr 2020 auch bei den Investment Grade Corporate Bonds die Spreads gegenüber Treasuries (ca. 100bp) auf Tiefpunkten angekommen. Wenn die erwarteten Renditen für Anleihen sowie für hochbewertete Aktienmärkte niedrig sind, sind sie für Barvermögen umso geringer: Unter konservativer Annahme einer langfristigen Inflationsrate i. H. v. 1,8 % ergibt sich mit Bundesanleihen eine gewichtete negative reale Barrendite i. H. v. - 2,5 %, die sich auch nicht mehr mit IG Corporate Bonds ausgleichen lässt. Bundesbank-Präsident Jens Weidmann rechnet sogar mit einem deutlichen Anstieg der Teuerungsrate in Deutschland auf über 3 % zum Jahresende, wie er erst kürzlich in einem Interview betonte. Die Pandemie ist längst nicht überwunden und die Geldpolitik noch einmal expansiver geworden. Institutionelle Investoren, allen voran Versicherungen, mussten zwangsläufig die Suche nach Alternativen zum liquiden Markt intensivieren.

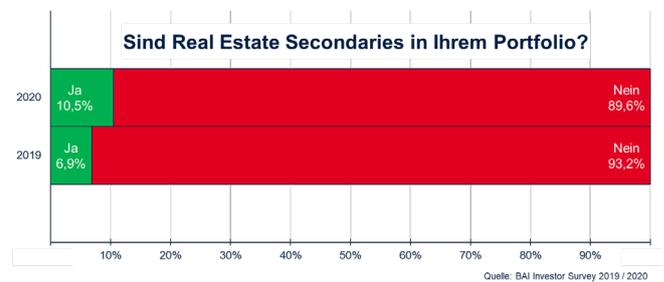
Mitunter deshalb entwickelten sich Alternative Investments mit stabilen, stetigen Renditen in den vergangenen Jahren zu einem unverzichtbaren Bestandteil der Kapitalanlage. Dabei sind für zahlreiche institutionelle Investoren Immobilieninvestments als Alternative zu Anleihen häufig der erste Schritt in der Reallokation traditioneller Investments, um mit alternativen Kapitalanlagen oder Strategien über langfristige Investitionen Stabilität und Inflationsschutz in das Portfolio zu integrieren. Beinahe neun von zehn im BAI Investor Survey 2020 befragte deutsche institutionelle Investoren haben bereits Kapital in Immobilieninvestments allokiert. Secondaries sind einer von vielen möglichen Zugangswegen, um Real Estate Investments in das institutionelle Portfolio aufzunehmen und den Bedarf nach schnellen Investmentlösungen abzudecken.

Marktdaten

Die Verwendung des Begriffs „Secondaries“ hat für die Private Markets zwei unterschiedliche Bedeutungen. Bei Real-Estate-Sekundärmarkttransaktionen kann einerseits die Rede von Fondsanteilen eines bestehenden Immobilienfonds sein, die den Besitzer (institu-

tionellen Investor) wechseln. Andererseits kann sich die Bedeutung auf das Investitionsziel bzw. Direktinvestment beziehen: Ein Immobilienfonds oder Investor verkauft das Zielobjekt an einen anderen Immobilienfonds oder Investor. In diesem Beitrag soll es vorwiegend um den erstgenannten Secondaries-Begriff, also den Transaktionen von Private-Markets-Fondsanteilen, gehen.

Der Sekundärmarkt für Immobilienfonds ist im Vergleich zu anderen Sekundärmärkten für Fondsanteile (insbesondere Corporate Private Equity), trotz stetigen Wachstums in den vergangenen Jahren, nach wie vor klein. Nach wie vor werden die allermeisten Transaktionen direkt oder über Separately Managed Accounts (SMAs) abgewickelt und nicht via Secondary-Fonds umgesetzt.



Die BAI Investorenumfragen der letzten Jahre spiegeln ein stetig steigendes Interesse der Investoren an Secondaries in der Assetklasse Real Estate wider. So gaben im Survey 2020 bereits 10,5 % der befragten Investoren an, über Secondaries in Immobilien zu investieren. Gegenüber der Vorjahresumfrage stellt dies einen Zuwachs in Höhe von 52 % dar. Da der Survey in der Mitte des 3. Quartals 2020 durchgeführt wurde, dürfte die Beteiligungsquote, auch bedingt durch Preisabschläge in einigen Nutzungsarten, heute bereits merklich höher liegen. Bei einer dezidierten Betrachtung nach der Kapitalart wird zudem deutlich, dass unter den Equity-Investoren ein weitaus größerer Teil (10,9 % vs. 2,8 %) den Zugangsweg über den Sekundärmarkt wählt. Mit anwachsender Marktgröße sollten in den kommenden Jahren auch für Private-Debt-Fonds erhöhte Sekundärmarkttransaktionen zu verzeichnen sein, da mittlerweile etliche Fonds im Lebenszyklus vorangeschritten sind und somit Rebalancing-Transaktionen sowie Exits zu erwarten sind.



Die Erkenntnisse aus dem BAI Investor Survey spiegeln sich ebenfalls im Fundraising wider. Dem Datenprovider Preqin zufolge wurden im Jahr 2019, unabhängig vom Zugangsweg als auch der Strategie, 175,9 Milliarden USD durch geschlossene Private-Market-Immobilienfonds eingeworben. Dabei entfielen nur knapp 2,3 Milliarden USD auf Real Estate Secondary Funds. Alleine in den ersten drei Quartalen 2020 wurde dieser Wert deutlich übertroffen. Mehr als 3 Milliarden USD wurden von Secondary Funds eingeworben. Auch aufgrund der Pandemie konnten Secondary Fundraising-Aktivitäten ein deutliches Wachstum gegenüber dem Vorjahr verzeichnen. Im Gegensatz dazu warben im selben Zeitraum alle geschlossenen Private-Market-Immobilienfonds zusammen gerade einmal 54,3 % des Kapitals aus dem Vorjahr ein.

Motive der Marktakteure

Der Sekundärmarkt eröffnet sowohl für die Käufer als auch die Verkäufer eine sinnvolle Möglichkeit zum Handel illiquider Private-Market-Fondsbeteiligungen. Dieser Markt bietet Investoren von Immobilienfonds einen vergleichsweise schnellen Exit und somit Liquidität in einer weitestgehend illiquiden Assetklasse. Auf diese Weise lassen sich selbst Fonds mit eingeschränkten Rücknahmevolumenta, niedriger Cash-Liquidität oder zeitlich begrenzten Rücknahmefenstern zeitnah liquidieren. In erster Linie dient der Markt den Investoren damit als ein Instrument zum aktiven Portfoliomanagement (Anpassung oder Neuausrichtung der Asset-Allokation).

Für Käufer bietet der Sekundärmarkt unter anderem den Vorteil, in ein bereits bestehendes und damit bekanntes, transparentes Portfolio investieren zu können. Dadurch, dass der Käufer bereits alle Zielobjekte kennt, kann er vor seiner Investition eine noch genauere Due-Diligence-Prüfung durchführen. Das Blindpool-Risiko eines geschlossenen Fonds kann so in fast allen Fällen vollständig umgangen werden. Des Weiteren lassen sich durch Secondary-Transaktionen Portfoliopositionen wesentlich schneller aufbauen. Bei der Zeichnung eines neu aufgelegten Fonds kann es mitunter Jahre dauern, bis das Kapital vollständig abgerufen ist. Bei Secondaries partizipieren Investoren unmittelbar nach Abschluss der Transaktion an Mietrenditen und Wertsteigerungen der einzelnen Assets. Dennoch braucht auch der Ankauf von Secondaries Zeit, in welcher bereits laufende Gebühren anfallen, sodass Investoren den J-Curve-Effekt mit Secondary-Fondsanteilen lediglich verkürzen können.

Zu geringe laufende Erträge und fehlender finanzieller Spielraum für neue Investments gehören zu den typischen Beispielen, warum bestehende Real-Estate-Fonds Positionen vorzeitig veräußern. In der Regel kommt es dann zu Win-win-Situationen für Anbieter und Nachfrager von Secondaries, denn die abgegebenen Positionen

sind häufig nicht schlecht, erfüllen aber schlichtweg nicht mehr den angedachten Zweck im Portfolio. Entsprechend niedrig können die Discounts ausfallen, wenn auf der anderen Seite der Käufer Interesse an schnellen, diversifizierten Investments hat und mit den geringeren Yields zufrieden ist.

Bei dem Erwerb von Secondaries handelt es sich grundsätzlich um sehr komplexe Transaktionen. Mit anderen Worten, die Käuferseite benötigt Real Estate Secondary-Spezialisten. Ein solches Expertenteam ist jedoch nur dann wirtschaftlich, sofern ein ausreichendes Transaktionsvolumen gegeben ist. Deswegen treten auf der Käuferseite u. a. auf Secondaries spezialisierte Fonds (Secondary-Fonds) in Aktion. Dabei erwerben diese Secondary-Fonds eine Vielzahl an Beteiligungen über den Sekundärmarkt.

Ein Real Estate Secondary-Fonds ist somit nichts anderes als ein Dachfonds, der sich auf bestehende Immobilienfonds spezialisiert und bereits in frühen Phasen des Fundraisings Transaktionen finanziert. Für Anleger von Secondary-Fonds ergeben sich somit insbesondere hinsichtlich der Diversifikation außergewöhnliche Vorteile. Die zahlreichen Fondsbeteiligungen erhöhen nicht nur die Diversifikation auf Managerebene, sondern auch hinsichtlich der Assets. Ein Secondary-Fonds kann dem Investor somit eine breit gefächerte Auswahl an Strategien, Nutzungsarten und Märkten erschließen. Zahlungsausfälle oder ähnliche Probleme mit einzelnen Mietern oder gar ganzen Objekten fallen dann ebenso wie regionale Konjunkturschwankungen deutlich weniger ins Gewicht.

Marktentwicklung

Da sich der Immobilienmarkt nach der Finanzkrise erholt hat, sind von 2011 bis 2017 auch die Preise am Sekundärmarkt deutlich gestiegen. Der Druck auf Investoren, ihre Fondsbeteiligungen zu veräußern, hat nachgelassen und das Fundraising-Volumen ist zugleich gestiegen. Die Preise erreichten 2017 ihren Höhepunkt. Seitdem sind sie leicht rückläufig. Das Angebot am Markt teilt sich zurzeit in etwa jeweils zur Hälfte auf GPs und LPs auf.

Zu einem der größten Treiber der letzten Jahre im Secondary-Markt ist die COVID-19-Pandemie geworden, ausgehend von der Prämisse, dass schlechte Zeiten für den Immobilienmarkt gute Zeiten für den Einstieg in Secondaries sind, insbesondere mit Blick auf betroffene Nutzungsarten wie Hotels, Büro- und Geschäftshäuser. Eine größere Anzahl an Investoren nimmt die Pandemie zum Anlass, oder ist durch Auswirkungen der Pandemie gezwungen, ihre Portfolioallokation über den Sekundärmarkt anzupassen. In der Folge kam es, bei den von der Pandemie stärker betroffenen Nutzungsarten, zu einem deutlichen Angebotsüberschuss mit daraus resultierenden Preisab-

schlagen. Insbesondere bei den risikoreicheren Value Added und Opportunistic-Strategien ließen sich diese Abschlüsse feststellen.

Durch die Preisabschlüsse kommt es im Vergleich zu den Vorjahren auf der Käuferseite zu attraktiveren Preis-NAV-Verhältnissen. Auch daher resultiert die aktuell erhöhte Nachfrage nach Secondary-Fonds. Solange die Unsicherheiten am Markt fortbestehen, sollten weiterhin zum Teil hohe Preisabschlüsse bei Secondary Investments aufzufinden sein. Folglich dürfte das Transaktionsvolumen auf dem Secondary-Markt weiter ansteigen.

Andererseits ist der Discount von Fondsanteilen und Direktinvestments oftmals nicht mehr der maßgebliche Treiber bei Real Estate Secondaries. Im Vordergrund der Käufer steht, neben der J-Curve Verkürzung, die über unterschiedliche Assetklassen hinausgehende Diversifikation des Portfolios: Das gezielte Picking einzelner Transaktionen mit Augenmerk auf Diversifikation hinsichtlich Vintage-Jahren, Branchen, Regionen und Nutzungsarten. In Zeiten von COVID-19 erfolgen solche Transaktionen selbstredend mit Blick auf kaum von der Pandemie tangierte Assets, oder bestenfalls sogar solche, die von der Pandemie profitiert haben.

Kontakt:



Philipp Bunnenberg
Referent Alternative Markets, BAI e.V.
Tel.: +49(0)228-96987-52
E-Mail: bunnenberg@bvai.de



Jan Simanovski
Studentischer Mitarbeiter Alternative Markets, BAI e.V.
Tel.: +49(0)228-96987-13
E-Mail: simanovski@bvai.de

Impressum

Jahrgang 21 – Ausgabe I

Verantwortliche Redakteure:

Frank Dornseifer
Christina Gaul

Erscheinungsweise:
alle 2 Monate

BAI e.V. · Poppelsdorfer Allee 106 · D-53115 Bonn
Tel. +49 - (0) 228 - 969870 · Fax +49 - (0) 228 - 9698790

www.bvai.de

info@bvai.de

Haftungsausschluss

Die Informationen des BAI-Newsletters stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Eine Investitionsentscheidung sollte auf Grundlage eines Beratungsgesprächs mit einem qualifizierten Anlageberater erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Dokumente/Informationen. Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Informationen kann keine Gewähr übernommen werden.

Satz & Layout

SimpleThings GmbH
Münsterstraße 1 · 53111 Bonn

www.simplethings.de

info@simplethings.de

Harald Klug, Leiter des Geschäfts mit institutionellen Kunden in Deutschland und Österreich bei BlackRock, und Alex Widmer, Leiter Sales EMEA für Real Assets bei BlackRock

**Nur für professionelle Anleger*

2020 war ein herausforderndes Jahr, auch für Investoren. Die globale Corona-Pandemie, beispiellose globale Liquiditätsspritzen, zunehmende Handelsspannungen sowie die US-Präsidentenwahl prägten die Kapitalmärkte. Trotz der anhaltenden gesundheitlichen Notlage hat sich der Infrastruktursektor bisher als widerstandsfähig erwiesen und seinen Status als strategische, langfristige Anlageklasse bestätigt. Auch die Investitionstätigkeit hat sich im dritten Quartal letzten Jahres wieder stark erholt, und strukturelle Trends wie die Digitalisierung, Dekarbonisierung und Deglobalisierung bieten Investoren attraktive Chancen. Diese schätzen gerade auch die Qualitäten, die Co-Investitionen in ihre Infrastrukturallokation einbringen. Daher ist die Nachfrage nach solchen Anlagemöglichkeiten weltweit hoch. Zudem zeigt sich ein langfristiger Trend, dass Co-Investitionen auch im Bereich Infrastruktur einen immer größeren Teil der Portfolios ausmachen. Gleichzeitig hat die Pandemie das Interesse an nachhaltigen Anlagestrategien weiter beflügelt. Denn durch die Corona-Krise sind Investoren noch einmal deutlich sensibler geworden, was die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien in Anlageentscheidungen angeht. Dies gilt insbesondere für die Folgen des Klimawandels, die seit dem Pariser Klimaabkommen 2015 im Fokus stehen. Der Wiedereintritt der USA in dieses Abkommen, das der neue US-Präsident Joe Biden als eine seiner ersten Amtshandlungen einleitete, zeigt die anhaltende Aktualität des Themas. Infolgedessen dürften sich auch weiterhin Chancen für Infrastrukturinvestitionen ergeben – und die Nachfrage nach entsprechenden Anlagelösungen hoch bleiben.

Infrastrukturinvestitionen in Form von Co-Investitionen werden zunehmend beliebter. Vergleichbar mit der historischen Entwicklung des Private Equity-Marktes werden die Kapitalzusagen für Infrastruktur-Co-Investitionsfonds in den kommenden Jahren schätzungsweise 10 bis 12 Prozent des Fundraising-Volumens ausmachen.¹ Dem Datenanbieter Preqin zufolge planen 48 Prozent der Investoren, ihre Co-Investitionen weiter zu erhöhen.² 52 Prozent beabsichtigen demnach, ihre Allokationen beizubehalten, niemand will sie in naher Zukunft reduzieren. Für dieses steigende Interesse gibt es vor allem fünf Gründe.

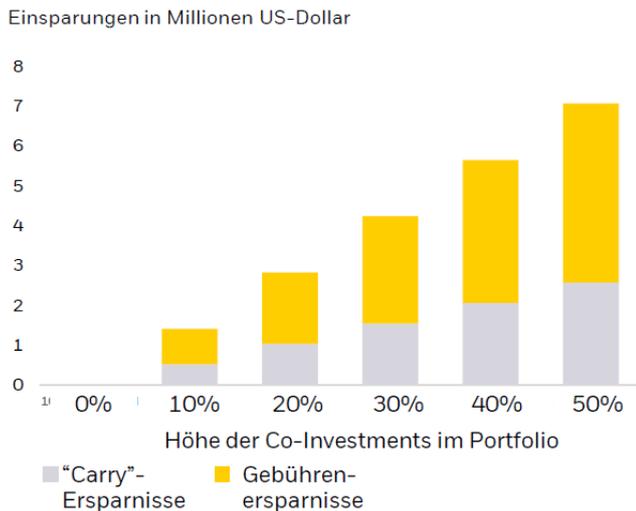
Fünf gute Gründe sprechen für Infrastruktur-Co-Investitionen

Erstens haben Co-Investitionen das Potenzial, eine bessere Portfolio-Performance zu erreichen. Primärfonds („Primaries“) brauchen in der Regel länger, um eine positive Rendite (Internal Rate of Return, IRR) zu erzielen. Sekundärfonds („Secondaries“) bieten zwar vielfach Abschläge auf den Nettoinventarwert (Net Asset Value, NAV), allerdings sind diese aufgrund des aktuellen Käufermarktes bei hochwertigen Infrastrukturportfolios reduziert. BlackRock schätzt auf der Grundlage interner Simulationen, dass eine Co-Investitions-Allokation von 20 bis 30 Prozent die J-Kurve um 12 bis 18 Monate reduzieren kann.

Neben dieser Chance auf schnellere positive IRRs bieten Co-Investitionen das Potenzial, höhere IRRs als „Primaries“ zu erwirtschaften. Dieser zweite Grund, der für Co-Investitionen spricht, resultiert aus den schnelleren Kapitalrückzahlungen und der üblicherweise niedrigeren Gebührenstruktur.

Bei direkten Infrastrukturfonds beläuft sich die Verwaltungsvergütung typischerweise auf 1,5 Prozent. Zudem fällt eine Gewinnbeteiligung („Carried Interest“) in Höhe von 20 Prozent an. Bei Co-Investitionsfonds liegt die Verwaltungsvergütung in der Regel bei einem Prozent und einer Carried Interest von 10 Prozent. So ergeben sich bei einer Zeichnung von 100 Millionen US-Dollar mit einer moderaten Co-Investitionsallokation von 20 Prozent über die Laufzeit eines diversifizierten Infrastrukturinvestitionsprogramms mögliche Einsparungen in Höhe von 2,8 Millionen US-Dollar an Verwaltungsvergütung und Carried Interest (siehe Grafik 1). Werden 50 Prozent der Mittel für Co-Investitionen bereitgestellt, belaufen sich die potenziellen Einsparungen auf 7,1 Millionen US-Dollar.³

Grafik 1: Simulation der Kosteneinsparungen – von 100-prozentiger Mittelzuweisung an Fonds bis zu einem ausgewogenen Mix aus Fonds und Co-Investitionen (Zeichnungssumme 100 Millionen US-Dollar)



Quelle: BlackRock 2020: Vorteile von Co-Investitionen bei Infrastrukturinvestitionen; Stand 19. August 2020.

Drittens bieten Co-Investitionen das Potenzial zur Ertragssteigerung durch eine systematischere und strengere Auswahl der Investitionen. Denn General Partners (GPs) nutzen Co-Investitionen häufig, um die Beziehungen zu den Limited Partners (LPs) zu stärken.⁴ Zu beachten gilt es aber, dass die Spannweite der Erträge bei Co-Investitionen höher ausfällt als bei den übrigen Investitionen im Fonds eines GPs.⁵ Viertens lassen sich Portfolios durch Schwerpunkte auf bestimmten Anlagestilen, Sektoren und Regionen noch besser auf spezielle Bedürfnisse hin ausrichten. Auf diese Weise können Co-Investitionsstrategien mit weltweit führenden Infrastrukturfondsmanagern und -sponsoren im Vergleich zu herkömmlichen direkten Infrastrukturfonds besser diversifiziert sein und zu vorteilhaften risikobereinigten Erträgen führen. Fünftens bieten Co-Investitionen eine höhere Transparenz bezüglich der GPs. LPs können gewissermaßen einen Blick hinter den Vorhang werfen, der ihnen ein besseres Verständnis der Sourcing-Fähigkeiten, des Underwritings und der operativen Leistungsfähigkeiten der GPs ermöglicht.

Fondsmanager sind zunehmend offen für LPs

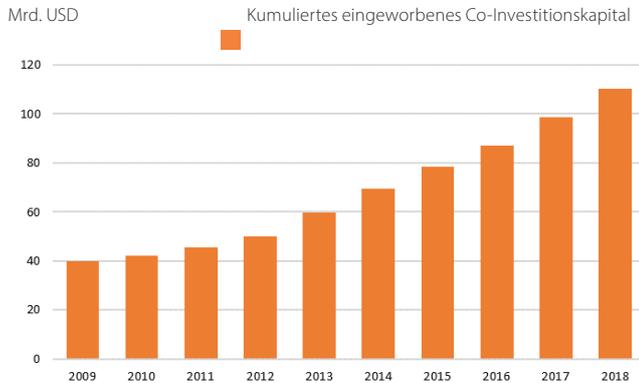
Parallel zur steigenden Nachfrage wird das Angebot an Investitionsmöglichkeiten interessanter. Beispielsweise ist der Anteil des Telekommunikationssektors an der globalen Co-Investitionspipeline innerhalb des Jahres 2020 weiter gestiegen. Dabei taten sich diverse Opportunitäten auf, insbesondere im Bereich Glasfaser und Sendemasten in Europa sowie den USA. Diese Opportunitäten generieren national als auch international einen Kapitalbedarf, der die individuellen Möglichkeiten eines einzelnen Infrastrukturmanagers oder -fonds klar übersteigt – und daher Co-Investitionskapital erfordert. In Anbetracht dessen sind Preqin zufolge 49 Prozent der Fondsmanager bereit, ihren LPs künftig mehr Co-Investitionsmöglichkeiten anzubieten.⁶

Entsprechende Opportunitäten bieten sich nicht nur in Verbindung mit strukturellen Trends wie digitale Infrastruktur, Energiewende oder intelligente Städte. Es ergeben sich auch Möglichkeiten bei Vermögenswerten, die gut positioniert sind, um von einer allgemeinen Wiederbelebung der Wirtschaft zu profitieren. Viele Unternehmen waren im Vorfeld der Krise gewachsen und hatten in angrenzende Bereiche ihrer Kerngeschäfte expandiert. Dann erschwerte die Corona-Krise den Zugang zu den Kapitalmärkten. Infolgedessen versuchen nun immer mehr Unternehmen, sich von Vermögenswerten außerhalb ihres Kerngeschäftes zu trennen, um ihre Bilanzstrukturen zu verbessern und entweder ihre Liquiditätspuffer zu vergrößern oder ihre Investitionen ins Kerngeschäft zu verstärken. Wir gehen davon aus, dass zum Beispiel Bau- oder Energieunternehmen in den nächsten Monaten den Verkauf hochwertiger Vermögenswerte zu vernünftigen Bewertungen in Erwägung ziehen werden. Dies steigert das Potenzial für attraktive Co-Investitionsmöglichkeiten.

Der Markt für Infrastruktur-Co-Investitionen wächst sehr dynamisch

Vor diesem Hintergrund sind wir überzeugt, dass das dynamische Wachstum von Infrastruktur-Co-Investitionen in den vergangenen Jahren erst der Anfang eines längerfristigen Trends ist. Im Bereich Private Equity wurden seit dem Jahr 2000 über 115 Milliarden US-Dollar für Co-Investitionen in insgesamt 712 Fonds eingeworben (siehe Grafik 2).⁷ In Anbetracht der Tatsache, dass der Private Equity-Markt der Entwicklung des Infrastrukturmärktes um etwa zehn Jahre vorausseilt, können wir im Infrastrukturbereich eine vergleichbare Entwicklung erwarten.⁸

Grafik 2: Kumuliertes eingeworbenes Co-Investitionskapital in den vergangenen Jahren

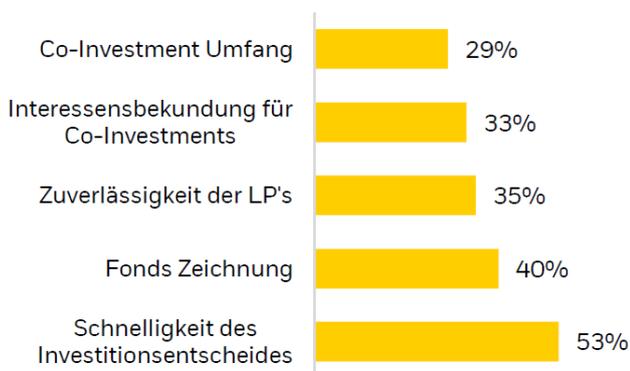


Die Grafik veranschaulicht das kumulierte Co-Investitionskapital, das in den vergangenen 10 Jahren auf dem Privatmarkt eingeworben wurde, nach Kalenderjahren.

Quelle: Preqin – Historische Statistiken zur Mittelbeschaffung für die Infrastruktur (Co-Investitionen und Co-Investitions-Multimanager); Stand 1. Juli 2019. Zitiert nach BlackRock 2020: Vorteile von Co-Investments bei Infrastrukturinvestitionen; Stand 19. August 2020.

Wer die Vorzüge von Infrastruktur-Co-Investitionen umfassend nutzen möchte, sollte über umfangreiche Fähigkeiten und Ressourcen verfügen. Dabei steht die Fähigkeit, eine schnelle Investitionsentscheidung zu treffen, an erster Stelle (siehe Grafik 3). Schließlich bieten sich Investitionsmöglichkeiten häufig innerhalb eines engen Zeitrahmens von teilweise nur wenigen Wochen. Die Zuverlässigkeit der LPs und der Anlageumfang spielen ebenfalls wichtige Rollen.

Grafik 3: Hauptanforderungen an Co-Investoren

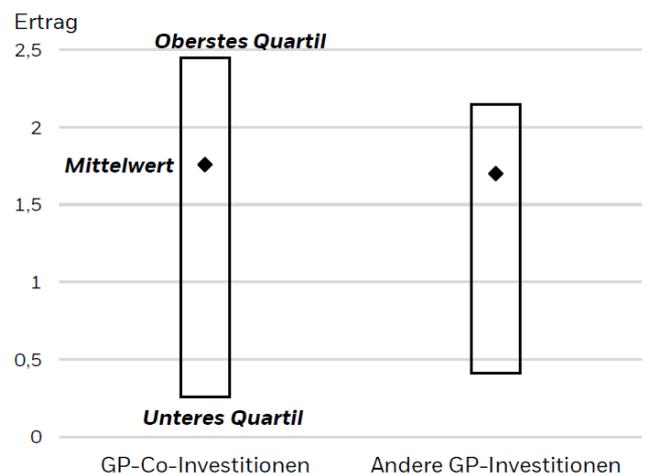


Quelle: Preqin-Spezialbericht Private Equity-Co-Investment Outlook 2015. Zitiert nach BlackRock 2020: Vorteile von Co-Investments bei Infrastrukturinvestitionen; Stand 19. August 2020.

Eine systematische und strenge Investment-Auswahl ist unerlässlich

Wie bereits erläutert, ermöglichen Co-Investitionen eine bessere Portfolio-Performance als Fondsanlagen. Allerdings ist das Konzentrationsrisiko in einem Co-Investitionsportfolio größer, da die Beteiligungsquote an den individuellen unterliegenden Titeln höher ist. Infolgedessen sind die Renditen breiter gestreut als bei anderen Anlageformen (siehe Grafik 4), was eine systematischere und strengere Auswahl der Investitionen erfordert.

Grafik 4: Ertragsstreuung bei Privatmarktanlagen



Quelle: Braun, Jenkinson, Schemerl (2017): "Adverse Selection and the Performance of Private Equity Co-Investments". Die Grafik veranschaulicht die Brutto-PME-Verteilungen einer "Buyout"- Stichprobe, wobei die MSCI-Performance-Indizes als Benchmark für die PME-Berechnungen verwendet werden. Das Public Market Equivalent (PME) ist ein Maß, das den Ertrag von Privatkapital im Vergleich zu einer Benchmark widerspiegelt. Zitiert nach BlackRock 2020: Vorteile von Co-Investments bei Infrastrukturinvestitionen; Stand 19. August 2020.

Wie bei allen Investitionen ist es entscheidend, diszipliniert vorzugehen sowie bei Preis und Fremdkapitalhebeln (Leverage) Vorsicht walten zu lassen – insbesondere im aktuellen Marktumfeld. Die Auswahl von GPs mit Fachwissen in den unterliegenden Sektoren und guten Erfolgsausweisen in unterschiedlichen Marktzyklen erhöhen das Renditepotenzial. Eine sehr selektive Vorgehensweise sowie die Fähigkeit, die richtige Transaktion mit dem am besten geeigneten GP abzuschließen, spielt im aktuellen Umfeld eine Schlüsselrolle und ist besonders bei komplexen Transaktionen von großem Wert. Investoren, die intern nicht über die dafür erforderlichen Ressourcen verfügen, können auf die Expertise externer Asset Manager zurückgreifen. BlackRock konzentriert sich in diesem Zusammenhang auf die operative Leistungserbringung der Projekte, als Schlüsselfaktor für erfolgreiche Co-Investitionen unabhängig vom Marktzyklus.

Trotz spätzyklischer Marktbewertungen finden wir auch aktuell Märkte und Sektoren, die einen erheblichen Wertzuwachs liefern können. Dabei sind folgende Trends hervorzuheben: die Energiewende, die weniger kohlenstoffintensive Stromerzeugung sowie der weniger kohlenstoffintensive Energieverbrauch, die Digitalisierung der Wirtschaft und die stark wachsende Rolle des Privatsektors bei der Schließung der öffentlichen Finanzierungslücke. Diese Trends wurden durch die Corona-Pandemie enorm beschleunigt. Wir fassen diese Entwicklungen in drei Hauptthemen zusammen: i) Digitalisierung, ii) Dekarbonisierung und iii) Deglobalisierung.

Die Kombination von Co-Investitionen mit Fonds optimiert das Gesamtportfolio

Das angesprochene Konzentrationsrisiko eines reinen Co-Investitionsportfolios lässt sich durch die Kombination mit Fonds mindern. Anregungen dafür bieten die Multi-Manager-Modellportfolios von BlackRock, deren ausgewogene Variante eine Allokation von bis zu 50 Prozent in Co-Investitionen aufweist. Im Rahmen solcher umfassender Strategien ermöglicht die Allokation in Co-Investitionen ein aktives Portfoliomanagement, reduziert den J-Kurveneffekt und hilft, Portfolios durch die gezielte Ausrichtung auf bestimmte Sektoren und Regionen zusätzlich zu optimieren. Auf diese Weise ist es möglich, Diversifizierung mit einem aktiven Portfoliomanagement auf kosteneffiziente Weise zu kombinieren. Daher gehen wir davon aus, dass Investoren die Chancen von Infrastrukturinvestitionen künftig zunehmend über Co-Investitionen nutzen werden.

Risikohinweise

Kapitalrisiko. Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen und sind nicht garantiert. Anleger erhalten den ursprünglich angelegten Betrag möglicherweise nicht zurück.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte nicht der einzige Faktor sein, der bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie berücksichtigt wird.

Änderungen der Wechselkurse zwischen Währungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen sinkt oder steigt. Bei Fonds mit höherer Volatilität können die Schwankungen besonders ausgeprägt sein, und der Wert einer Anlage kann plötzlich und erheblich fallen. Steuersätze und die Grundlagen für die Besteuerung können sich von Zeit zu Zeit ändern.

Wichtige Informationen

Dieses Material ist lediglich zur Weitergabe an professionelle Kunden (laut Definition in den Vorschriften der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde oder den MiFID-Regeln) bestimmt und sollte nicht von anderen Personen als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Bis zum 31. Dezember 2020 ist der Herausgeber BlackRock Investment Management (UK) Limited, ein von der britischen Financial Conduct Authority („FCA“) zugelassenes und beaufsichtigtes Unternehmen mit Geschäftssitz 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL, England, Tel. +44 (0)20 7743 3000. Registriert in England und Wales unter Nummer 02020394. Zu Ihrem Schutz werden Telefonanrufe üblicherweise aufgezeichnet. Eine Liste aller Aktivitäten, für die BlackRock zugelassen ist, finden Sie auf der Website der Financial Conduct Authority.

Falls Großbritannien und die Europäische Union keine Vereinbarung abschließen, die es Unternehmen in Großbritannien erlaubt, im Europäischen Wirtschaftsraum Finanzdienstleistungen zu erbringen, ist der Herausgeber dieser Materialien ab 1. Januar 2021:

■ BlackRock Investment Management (UK) Limited für alle Länder außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums bzw.

■ BlackRock (Netherlands) B.V. für Länder im Europäischen Wirtschaftsraum

BlackRock (Netherlands) B.V. ist ein von der niederländischen Finanzdienstleistungsaufsicht zugelassenes und beaufsichtigtes Unternehmen mit Geschäftssitz Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 – 549 5200, Tel.: +31 020 549 – 5200, Handelsregister Nr. 17068311. Zu Ihrem Schutz werden Telefonanrufe üblicherweise aufgezeichnet.

Risikowarnung: Infrastrukturfonds

Infrastrukturfonds investieren ausschliesslich oder fast ausschliesslich in Eigenkapital oder Fremdkapital oder Eigenkapital oder fremdkapitalbezogene Instrumente, die mit Infrastrukturvermögen verbunden sind. Daher kann die Wertentwicklung eines Infrastrukturfonds durch Risiken im Zusammenhang mit den damit verbundenen Infrastrukturanlagen, einschliesslich Bau- und Betreiberrisiken, Umweltrisiken, rechtlichen und regulatorischen Risiken, politischer oder sozialer Instabilität, staatlicher und regionaler politischer Risiken, sektorspezifischer Risiken, Zinsänderungen, Währungsrisiken und anderer Risiken und Faktoren, die sich auf die Infrastruktur auswirken können oder werden und somit die Gesamtergebnisse eines Fonds erheblich beeinflussen können, erheblich beeinträchtigt werden. Investitionen in Infrastrukturanlagen sind in der Regel illiquide und Anleger, die ihre Anteile an einem Alle hier angeführten Analysen wurden von BlackRock erstellt und können nach eigenem Ermessen verwendet werden. Die Resultate dieser Analysen werden nur bei bestimmten Gelegenheiten veröffentlicht. Die geäußerten Ansichten

stellen keine Anlageberatung oder Beratung anderer Art dar und können sich ändern. Sie geben nicht unbedingt die Ansichten eines Unternehmens oder eines Teils eines Unternehmens innerhalb der BlackRock-Gruppe wieder, und es wird keinerlei Zusicherung gegeben, dass sie zutreffen.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt kein Angebot und keine Aufforderung an irgendjemanden dar, in BlackRock-Fonds zu investieren, und wurde nicht im Zusammenhang mit einem derartigen Angebot erstellt.

© 2021 BlackRock, Inc. Alle Rechte vorbehalten. BLACKROCK, BLACKROCK SOLUTIONS, ISHARES, BUILD ON BLACKROCK, SO WHAT DO I DO WITH MY MONEY sind Handelsmarken von BlackRock, Inc. oder ihren Niederlassungen in den USA und anderen Ländern. Alle anderen Marken sind Eigentum der jeweiligen Rechteinhaber.

¹ Bain Private Equity-Bericht 2017.

² Preqin Bericht Global Infrastructure 2018. Zitiert nach BlackRock 2020: Vorteile von Co-Investments bei Infrastrukturinvestitionen; Stand 19. August 2020.

³ BlackRock 2019: Brutto-Deal-Level-Rendite = 1,8-fache. Fondsbedingungen: 2 Prozent Verwaltungsvergütung, 10 Prozent "Carry", europäisches Kaskadenmodell, 7 Prozent Hurdle Rate. Konditionen für Co-Investitionen: 1,20 Prozent Verwaltungsvergütung, 10 Prozent "Carry", europäisches Kaskadenmodell, 7 Prozent Hurdle Rate. Die Berechnungen basieren auf einer Zeichnung von 100 Millionen US-Dollar und stellen Schätzungen für die gesamte Laufzeit dar. Es handelt sich nicht um ein tatsächliches Produkt. Es kann nicht garantiert werden, dass in Zukunft vergleichbare Einsparungen erzielt werden. Zitiert nach BlackRock 2020: Vorteile von Co-Investments bei Infrastrukturinvestitionen; Stand 19. August 2020.

⁴ BlackRock: 2021: Ein GP wählt und managt die Portfoliopositionen des Private-Equity-Fonds. Die LPs bestehen in der Regel aus institutionellen Kunden, Pensionsfonds, und vermögenden Privatpersonen und übernehmen im Vergleich zu GPs typischerweise keine aktive Rolle im Management der Co-Investition. Im Gegensatz zu einem LP kann der GP unbeschränkt für die Schulden des Portfoliounternehmens haften.

⁵ Braun, Jenkinson, Schemerl (2017) – Adverse Selection and the Performance of Private Equity Co-Investments. Zitiert nach: BlackRock 2020: Vorteile von Co-Investments bei Infrastrukturinvestitionen; Stand 19. August 2020.

⁶ Preqin Bericht Global Infrastructure 2018. Zitiert nach BlackRock 2020: Vorteile von Co-Investments bei Infrastrukturinvestitionen; Stand 19. August 2020.

⁷ BlackRock 2018. Zitiert nach BlackRock 2020: Vorteile von Co-Investments bei Infrastrukturinvestitionen; Stand 19. August 2020.

⁸ Bain Private Equity-Bericht 2017. Zitiert nach BlackRock 2020: Vorteile von Co-Investments bei Infrastrukturinvestitionen; Stand 19. August 2020.

Kontakt:

BlackRock
<https://www.blackrock.com/institutions/de-de/einblicke>



Harald Klug
 Managing Director
 Leiter institutionelles Geschäft
 in Deutschland und Österreich,
 BlackRock
 Tel.: +49 (89) 427295834



Alex Widmer
 Managing Director
 Leiter Sales EMEA für Real Assets,
 BlackRock
 Tel.: +41 44 297 7237

*Andrew Beaton, Senior Managing Director,
David Smith, Senior Managing Director,
Kairat Perembetov, Principal, Research, Capital Dynamics*

Zusammenfassung

Akademische Untersuchungen deuten darauf hin¹, dass Private-Equity-Co-Investments prozyklisch sein können. Angesichts der negativen wirtschaftlichen Auswirkungen von COVID-19 und der Möglichkeit einer verbesserten wirtschaftlichen Situation nach einer Massenimpfung hat Capital Dynamics analysiert, wie sich Co-Investments über Wirtschaftszyklen hinweg verhalten und ob diese vermeintliche Prozyklizität bedeutet, dass die nächsten Jahre ein guter Zeitraum wären, um das Engagement in Private-Equity-Co-Investmentfonds zu erhöhen. Die im Folgenden beschriebene Untersuchung testet diese Hypothese.

Unsere empirische Forschung kommt zu dem Schluss, dass Co-Investments im Vergleich zu anderen Private-Equity-Investments häufig eine geringere Streuung von der Medianrendite aufweisen. Der zur Verfügung stehende Datensatz zeigt, dass die Renditen von Co-Investments in den letzten beiden großen Konjunkturzyklen über fast alle Quartile hinweg über denen von Buyouts lagen. Durch Einbeziehung unserer intelligenten Portfoliokonstruktion wird die Streuung weiter reduziert. Diese Outperformance von Co-Investments gegenüber anderen Private-Equity-Investitionen war in der Zeit nach der Krise am größten. Vor allem aber zeigt die Untersuchung, dass Co-Investments nach der Krise immer besser abgeschnitten haben, als Buyouts im Allgemeinen, was die Brutto-IRR im unteren, mittleren und oberen Quartil betrifft. Dies deutet darauf hin, dass Co-Investitionen während und nach Krisen überproportional von der Prozyklizität des Marktes profitieren sollten. Damit stützen unsere Analysen die Hypothese, dass sich eine Erhöhung eines Engagements in Private-Equity-Co-Investmentfonds in Erwartung einer Erholung nach der COVID-Krise als attraktiv erweisen sollte.

Einführung

Private-Equity-Co-Investments sind Möglichkeiten, an der Seite von Private-Equity-Sponsoren (auch bekannt als General Partner ("GPs")) direkt in ein Unternehmen zu investieren, das von diesem GP erworben wird. Co-Investments sind in der Regel eher passiver Natur,

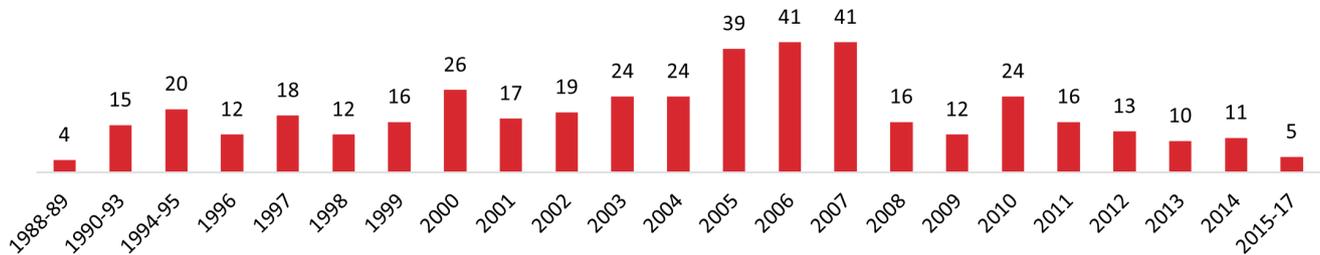
wobei der GP die Investition im Namen der Co-Investoren steuert. Co-Investments sind in den letzten Jahren besonders populär geworden, da institutionelle Investoren versucht haben, ihre Allokationen in Private Equity zu erhöhen, wenn auch mit einem Fokus auf eine Reihe von bevorzugten GPs. Durch Co-Investments an der Seite dieser leistungsstarken GPs kann dieses Ziel erreicht werden und die Renditen können attraktiv sein, nicht zuletzt, weil die GPs in der Regel keine jährlichen Gebühren oder Carried Interest für Co-Investments berechnen.

Dieser Artikel untersucht die empirische Forschung von Capital Dynamics zur Performance von Private-Equity-Co-Investments über die letzten Wirtschaftszyklen und vergleicht die Performance von Co-Investments mit der Performance von Private-Equity-Buyout-Transaktionen im Allgemeinen über dieselben Wirtschaftszyklen. Im Jahr 2015 schätzte Cambridge Associates, dass Co-Investments 5 % der Private-Equity-Aktivitäten ausmachten². Heute liegt diese Zahl wahrscheinlich eher bei 15 %³, Tendenz steigend.

Datensatz

Um diese Untersuchung durchzuführen, hat Capital Dynamics einen Datensatz von 435 vollständig realisierten Co-Investment-Buyout-Transaktionen zusammengestellt, die zwischen 1988 und 2017 getätigt wurden. Dieser Zeitraum umfasst die Rezession, die auf die Dotcom-Blase von 1998 bis 2000 folgte und die große Finanzkrise. Die Informationen wurden uns im Rahmen einer Fonds-Due-Diligence dieser Sponsoren zur Verfügung gestellt. Diese umfassten auch Daten von GPs, bei denen das Unternehmen letztlich keine Investition tätigte. Während frühere akademische Untersuchungen^{4,5} auch nicht realisierte Investitionen und Venture-Co-Investments einbezogen haben, beschränkte sich die Analyse von Capital Dynamics auf vollständig realisierte Buyout-Transaktionen, einschließlich solcher, die vollständig abgeschlossen wurden. Die Daten umfassen Co-Investment-Transaktionen, die von 35 unterschiedlichen GPs in Europa (53% der Transaktionen), den USA (44%) und Asien (3%) geleitet wurden. Von den 435 Transaktionen wurden 91 (21 %) im Jahr 2009 oder später, also nach der großen Finanzkrise, abgeschlossen, wie in Abbildung 1 unten dargestellt.

Abbildung 1: Realisierte Co-Investment-Buyout-Transaktionen nach Investitionsjahr (Anzahl)



Vergleichsdaten für Buyout-Transaktionen wurden den Investment Level Benchmarks von Cambridge Associates entnommen, Stand: 31. März 2020

Gesamtergebnis

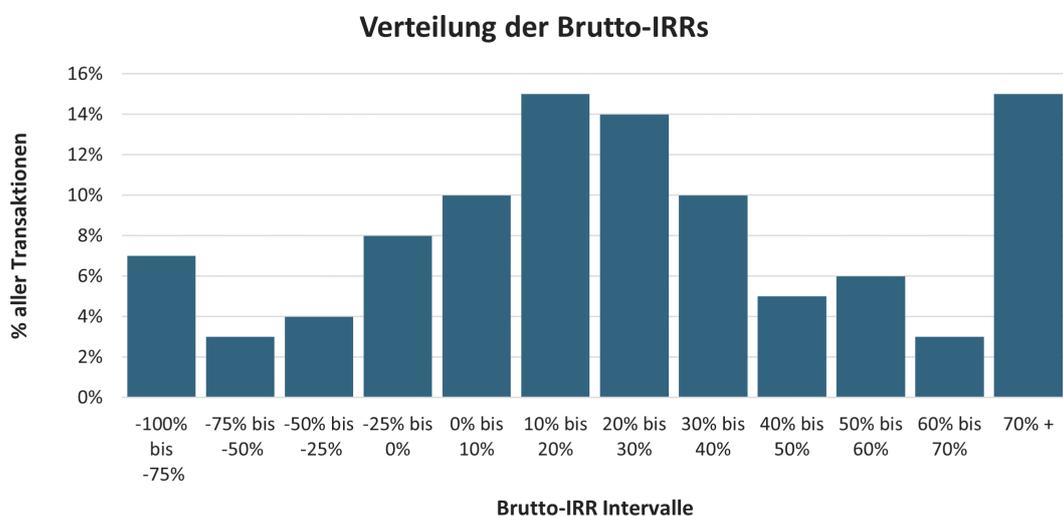
Nicht ganz unerwartet, variierte die Performance der Transaktionen im Datensatz erheblich. Über 80 Co-Investitionen (18 % der Stichprobe) erzielten einen Brutto-Multiplikator des investierten Kapitals ("MoIC") von über 4x, während etwa 22 % weniger als die Kosten erzielten. Der mittlere MoIC lag bei 2,9x, während die mittlere Brutto-Rendite (IRR) bei 26 % lag. Interessanterweise übertreffen die mittleren Renditen den Median sowohl beim MoIC als auch beim IRR. Die Rechtslastigkeit ist bedeutend, wobei die obersten 15 % der Stichprobe eine Brutto-IRR von 70 % oder mehr erwirtschafteten, was darauf hindeutet, dass eine intelligente Portfoliokonstruktion und ein breiter Zugang zum Dealflow entscheidend sind. Diese Ergebnisse stimmen mit denen anderer Forscher wie Braun, Jenkinson und Schemmerl, die oben zitiert wurden, überein.

Eine Zusammenfassung der Gesamtergebnisse und der Verteilung der Renditen ist in Abbildung 2 und Abbildung 3 unten dargestellt.

Abbildung 2: Zusammenfassung der Performance von Transaktionen aus der Stichprobe

| | Mittelwert | Oberes Quartil | Median | Unteres Quartil | % unter Investmentkosten |
|-------------|------------|----------------|--------|-----------------|--------------------------|
| Brutto-IRR | 26.35% | 47.76% | 21.82% | 3.31% | 22% |
| Brutto-MoIC | 2.92x | 3.49x | 2.32x | 1.25x | 22% |

Abbildung 3: Histogramm der Renditen der Transaktionen aus der Stichprobe (Brutto-IRR)

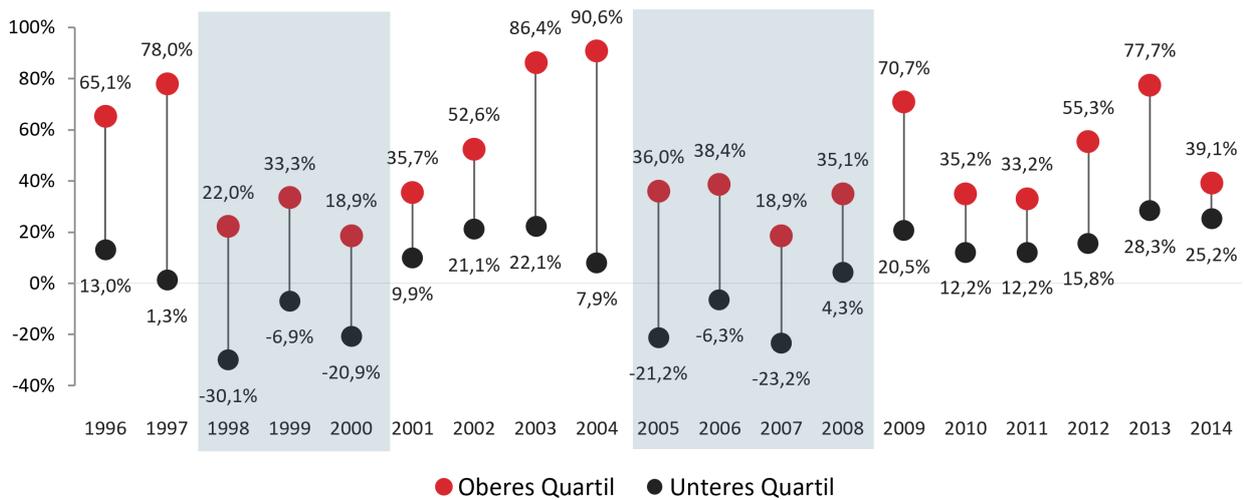


Co-Investment-Performance über Zyklen

Die Analyse der Renditen über den Zeitraum zeigte, dass die Co-Investment-Performance zyklisch (aber nicht unbedingt prozyklisch) ist. Co-Investments, die zu zyklischen Spitzenzeiten getätigt wurden (1998-2000 und 2005-2008, jeweils schattiert in Abbildung 4

unten), schnitten im Vergleich zu den durchschnittlichen Renditen über den gesamten Zeitraum schlechter ab, während Co-Investments nach der Krise (2001-2004 und 2009-2013) eine Outperformance erzielten und sogar die unteren Quartile positive Renditen aufwiesen.

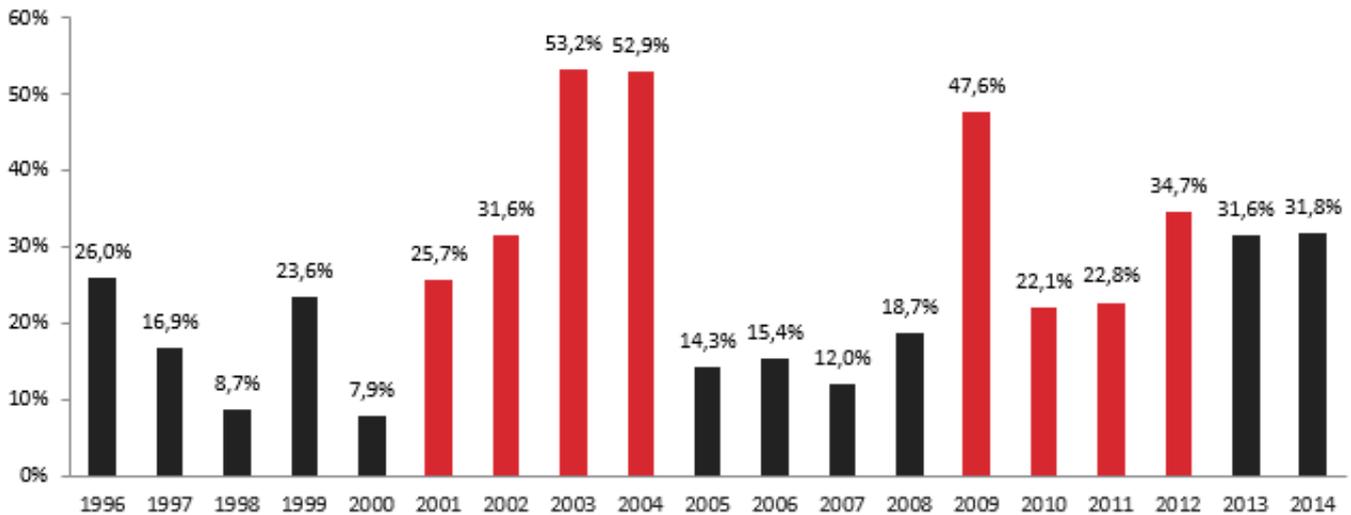
Abbildung 4: Brutto-IRR-Verteilung nach Investitionsjahr



Die vertikalen Linien zeigen den Interquartilsbereich Jahr für Jahr, gemessen an der Brutto-Rendite. Es wird deutlich, dass die Renditen in den Perioden der erhöhten wirtschaftlichen Aktivität, während der Dotcom-Blase und vor der Finanzkrise (die schattierten Regionen in Abbildung 4 oben), generell schlecht waren. Nach jeder dieser Perioden kam es jedoch zu einer wesentlichen Verbesserung der Renditen. Bemerkenswert ist die Performance der Co-Investments im unteren Quartil der Stichprobe, was darauf hindeutet, dass Investitionen, die in den Perioden nach der Krise getätigt wurden, eine deutlich geringere Chance haben, Verluste zu erwirtschaften. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Performance von Co-Investments erwartungsgemäß zyklisch ist.

Die in Abbildung 5 dargestellten Medianrenditen für jedes Jahr veranschaulichen diesen Performance-Trend nach der Krise sehr viel deutlicher, mit einer besonders starken Performance in den Jahren mit positivem Wirtschaftswachstum nach wirtschaftlichen Abschwungphasen (rot dargestellt). Die Daten zeigen, dass der Bruttomedian der Performance in den vier Jahren nach dem Ausbruch der Finanzkrise bei über 20 % IRR lag und in ähnlicher Weise bei über 25 % in den vier Jahren nach dem Platzen der Dotcom-Blase.

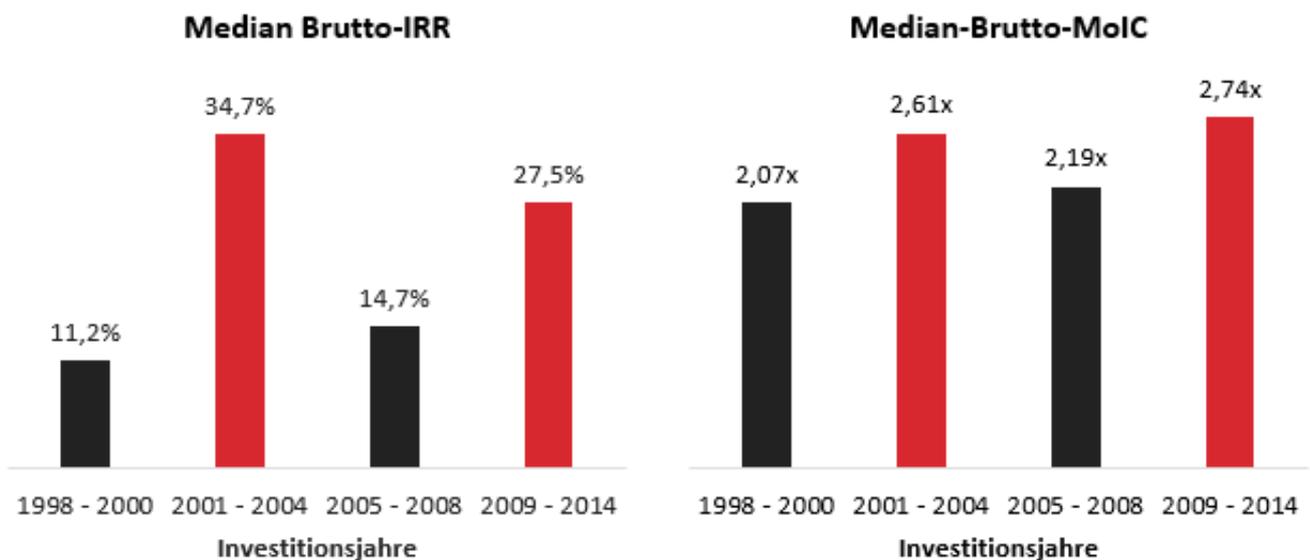
Abbildung 5: Bruttomedian der Co-Investmentrenditen nach Investitionsjahr (IRR)



Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Brutto-Renditen von Co-Investments (ausgedrückt als IRR und MoIC), die in Zeiten nach Wirtschaftskrisen getätigt wurden, deutlich besser abschneiden (siehe Abbildung 6 unten). Die Auswirkung auf die Brutto-IRR scheint größer zu sein als auf die MoIC, was mit ziemlicher Sicherheit auf die längeren Haltedauern der Investitionen vor der Krise zurückzuführen

ist. Die Differenz zwischen den Zeiträumen vor und nach der Krise in Bezug auf den MoIC ist in beiden Fällen mit 0,55 fast identisch. Dies impliziert, dass ein nach einer Krise getätigtes Co-Investment ein um 0,55x höheres MoIC über einen kürzeren Zeitraum erwirtschaften sollte, als ein ähnliches Co-Investment, das vor der Krise getätigt wurde.

Abbildung 6: Mediane Bruttorenditen von Co-Investments nach Investitionszyklus

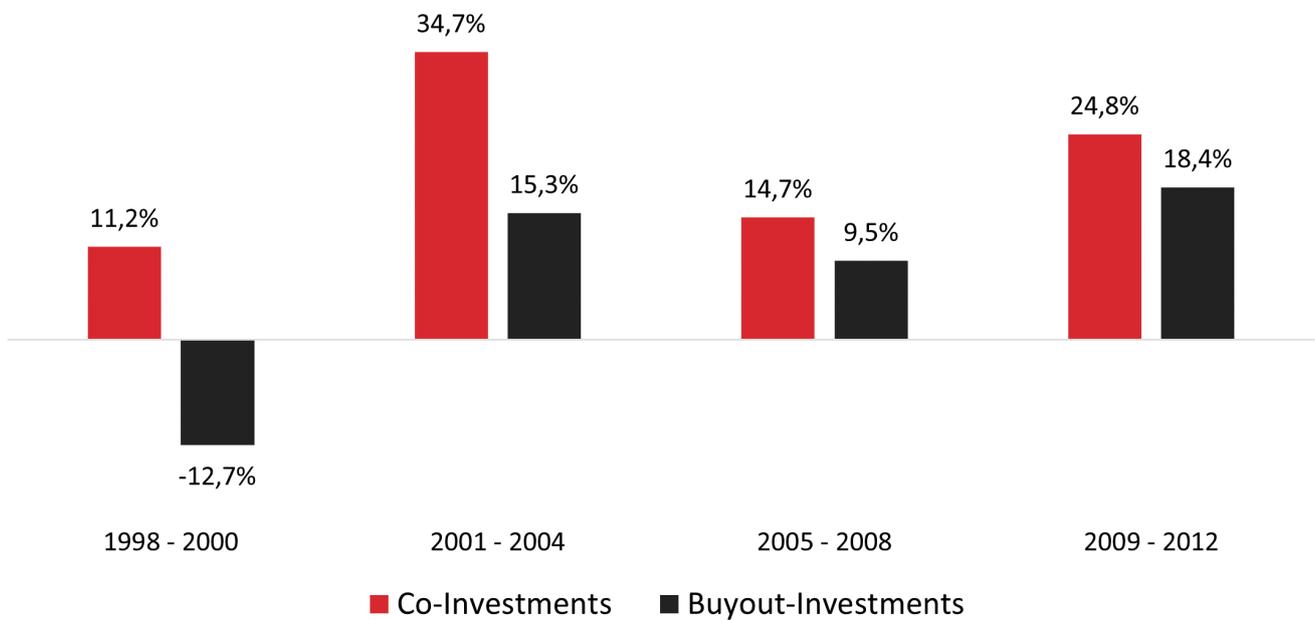


Vergleichende Co-Investment-Renditen über Zyklen

Um die Prozyklizität zu testen (d. h., ob Co-Investments zyklischer sind als Private-Equity-Buyout-Investments im Allgemeinen), verglich Capital Dynamics den Datensatz mit den Brutto-IRR (Median) für dieselben Zeiträume aus den Benchmark-Statistiken für Private-Equity-Transaktionen von Cambridge Associates, Stand 31. März 2020. Der Vergleich zeigt, dass Co-Investments alle Buyout-Transaktionen, einschließlich derjenigen, die nicht als Co-Investments angeboten wurden, für alle im Datensatz erfassten Zeiträume übertrafen; in den Zeiträumen nach der Krise war die Outperformance besonders hoch.

Die in Abbildung 7 dargestellten Daten zeigen, dass Co-Investments nach der Krise generell besser abschnitten als Buyouts, und zwar um fast 20 % nach dem Platzen der Dotcom-Blase und um über 6 % in den Jahren nach dem Ausbruch der großen Finanzkrise. Diese Daten zeigen auch eine Outperformance von Co-Investments in der Zeit vor der Krise, wenn auch weniger deutlich in der Zeit vor dem Ausbruch der großen Finanzkrise. Dies deutet darauf hin, dass Co-Investments möglicherweise nur in den Zeiträumen nach der Krise prozyklisch sind und nicht über den gesamten Konjunkturzyklus im Allgemeinen.

Abbildung 7: Vergleich der Medianrenditen von Co-Investments gegenüber Buyout-Transaktionen im Allgemeinen

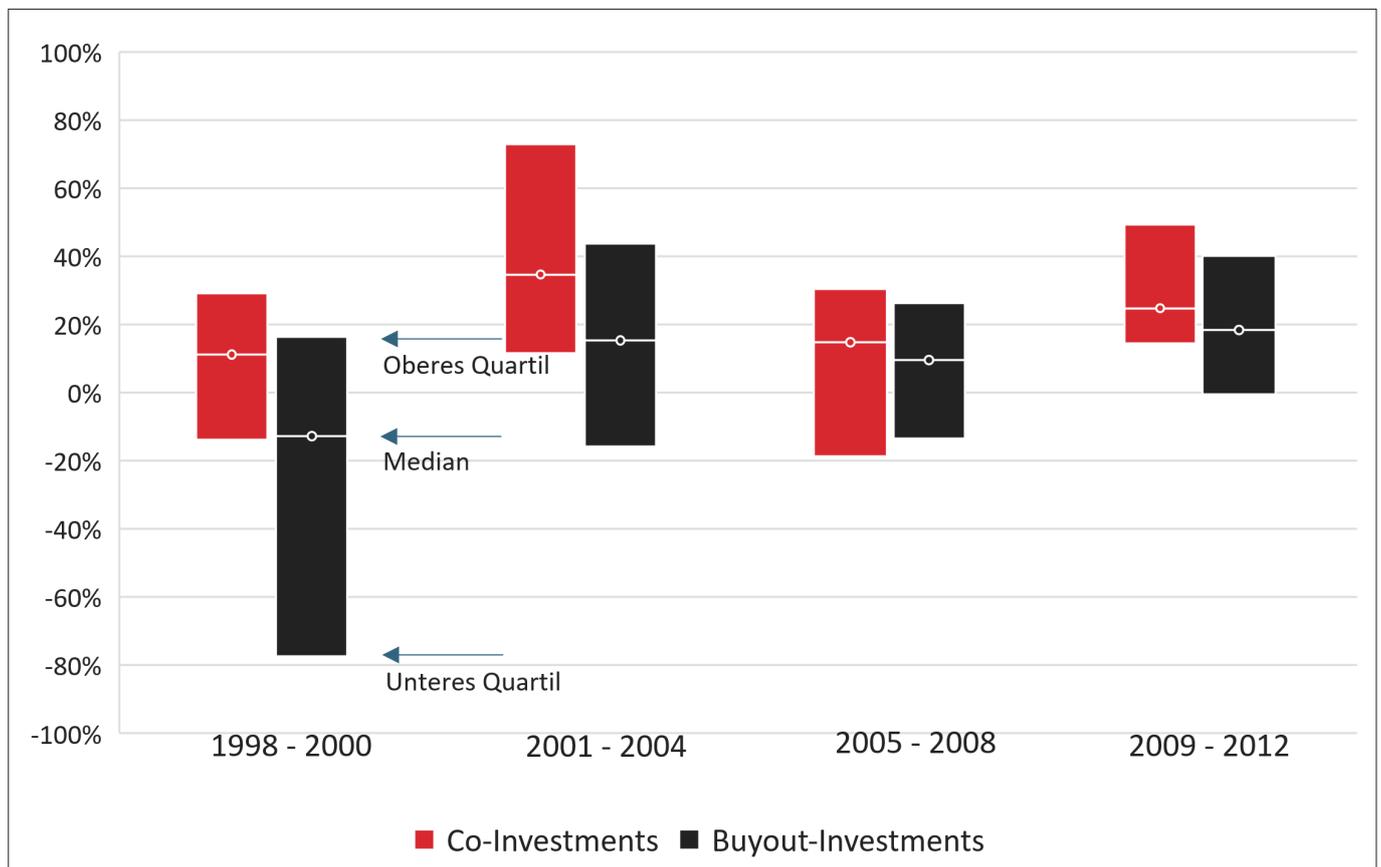


Anmerkung: Buyout-Transaktionen sind US-Private-Equity-Deals aus den Investment Level Benchmarks von Cambridge Associates, Stand: 31. März 2020. Zur Ermittlung der Quartilsrenditen der Marktbenchmarks wurde ein gewichteter Durchschnitt über die Investitionsjahre verwendet. Die vergangene oder prognostizierte Performance ist kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse. Die Renditen für 2013-2014 von US-Private-Equity-Deals aus den Investment Level Benchmarks von Cambridge Associates wurden nicht verwendet, da die Wahrscheinlichkeit größer ist, dass solche Deals nicht realisiert wurden und daher nicht vollständig mit den realisierten Renditen von Co-Investment-Deals vergleichbar sind.

Dieses Ergebnis ist vielleicht etwas überraschend, wenn man bedenkt, dass frühere akademische Arbeiten⁶ darauf hinzudeuten scheinen, dass "der Vergleich zwischen Co-Investitionen und anderen Private Equity Transaktionen [die nicht für Co-Investitionen angeboten werden] keine Anzeichen für Selektionsverzerrungen, weder positiv noch negativ, ergab". Diese Forschung kam jedoch zu dem Schluss, dass Portfolios aus Co-Investments aufgrund geringerer Kosten bessere Renditen erzielen könnten - "...wir zeigen, dass relativ kleine [simulierte] Portfolios aus 10 Buy-Out- [Co-Investment-] Deals im Durchschnitt die Renditen [konventioneller] Fonds nach Abzug von Gebühren und Kosten übertreffen."

Weitere Analysen sind erforderlich, um die relative Performance des Datensatzes im Vergleich zu den Daten von Cambridge Associates zu verstehen. Es könnte eine gewisse Verzerrung bei der Auswahl bestehen, da unser Unternehmen in der Regel eine Due-Diligence-Prüfung von Managern mit höherer Performance vornimmt. Eine solche Verzerrung sollte jedoch die Schlussfolgerungen dieser Studie nicht entkräften, sondern könnte den Unterschied in der relativen Performance übertreiben.

Abbildung 8: Brutto-IRR-Streuung (%) vor und nach der Dotcom-Blase und dem GFC



Auffallend ist, dass der Datensatz zeigt, dass Co-Investments aus dem obersten Quartil ihre Vergleichsgruppe der Buyout-Investments aus dem obersten Quartil übertreffen, oft sogar deutlich. Tatsächlich zeigt ein Vergleich der Streuung der Renditen vor und nach der Dotcom-Blase und der GFC (siehe Abbildung 8 oben), dass die Renditen von Co-Investments häufig eine geringere Streuung aufweisen, was darauf hindeutet, dass Co-Investments im Vergleich

zu Buyout-Investments im Allgemeinen weniger anfällig für Zyklizität sind und in fast allen Zeiträumen höhere Bruttorenditen über alle Quartile hinweg erzielen. Dieses Ergebnis unterstützt frühere Untersuchungen von Capital Dynamics⁷, die zu dem Schluss kommen, dass Portfolios aus Co-Investments bessere Risiko-Rendite-Eigenschaften aufweisen, als Buyout-Portfolios im Allgemeinen.

Fazit

Co-Investments sind nach wie vor eine kleine, aber wachsende Untergruppe der Private-Equity-Anlageklasse, denn nur schätzungsweise 15 % der Buyout-Transaktionen werden für Co-Investments angeboten. Die Untersuchungen von Capital Dynamics kommen jedoch zu dem Schluss, dass Co-Investments im Vergleich zu anderen Private-Equity-Anlagen häufig eine geringere Streuung vom Median aufweisen. Durch die Einbeziehung unserer intelligenten Portfoliokonstruktion wird die Streuung noch weiter reduziert. Der Capital Dynamics zur Verfügung stehende Datensatz zeigt, dass die Renditen von Co-Investments die von Buyouts im Allgemeinen (letztere aus den Benchmark-Statistiken für Private-Equity-Transaktionen von Cambridge Associates) in fast allen Quartilen während der letzten beiden großen Wirtschaftszyklen übertrafen. Darüber hinaus war diese Outperformance gegenüber anderen Private-Equity-Investments in den Zeiten nach der Krise am größten. Vor allem aber zeigt die Untersuchung, dass Co-Investments nach einer Krise stets besser abgeschnitten haben als Buyouts im Allgemeinen, was die Brutto-IRRn im unteren, mittleren und oberen Quartil betrifft. Dies deutet darauf hin, dass Co-Investments in Abschwungphasen zwar eine geringere Prozyklizität aufweisen, Investoren aber während und nach Krisen überproportional von der Prozyklizität des Marktes profitieren sollten. Die Untersuchung stützt die Hypothese, dass sich eine Erhöhung des Engagements in Private-Equity-Co-Investmentfonds in Erwartung einer Erholung nach der COVID Krise als attraktiv erweisen sollte.

Übersetzt aus dem Englischen.

Copyright © 2021 by Capital Dynamics Holding A G. Alle Rechte vorbehalten.

Autoren:



Andrew Beaton
*Senior Managing Director,
San Francisco*



David Smith
*Senior Managing Director,
London*



Kairat Perembetov
*Principal, Research,
Zug*

Ansprechpartner:



Klaus Gierling
*Managing Director, Head of
Business Development,
DACH & Benelux
Tel.: +49 89 2000 418 13
E-Mail: kgierling@capdyn.com*



Markus Langner
*Managing Director, Business
Development,
DACH & Netherlands
Tel.: +49 89 2000 418 14
E-Mail: mlangner@capdyn.com*

¹ Fang, Lily, Ivashina, Victoria und Lerner, Josh, The disintermediation of financial markets: Direct investing in private equity (2015).

² Making Waves: The Cresting Co-Investment Opportunity, Andrea Auerbach et al, Cambridge Associates (2015).

³ Capital Dynamics' Schätzung

⁴ Braun, Reiner, Jenkinson, Tim und Schemmerl, Christoph, Adverse Selection and the Performance of Private Equity Co-investments (2016).

⁵ Fang, Lily, Ivashina, Victoria and Lerner, Josh, The disintermediation of financial markets: Direct investing in private equity (2015).

⁶ Braun, Reiner, Jenkinson, Tim und Schemmerl, Christoph, Adverse Selection and the Performance of Private Equity Co-investments (2016).

⁷ Private Equity Co-investment Funds - A Comparison of Risks and Returns, Andrew Beaton und Patrick McCauley, Capital Dynamics, (Februar 2020).

Haftungsausschluss

"Capital Dynamics" umfasst die Capital Dynamics Holding AG und die mit ihr verbundenen Unternehmen.

Die hierin enthaltenen Informationen dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch ein Verkaufsangebot oder eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren dar und dürfen nicht als solche angesehen werden. Ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung erfolgt gemäß einem von Capital Dynamics zur Verfügung gestellten Privatplatzierungsmemorandum. Niemand ist befugt, eine andere als die hierin enthaltene Aussage über die hierin enthaltenen Informationen zu machen, und auf eine solche Aussage, falls sie gemacht wurde, darf man sich nicht verlassen. Dieses Dokument ist streng vertraulich, nur für die Person bestimmt, an die es adressiert ist, und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Capital Dynamics weder ganz noch teilweise (ob in elektronischer oder gedruckter Form) an andere Personen als den autorisierten Empfänger gezeigt, reproduziert oder weiterverteilt oder für einen anderen als den autorisierten Zweck verwendet werden.

Der Rezipient sollte den Inhalt dieses Dokuments nicht als Rechts-, Steuer-, Buchhaltungs-, Anlage- oder sonstige Beratung auslegen. Jeder Anleger sollte seine eigenen Erkundigungen einziehen und seine Berater in Bezug auf alle rechtlichen, steuerlichen, finanziellen und sonstigen relevanten Angelegenheiten im Zusammenhang mit einer Anlage in einen Fonds oder ein anderes Anlageinstrument konsultieren. Capital Dynamics berät seine Kunden nicht in steuerlichen Angelegenheiten. Dieses Dokument ist nicht dafür gedacht oder geschrieben, und es kann von keinem Steuerzahler zum Zweck der Vermeidung von Strafen verwendet werden, die dem Steuerzahler gemäß den Steuergesetzen der jeweiligen Person auferlegt werden können. Bundes- und einzelstaatliche Steuergesetze sind komplex und ändern sich ständig. Der Empfänger sollte immer einen Rechts- oder Steuerberater zu Rate ziehen, um Informationen über seine individuelle Situation zu erhalten.

Bei der Erwägung alternativer Anlagen, wie Private-Equity-Fonds, sollte der Empfänger verschiedene Risiken in Betracht ziehen, einschließlich der Tatsache, dass einige Fonds: eine Hebelwirkung einsetzen und ein erhebliches Maß an Spekulation betreiben können, was das Risiko eines Anlageverlusts erhöhen kann; illiquide sein können; gesetzlich nicht verpflichtet sind, den Anlegern regelmäßige Preis- oder Bewertungsinformationen zur Verfügung zu stellen; komplexe Steuerstrukturen und Verzögerungen bei der Verteilung wichtiger Steuerinformationen beinhalten können; und oft hohe Gebühren verlangen, und in vielen Fällen sind die zugrunde liegenden Anlagen nicht transparent und nur dem Anlageverwalter bekannt. Jede derartige Anlage birgt erhebliche Risiken, einschließlich des Risikos, dass ein Anleger seine gesamte Anlage verliert.

Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich jeder Empfänger mit dem Vorstehenden einverstanden und verpflichtet sich, das Dokument auf Anfrage unverzüglich an Capital Dynamics zurückzusenden.

Augen auf bei der Partnerwahl

Jakob Schramm, Managing Director, Golding Capital Partners

Seit einigen Jahren ist die Anlageklasse Private Equity bei institutionellen Investoren stärker in den Fokus gerückt, nicht zuletzt wegen des anhaltenden Niedrigzinsumfelds. Gerade in Krisenzeiten beweisen Private Equity Investments einmal mehr ihre Daseinsberechtigung in der strategischen Asset Allocation eines institutionellen Portfolios. Neben den klassischen Zugangswegen über Primary- und Secondary Investments wählen institutionelle Investoren zunehmend Co-Investments für ihre Private Equity Allocation. Dafür gibt es gute Gründe, jedoch auch einige nicht zu unterschätzende Herausforderungen. Wie so oft im Leben kommt der Wahl des richtigen Partners auch bei Co-Investments eine ganz besondere Bedeutung zu.

Co-Investments, also Beteiligungen an bereits identifizierten Transaktionen an der Seite eines bestehenden Fonds, bieten verschiedenste Vorzüge. Zunächst ermöglichen sie Investoren große Flexibilität und unmittelbaren Einfluss bei dem Aufbau ihres Private Equity-Portfolios. Denn im Gegensatz zu dem typischen Blindpool eines klassischen Private Equity Fonds kann der Investor hier direkt die Auswahl der einzelnen Investments, die Investitionsgeschwindigkeit, die Portfoliogewichtung, die Branchenmischung und weitere Faktoren steuern. Ein durchaus attraktiver Vorteil ist, dass bei Co-Investments häufig wesentlich niedrigere Kosten anfallen als bei Direktfonds, da diese typischerweise auf den Co-Investmentanteil entfallen. Zudem können Co-Investments helfen, den für alternative Anlageklassen typischen Effekt der J-Kurve zu reduzieren, da oftmals der Kapitaleinsatz schneller erfolgt und die Laufzeit kürzer ist.

Doch neben all diesen Vorzügen bergen Investitionen in Co-Investments durchaus auch Risiken und stellen Investoren vor operative Herausforderungen. Die erfolgreiche Umsetzung einer Co-Investmentstrategie bedarf daher Erfahrung, etablierter Prozesse und ausreichender Ressourcen.

Drum prüfe, was sich (ewig) bindet

Bei einem potenziellen Co-Investment ist es enorm wichtig, dass neben der eigentlichen Transaktion vor allem der Partner, also der Zielfonds, an dessen Seite sich der Investor beteiligen will, sorgfältig geprüft und ausgewählt wird. Denn im Vergleich zu einem Direktinvestment ist für Co-Investments charakteristisch, dass der Partner die Transaktion kontrolliert. Folglich trägt der Fondsmanager einen ganz wesentlichen Beitrag zur Entwicklung des Investments bei.

Dass ein Fondsmanager eine entscheidende Rolle spielt, verdeutlicht auch der Blick auf die typische Wertschöpfungskette einer Private Equity-Transaktion, die sich in drei Phasen einteilen lässt. Dies sind:

Phase 1: Kauf inklusive Finanzierung des Unternehmens

Phase 2: Betreuung und Entwicklung des Unternehmens

Phase 3: Verkauf des Unternehmens

Da der Investor jedoch ab Phase 2 nur noch als „Beifahrer“ des Fondsmanagers fungiert, wird deutlich, warum die Wahl des richtigen Fondsmanagers so entscheidend ist.

Qualität des Fondsmanagers

Bei der Bewertung der Qualität eines Fondsmanagers sind zunächst einmal Faktoren wie ein erfahrenes Team, ein gutes Netzwerk und ein aussagekräftiger Track Record grundlegend. Hinzu kommen Faktoren, die den Fondsmanager dazu motivieren, das der Transaktion zugrundeliegende Unternehmen weiter entwickeln zu wollen. Besonders wertvoll ist, wenn der Fondsmanager das Zielunternehmen im Detail und bereits längerfristig kennt. Dies reduziert erheblich das Risikopotenzial einer Transaktion.

Ein Investor sollte grundsätzlich nur mit einem Fondsmanager arbeiten, den er auch für ein Primary-Investment in Betracht ziehen würde. Hilfreich dabei ist, wenn der Investor bereits ein bestehendes Portfolio an Fondsbeteiligungen und darüber hinaus ein breites Netzwerk an Fondsmanagerbeziehungen hat.

Für die Prüfung eines Co-Investments bleibt dem Investor oftmals nur ein enges Zeitfenster. Die gleichzeitige Prüfung des Fondsmanagers und der eigentlichen Transaktion innerhalb dieses knappen Zeitrahmens kann herausfordernd sein. Umso einfacher ist der Prozess, wenn der Fondsmanager dem Investor bereits gut bekannt ist.

Dennoch sollten Investoren nicht nur mit Fondsmanagern arbeiten, mit denen bereits Investments getätigt wurden. Dies würde einen signifikanten Teil eines potenziell attraktiven Dealflows abschneiden, denn typischerweise sind vor allem selektive Investoren nicht bei allen „investierbaren“ Fondsmanagern beteiligt, sei es aus Portfoliokonstruktionsgründen oder weil die Hürde für eine Primary-Beteiligung noch etwas höher liegt als für die Zusammenarbeit bei einem Co-Investment.

Aktives Sourcing und das richtige Netzwerk sind das A und O einer jeden erfolgreichen Investmentstrategie. Um von einer möglichst großen Auswahl und einem breiten Spektrum an Investment-Opportunitäten Kenntnis zu erlangen, ist ein aktives Sourcing durch den stetigen Austausch mit Fondsmanagern, anderen Investoren und

weiteren Industrieteilnehmern unerlässlich. Der Markt ist weit und die Investitionsmöglichkeiten vielfältig. Es mag durchaus ambitioniert erscheinen, den gesamten Co-Investment-Markt abdecken zu wollen, dennoch sollte es sich ein Investor zum Ziel machen, so viele Investmentopportunitäten wie möglich zu sichten.

Doch entscheidend ist natürlich die Qualität der Opportunitäten. Deshalb muss sich der Investor erfolgreich als präferierter Partner präsentieren. Er sollte nicht in der Situation sein, dass er für einen Fondsmanager nur zweite Wahl ist und ihm ein Co-Investment erst dann angeboten wird, wenn andere Co-Investoren es bereits abgelehnt haben. Dabei spielen vor allem bestehende Beziehungen mit Fondsmanagern und die Reputation bei der Umsetzung von vorangegangenen Co-Investments eine wichtige Rolle. Fondsmanager werden vorrangig zuerst Bestandsinvestoren oder Investoren, die sie bereits gut kennen, ansprechen. Neben einer bestehenden Beziehung ist für den Fondsmanager auch entscheidend, ob der Investor in der Vergangenheit bereits bewiesen hat, dass er Co-Investments erfolgreich und verlässlich managen kann.

Strategiekonforme Transaktion

Wenn ein präferierter Fondsmanager ein attraktives Co-Investments anbietet, gilt es zu prüfen, ob die angestrebte Transaktion zu der Strategie und Erfahrung des Fondsmanagers passt. Häufig sind die als Co-Investment angebotenen Transaktionen größer als die Unternehmen, in die ein Fondsmanager typischerweise investiert – daher

auch die Notwendigkeit, zusätzliches Kapital einzuwerben. Allerdings muss die Größe der Transaktion an sich kein Problem sein, wie eine empirische Studie zu Adverser Selektion von Jenkinson, Braun, Schemmerl (TUM/Oxford University)¹ zeigt. Demnach sind Co-Investments zwar im Durchschnitt größer, jedoch findet sich kein Zusammenhang zwischen Größe des Investments und seiner Rendite.

Aber neben der Größe sind noch weitere Faktoren zu berücksichtigen, wie die Region, der Industriesektor, die Wertsteigerungsstrategie etc. Eine grundsätzlich attraktive Transaktion an der Seite eines generell guten Fondsmanagers kann dennoch erhebliche Risiken mit sich bringen, wenn sie nicht dem Erfahrungsschatz und Profil des Fondsmanagers entspricht. So besitzt beispielsweise ein Fondsmanager, der vor allem Erfahrung mit kostenorientierten Investmentstrategien im Industriesektor hat, in den meisten Fällen nicht die richtige Expertise und die richtigen Tools, um ein potenziell sehr attraktives Softwareunternehmen mit einem starken Wachstumsprofil zu seinem vollen Potenzial zu bringen.

Partnerschaft auf Augenhöhe - Interessengleichheit

Wichtig für eine gute Partnerschaft ist, dass beide Partner sich auf Augenhöhe begegnen und dieselben Interessen verfolgen. Deshalb muss der Investor immer genau verstehen, ob die Interessengleichheit mit dem Fondsmanager gewahrt ist. Dabei gibt es mehrere Aspekte zu beachten.

Der Fondsmanager - ein wesentlicher Treiber des Investmenterfolgs bei Co-Investments



Fondsmanager

Qualität des Fondsmanagers

„Wäre die Zeichnung eines Primary denkbar?“

- Ist ein Investment über diesen Fondsmanager generell denkbar (Team, Strategie, Leistungsbilanz, Konditionen)?
- Wurde der letzte/aktuelle Fonds gezeichnet? Wenn nicht, sind die Absagegründe adressiert?

Strategiekonforme Transaktion

„Ist der Fondsmanager der richtige Käufer?“

- Passt die Transaktion zur Strategie des Fondsmanagers?
- Sind Strategieabweichungen (z.B. Region oder Unternehmensgröße) durch andere Aspekte mehr als ausgewogen?

Interessengleichheit

„Hat der Fondsmanager die gleichen Interessen?“

- Kauft der Fonds zu den gleichen Konditionen ein?
- Gibt es andere Beweggründe für die Transaktion (z.B. Vorziehen Fundraising)?
- Hat die Transaktion die angemessene Bedeutung für den Fondsmanager?

Quelle: Golding Capital Partners

¹ vgl. Adverse Selection and the Performance of Private Equity Co-Investments, Reiner Braun Technical University of Munich (TUM), Germany / Tim Jenkinson Said Business School, Oxford University, UK / Christoph Schemmerl Technical University of Munich (TUM), Germany)

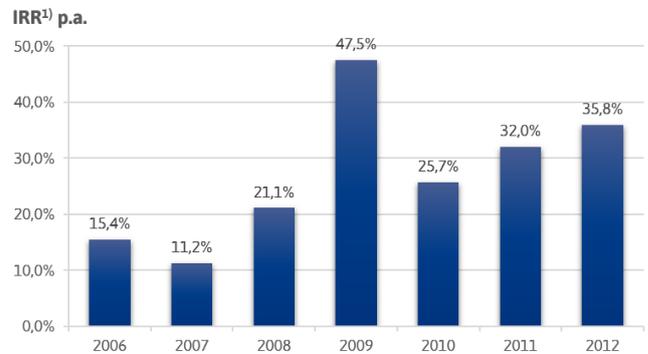
Allem voran muss gewährleistet sein, dass der Investor zu den gleichen Konditionen an der gleichen Stelle in der Kapitalstruktur wie der Fondsmanager investiert. Sonst könnte es passieren, dass der Fondsmanager im Falle einer Restrukturierung seine eigenen Interessen (und die seiner Fondsinvestoren) über die des Co-Investors stellen muss. Zusätzlich sollte der Investor genau verstehen, wie die Transaktion in die Portfoliokonstruktion des Fondsmanagers passt. Es sollte sichergestellt sein, dass das Investment groß genug ist, um die notwendige Aufmerksamkeit zu erhalten. Zudem sollte bekannt sein, in welchem Stadium sich der investierende Fonds befindet. Hat ein Fondsmanager z. B. über einen längeren Zeitraum kein Investment getätigt, kann die zunehmende Erwartungshaltung seitens seiner Investoren ihn dazu verleiten, die Hürde für ein Neuinvestment zu senken. Befindet sich der Fondsmanager eher am Ende seiner Investmentperiode, kann es sein, dass er eine neue Transaktion vor allem deshalb abschließt, um seinen Fonds voll zu investieren und anschließend das nächste Vehikel aufsetzen zu können. Eine Herausforderung, aber gleichzeitig auch eine Chance von Co-Investments ist es, dass solche Transaktionen potenziell vermieden werden können.

In guten wie in schlechten Zeiten

Gerade im derzeitigen Marktumfeld agieren viele Investoren verhalten und gehen neue Verpflichtungen nur mit größter Vorsicht ein. Statistiken zum Fundraising von Private Equity Fonds zeigen, dass üblicherweise während und nach einer Krise weniger Kapital eingesammelt wird. In einem Marktumfeld, in dem Kapital knapper ist, müssen Fondsmanager häufig auf andere Kapitalquellen als ihre eigenen Fonds zurückgreifen. Typischerweise nimmt der Dealflow von Co-Investments in solch einer Situation eher zu. Die größere Kontrolle über das einzelne Investment bedeutet, dass der Investor Co-Investments schneller stoppen kann, als eine bereits bestehende Zusage zu einem Fonds

Erfahrene Investoren wissen jedoch, dass gerade die Jahre direkt nach dem Tiefpunkt einer Krise die erfolgreichsten sein können. Viele Fondsmanager und Investoren zitieren in diesem Zusammenhang die Returndaten der großen öffentlich zugänglichen Fondslevel-Datenbanken. Diese zeigen, dass Fonds, die nach einer Krise aufgelegt wurden besonders attraktive Renditen erwirtschaften. Fonds investieren allerdings immer über eine Zeitspanne von mehreren Jahren. Die erwirtschafteten Renditen eines in 2009 aufgelegten Fonds setzen sich typischerweise aus Investments über mehrere Jahre hinweg zusammen.

Rendite aller realisierten Transaktionen pro Investitionsjahr



¹⁾ IRR = Internal Rate of Return (Interne Zinsfußmethode)

Quelle: Golding Capital Partners Transaktionsdatenbank; 1.768 zugrundeliegende Transaktionen

Golding kann auf Basis seiner proprietären Deal-Datenbank nicht nur Fondsrenditen, sondern auch darunterliegende Deal-Renditen analysieren. Eine detaillierte Analyse zeigt, dass vor allem Transaktionen im Deal-Jahrgang direkt nach der Krise die deutlichste Outperformance und bessere Renditen zeigen als direkte Krisenjahrgänge oder spätere Jahrgänge erzielen konnten.

Fazit

In der Summe ergibt sich, dass für Investoren, die an den potenziell sehr attraktiven Renditen nach einer Krise partizipieren und trotzdem die Kontrolle über ihren Portfolioaufbau behalten wollen, Co-Investments gerade im aktuellen Marktumfeld eine sehr attraktive Option sein können. Gute Beziehungen zu den besten Fondsmanagern, ein großes Netzwerk, ein erfahrenes Team sowie gut strukturierte und etablierte Prozesse können einen Großteil der Risiken minimieren und sind damit entscheidend für die erfolgreiche Umsetzung.

Kontakt:

Golding Capital Partners GmbH
Einsteinstraße 172
81677 München
www.goldingcapital.com



Jakob Schramm
Managing Director,
Head of US Office
Tel.: +1 212 203 0130
E-Mail:
schramm@goldingcapital.com

Wie werden sich Private Equity Investments im Covid-Umfeld entwickeln?

David Arcauz, CFA, Flexstone Partners

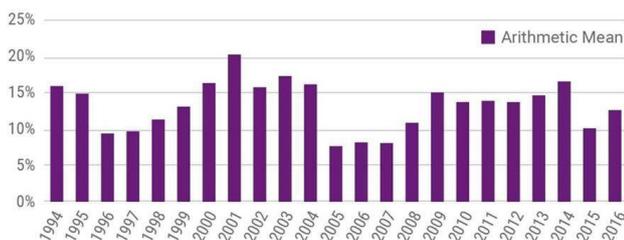
Wichtige Schlussfolgerungen:

- Besorgte Private-Equity-Anleger sollten bedenken, dass es bei Buyout-Fonds seit rund 25 Jahren kein Lancierungsjahr gab, dem es nicht gelang, durchschnittlich positive Erträge zu erzielen¹. Gleichwohl werden sich in dieser Krise nur Fonds behaupten, die gewisse Merkmale aufweisen.
- In den Co-Investment-Fonds von Flexstone ist die Fremdverschuldung der Portfoliounternehmen gering (und gleich null auf Fondsebene). In Krisenzeiten könnte sich dieser vorsichtige Ansatz auszahlen.
- Aktive Buyout-Fonds für kleine und mittlere Unternehmen haben ihre operativen Teams besser aufgestellt und greifen stärker in das Geschäft ihrer Portfoliounternehmen ein. Dank ihrer Krisenerfahrung wissen diese Spezialisten, was es zu ändern und was es zu belassen gilt. Sind die Veränderungen zu einschneidend oder wird die Strategie zu schnell angepasst, können die Maßnahmen auch einen zerstörerischen Effekt haben.

Der wirtschaftliche Schock der Pandemie ist gewaltig und könnte das weltweite BIP in nie dagewesenem Ausmaß schmälern. Dies bereitet Anlegern in allen Vermögensklassen Sorgen, und der Private-Equity-Bereich bildet da keine Ausnahme.

Die langfristige Perspektive könnte Private-Equity-Anlegern indes gewissen Trost spenden. Kurzum: Seit rund 25 Jahren gab es kein Lancierungsjahr eines Buyout-Fonds, dem es nicht gelang, im Mittel eine positive Kapitalrendite zu erzielen – ganz gleich, welche Ausmaße der Abschwung annahm. Selbst Fonds, die unmittelbar in den Jahren vor der Finanzkrise 2008 aufgelegt wurden, generierten durchschnittlich positive IRRs¹.

IRR¹ VON PRIVATE-EQUITY-FONDS SEIT AUFLEGUNG – Nettorendite für Investoren



Die vergangene Wertentwicklung ist kein Indikator für künftige Ergebnisse.

Wobei die Tatsache, dass Buyout-Fonds im Mittel stets gut abgeschnitten haben, selbstverständlich nicht bedeutet, dass dies auf jeden Fonds zutrifft. Des Weiteren sollte uns bewusst sein, dass dieser Abschwung wesentlich schwerwiegender sein könnte als die Rezessionen, deren Zeuge wir in der Vergangenheit wurden.

Die Erfolgswahrscheinlichkeit eines Fonds dürfte von bestimmten Merkmalen abhängen. Flexstone – ein Spezialist für Co-Investments in Buyout-Fonds – ist der Auffassung, dass seine Fonds dank ihrer wesentlichen Eigenschaften bestens gerüstet sind, um die aktuelle Krise zu bewältigen. Diese Eigenschaften sind:

- Akquisitionsmultiplikatoren unter dem Marktdurchschnitt
- Niedrige Fremdkapitalquote und solide Finanzierungsstruktur
- Co-Investitionen mit Fondsmanagern unter Einsatz von aktivem Management und verbesserten operativen
- Private-Equity-Partner, die auf einzelne Branchen spezialisiert sind und das tun, was sie am besten können
- Schwerpunkt auf das mittlere Marktsegment, das mehr Potenzial für Wertsteigerungen und Flexibilität über Exit-Strategien bietet
- Als Co-Investor diversifiziert Flexstone seine Portfolios über zahlreiche Sponsoren und Unternehmen hinweg

Solide Finanzen und geringe Verschuldung tragen Früchte

Infolge der weit verbreiteten Angst sind die Verbraucher- und Unternehmensausgaben in den meisten Sektoren zurückgegangen. Bei einigen ansonsten stabilen Unternehmen in gebeutelten Sektoren, wie beispielsweise Freizeit, Konsum, Reisen und Gastgewerbe, könnte eine Erholung lange auf sich warten lassen, sofern sie sich überhaupt einstellt.

Unseres Erachtens ist der Private-Equity-Buyout-Markt besser aufgestellt als liquidere Vermögenswerte, um sich durch die Krise zu navigieren. Da es keinen täglich aktuellen Marktpreis gibt, ist die Preisvolatilität geringer. Außerdem ist das Anlagekapital mehrere Jahre lang gebunden, was den zugrunde liegenden Unternehmen Zeit einräumt, sich langfristig zu erholen, anstatt nach kurzfristigen Lösungen zu suchen und damit möglicherweise Wert zu zerstören. Derzeit befasst sich eine Mehrheit der durch Private Equity gestützten Unternehmen intensiv mit dem Erhalt ihrer Liquidität. Die Folge könnten eine Inanspruchnahme revolvingender Kreditfazilitäten, eine optimierte Verwaltung des Umlaufvermögens und ein Aufschub oder eine Senkung der Mietzahlungen sein. Darüber hinaus dürften diese Unternehmen ihre Ausgaben und alle nicht notwendigen Kapitalaufwendungen einschränken und leistungsabhängige Vergütungen aussetzen oder kürzen.

Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene hat die Finanzpolitik eine zügigere und vehementere Reaktion an den Tag gelegt als zu Zeiten der großen Finanzkrise. Viele Regierungen bieten Programme für freigestellte Mitarbeiter, und einige Unternehmen qualifizieren sich für den Erhalt staatlicher Unterstützung in Form von Zuwendungen oder Darlehen. In einigen Ländern wurden die Banken aufgefordert, Privatpersonen und Unternehmen eine Aussetzung ihrer Tilgungszahlungen anzubieten.

Die Buyout-Landschaft hat sich in den Jahren seit der großen Finanzkrise weiterentwickelt, und die Manager sind gegenüber dem Einsatz von Fremdkapital zurückhaltender geworden. Die, die übermäßig auf Bewertungen und die Fremdfinanzierung setzen, stoßen im aktuellen Umfeld auf zusätzliche Schwierigkeiten.

Des Weiteren sind die Fondsmanager umsichtiger, wenn es darum geht, Geld für schwierige Zeiten zurückzubehalten. „Viele der General Partner, mit denen wir zusammenarbeiten, waren bereits im Geschäft, als Lehman Brothers zusammenbrach“, erklärt Nitin Gupta, Managing Partner im New Yorker Büro von Flexstone Partners, einer Tochtergesellschaft von Natixis Investment Managers. „Die Lektion, die sie aus der Geschichte lernten, war, genug Geld bei der Bank zu hinterlegen oder auf Notfinanzierungen zurückzugreifen, um Portfoliounternehmen bei Bedarf mehrere Monate lang über Wasser zu halten.“

Die Fremdkapitalquoten der Co-Investment-Fonds und Portfoliounternehmen von Flexstone liegen deutlich unter dem branchenüblichen Niveau. Hieraus könnten sich unter günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zwar finanzielle Nachteile ergeben; in mageren Jahren zahlt sich dieser vorsichtige Ansatz dagegen aus und versetzt die Portfoliounternehmen in die Lage, selbst massiven Rücksetzern besser zu trotzen.

In der gesamten Buyout-Landschaft stehen umfangreiche liquide Bestände, so genanntes „trockenes Pulver“, bereit, die auch als Beihilfe für Portfoliounternehmen dienlich sein werden. Laut Aussage von Gupta gilt es, dieses trockene Pulver weise einzusetzen, um die Unternehmensbilanzen zu stärken und den Ruf der Private-Equity-Branche zu verbessern. „Dies ist eine einmalige Gelegenheit für die Private-Equity-Branche zu demonstrieren, dass sie wahrhaftig hinter den ESG-Werten steht“, so Gupta. „Die Arbeitnehmer und ihre Lebensgrundlagen müssen ebenso geschützt werden wie die Unternehmen selbst.“

Operative Kompetenzen für rasche Strategieänderungen

Neben einer ausgeprägten Finanzkraft und flexiblen Finanzstrukturen wird die Bewältigung des Abschwungs von der aktiven Portfolioverwaltung und den operativen Kompetenzen des Sponsors abhängen. „Die Manager, mit denen wir zusammenarbeiten, beschäftigen interne Spezialisten, die auf Unternehmensebene spürbar Einfluss nehmen und die Geschäftsmodelle bei Veränderungen des operativen Umfelds weiterentwickeln können“, bekundet David Arcauz, Managing Partner im Genfer Büro von Flexstone.

Diese Kompetenzen haben die Buyout-Partner von Flexstone seit der globalen Finanzkrise weiter ausgebaut und tun es auch weiterhin. Entsprechend greifen die operativen Teams bei ihren Portfoliounternehmen stärker ein – auch über eine Modellierung von Geschäftsszenarien, die dem Schutz und der Steigerung der Umsätze dient. So werden etwa Vertriebsketten, die von einzelnen Quellen abhängig sind, ausgebaut, um die damit einhergehenden Risiken zu diversifizieren. „Einige unserer Portfoliounternehmen haben diesen Sachverhalt in der gegenwärtigen Krise frühzeitig erkannt und sich breiter aufgestellt“, so Arcauz.

Portfoliounternehmen, deren Online-Vertrieb schwach ausgebaut war, stärken nun ihre Online-Präsenz – als einen unverzichtbaren neuen Vertriebskanal in einer Welt, in der die physische Interaktion größere Schwierigkeiten birgt. Weitere Möglichkeiten, den operativen Wert zu steigern, bieten sich in der Identifizierung und Ausgestaltung von Add-on-Akquisitionen oder in der Unterstützung der oberen Managementebene, die in Zeiten der Krise nicht selten überfordert ist. Die Sicherheit und die Motivation der Mitarbeiter aufrecht zu erhalten, ist ein weiteres entscheidendes Instrument.

Die tatsächliche Krisenerfahrung zeigt sich in der Kenntnis, was anzupassen und was unverändert zu belassen ist, welche Kosten es zu senken und welche es zu tragen gilt. „Wer seine Kosten lediglich senkt, um das eigene Überleben zu sichern, läuft Gefahr, zu tiefe Einschnitte vorzunehmen“, so Arcauz. „Dies könnte einen gleichermaßen verheerenden Effekt haben.“

Der Wert von Branchenspezialisten

Die Asset-Auswahl von Buyout-Fonds ist entweder vom Erfolg gekrönt oder zum Scheitern verurteilt. Aus diesem Grund ist die Wahl des Fondsmanagers und der Vermögenswerte, die dieser erwirbt, für Co-Investoren wie Flexstone von herausragender Bedeutung. Ob der richtige General Partner gewählt wurde, wird erst ersichtlich, wenn ein Sturm aufzieht.

Flexstone beteiligt sich an Investitionen von Fondsmanagern, die auf die jeweiligen Branchen spezialisiert sind, diszipliniert vorgehen und ausschließlich Unternehmen erwerben, deren Abläufe sie verstehen und in deren Branchen sie bereits direkte Erfahrung gesammelt haben. „Wir mögen leistungsstarke Manager, die in Sachen Performance dem obersten Quartil angehören, aus eigenem Interesse handeln und nicht auf Fremdkapital zurückgreifen“, sagt Gupta. „In Zeiten der Schieflage zahlt es sich wahrlich aus, eine definierte Strategie zu verfolgen und sich diszipliniert an diese zu halten.“ Auch wenn diese Sektorspezialisten unter Umständen nicht in der Lage sind, eine nachteilige Neubewertung ihrer Portfoliounternehmen zu umgehen, sind ihre Chancen darauf höher.

Die nötige Disziplin ist zum Teil auf dem Verständnis begründet, dass günstige Bewertungen nicht zwangsläufig eine bessere Wertentwicklung nach sich ziehen. In der Anfangsphase eines Konjunkturzyklus scheinen viele Unternehmen günstig, und nur Branchenspezialisten verfügen über ausreichend Erfahrung und Weitsicht um zu erkennen, ob ein bestimmtes Unternehmen gut aufgestellt ist und sich in sämtlichen Zyklusphasen überdurchschnittlich entwickeln kann. Ein günstiges Unternehmen mit einem minderwertigen Produkt oder einer schwachen Strategie wird sich wohl weniger positiv entwickeln als seine qualitativ höherwertige Konkurrenz.

Der Mittelstand bietet mehr Wertpotenzial und flexible Ausstiegsstrategien

Der untere Mittelstand, in den Flexstone investiert, sollte im Fall eines Abschwungs besser positioniert sein als andere Segmente für Private-Equity-Buyouts.

Da das Segment weniger überlaufen ist, sind die Kaufpreismultiplikatoren niedriger; dies impliziert einen geringeren Fremdkapitalanteil sowie einen Bewertungspuffer für den Fall sich verschlechternder Marktbedingungen.

Des Weiteren ist das Chancenspektrum der Vermögensanlage umfangreicher: Mehr als drei Viertel aller Buyout-Deals haben kleine und mittlere Unternehmen zum Gegenstand (Dealvolumen von weniger als 500 Millionen US-Dollar)⁴. Dies lässt eine breitere Diversifizierung innerhalb der Portfolios zu und bietet Zugang zu einer höheren Anzahl qualitativ hochwertiger Unternehmen.

Ferner lässt sich der Wert von kleineren Unternehmen auf vielerlei Weise steigern – verglichen mit Großunternehmen, die komplex strukturiert sind und sich mitunter nur langsam weiterentwickeln. Außerdem bieten mittelständische Unternehmen mehr Exit-Alternativen als Großkonzerne, die gemeinhin übermäßig auf Börsengänge

angewiesen sind. Im mittleren Marktsegment sind Beteiligungen strategischer oder finanzieller Käufer sowie Deals am Zweitmarkt denkbar, selbst in turbulenten Zeiten. Nach unserer Überzeugung ist der Zweitmarkt inzwischen deutlich robuster als zu Zeiten der globalen Finanzkrise, und die aktuellen Handelsvolumina stellen jene des Jahres 2008 in den Schatten.

Fazit: Aus jeder Krise lernen

Die Angst, die Führungskräfte und Anleger gleichermaßen befällt, ist spürbar und unterscheidet sich nicht wesentlich von jener, die zu Hochzeiten der großen Finanzkrise vorherrschte. Damals waren viele der Ansicht, die Finanzmärkte könnten zusammenbrechen und der Kapitalismus an sich sei bedroht.

„Dies ist die vierte große und globale Krise, die wir durchleben, und wir sind stets bestrebt, Lehren aus früheren Krisen zu ziehen“, betont Gupta und fügt hinzu: „Die aktuelle Krise scheint jedoch anders zu sein, da sie mehr als bloß eine reine Finanz- oder Wirtschaftskrise ist.“

„Dennoch gehen wir – ähnlich wie in den Jahren 2008 bis 2010, als wir keine signifikanten Portfolioverluste erlitten haben – davon aus, dass sich unsere aktuellen Strategien gut schlagen werden“.

Zusagen oder nicht zusagen?

Für Anleger, die sich davor scheuen, in Krisenzeiten Kapital einzusetzen, sind die Lehren der großen Finanzkrise aufschlussreich: So hat sich das Lancierungsjahr 2009 als eines der besten im Buyout-Universum erwiesen. „Im Private-Equity-Bereich zählen für gewöhnlich diejenigen Fonds zu den erfolgreichsten, die Anlagen im Zuge von Marktverwerfungen tätigen und somit von günstigeren Preisen und einem deutlich umfangreicheren Chancenspektrum profitieren“, erklärt Nitin Gupta.

Auf einen Aufschwung zu warten bedeutet oftmals, sich die besten Anlagechancen entgehen zu lassen – Market Timing kann also teuer sein. Obschon es zum aktuellen Zeitpunkt womöglich attraktive Chancen gibt, dürften sich die Fondsmanager Zeit nehmen, potenzielle Anlageziele zu identifizieren und das gezeichnete Kapital abzurufen.

Der Markt für Co-Investments, der in den letzten Jahren auch von Laien erobert wurde, sollte weniger überlaufen sein. „Anleger, die keine spezialisierte Co-Investment-Strategie verfolgen, werden sich nach der Krise vermutlich zurückziehen“, so Arcauz. „Die Opportunisten werden weitgehend verschwinden, was uns Chancen eröffnet.“ Auch auf dem Zweitmarkt könnte Wertpotenzial auftauchen, wenn überschuldete oder überstrapazierte Fondsmanager versuchen, ihre Portfolios zu rationalisieren.

¹ Quelle: Cambridge Associates (CA), Private Equity Index und Benchmark-Statistik; Stand: September 2019. Basierend auf Daten von 2.024 Private-Equity-Fonds, einschließlich vollständig liquidierten Partnerschaften, die zwischen 1994 und 2017 geschlossen wurden. IRR (Nettorendite) nach Gebühren, Ausgaben und Gewinnbeteiligung. Wie die Untersuchungen von CA zeigen, dauert es mindestens sechs Jahre, bis sich die meisten Fonds in ihr endgültiges Quartil-Ranking einordnen. Vorab rangieren sie für gewöhnlich in 2-3 anderen Quartilen; aus diesem Grund könnten die Kennzahlen für die Fonds- oder Benchmark-Performance der letzten Lancierungsjahre weniger aussagekräftig sein.

⁴ Buyout- und Wachstumsfonds in Europa und Nordamerika (exkl. Add-ons) Quelle: Pitchbook

Kontakt:



David Arcauz, CFA
Managing Partner
Flexstone Partners

Chemin de Blandonnet 8
CH – 1214 Vernier – Geneva
Tel.: +41 22 761 70 90
E-Mail: david.arcauz@flexstone-
partners.com
www.flexstonepartners.com

Flexstone Partners hat über 20 Jahre Erfahrung in Private Markets und verwaltet \$7,8 Mrd. an Vermögen in Private Equity in über 400 Fonds und über 4000 Portfolio-Companies.



Sebastian Römer
Executive Managing Director
Head of Central & Eastern Europe

Natixis Investment Managers
Maximilianstraße 50
80538 München
Tel.: +49 89 30 90 80 711
E-Mail: sebastian.roemer@natixis.com
www.im.natixis.de

Weitere Anmerkungen

Dieses Dokument wurde zu Informationszwecken ausschließlich Finanzdienstleistern oder anderen professionellen Kunden oder qualifizierten Investoren und, soweit aufgrund lokaler Bestimmungen erforderlich, nur auf deren schriftlicher Anfrage zur Verfügung gestellt. Dieses Material ist nicht für Privatanleger bestimmt. Es liegt in der Verantwortung eines jeden Finanzdienstleisters sicherzustellen, dass das Angebot oder der Verkauf von Fondsanteilen oder Wertpapierdienstleistungen Dritter an seine Kunden im Einklang mit den jeweiligen nationalen Gesetzen steht.

In Deutschland und Österreich Dieses Dokument wird von Natixis Investment Managers S.A. oder ihrer Zweigniederlassung Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland, bereitgestellt. Natixis Investment Managers S.A. ist eine Luxemburger Verwaltungsgesellschaft, die von der Commission de Surveillance du Secteur Financier zugelassen wurde und die nach dem Recht des Großherzogtums Luxemburg gegründet wurde und unter Registernummer B 115843 registriert ist. Eingetragener Sitz von Natixis Investment Managers S.A. ist 2 rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg. Eingetragener Sitz von Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland (Handelsregisternummer: HRB 88541) ist: Im Trutz Frankfurt 55, Westend Carrée, 7. Etage, Frankfurt am Main 60322, Deutschland.

Die oben erwähnte Gesellschaft ist eine Geschäftsentwicklungseinheit von Natixis Investment Managers, einer Holdinggesellschaft mit einem breit gefächerten Angebot spezialisierter Vermögensverwaltungseinheiten und Distributionsgesellschaften weltweit. Die Vermögensverwaltungstochtergesellschaften der Natixis Investment Managers führen regulierte Tätigkeiten nur in und von Jurisdiktionen aus/durch, in denen sie hierzu lizenziert oder autorisiert sind. Ihre Dienstleistungen und die Produkte, die sie verwalten, sind nicht allen Investoren in allen Jurisdiktionen zugänglich.

Obwohl Natixis Investment Managers die in diesem Dokument bereitgestellten Informationen, einschließlich der Informationen aus Drittquellen, für vertrauenswürdig hält, kann die Richtigkeit, Angemessenheit oder Vollständigkeit dieser Informationen nicht garantiert werden.

Die Bereitstellung dieses Dokuments und/oder Bezugnahmen auf bestimmte Wertpapiere, Sektoren oder Märkte in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung oder eine Anlageempfehlung oder ein Angebot, Wertpapiere zu erwerben oder zu veräußern, oder ein Angebot von Dienstleistungen dar. Investoren sollten Anlageziele, Risiken und Kosten einer jeden Investition zuvor sorgfältig prüfen. Die Analysen, Meinungen und bestimmte Anlagethemen und Verfahren, auf die in diesem Dokument verwiesen wird, geben die Ansichten des Portfoliomanagers zum angegebenen Datum wieder. Sowohl diese als auch die dargestellten Portfoliobestände und Portfolioeigenschaften unterliegen einer stetigen Veränderung. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass Entwicklungen in der Form eintreten, wie sie in diesem Dokument gegebenenfalls prognostiziert wurden.

Dieses Dokument darf nicht, auch nicht teilweise, verbreitet, veröffentlicht oder reproduziert werden. Alle Beträge in diesem Dokument sind in USD ausgewiesen, sofern nichts anderes angegeben ist. Eingetragener Sitz von Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland (Handelsregisternummer: HRB 88541) ist: Im Trutz Frankfurt 55, Westend Carrée, 7. Etage, Frankfurt am Main 60322, Deutschland.

Flexstone Partners

FLEXSTONE PARTNERS, SAS – PARIS - Eine Tochtergesellschaft von Natixis Investment Managers. Flexstone Partners Paris ist eine von der Autorité des marchés financiers regulierte Vermögensverwaltungsgesellschaft. Es handelt sich um eine vereinfachte Aktiengesellschaft nach französischem Recht mit einem Stammkapital von 1.000.000 Euro unter der Nummer GP-0700000028. Handelsregister (RCS Paris) Nr. 494 738 750. 5/7, Rue Monttessuy, 75007 Paris. www.flexstonepartners.com

Elena Laleh und Benno Lüchinger, Partners Group

Der Sekundärmarkt für Private Equity Anlagen konnte im letzten Jahrzehnt ein signifikantes Wachstum verzeichnen und auf globaler Ebene sowohl das Interesse von Käufern als auch Verkäufern wecken. Im Hinblick darauf möchten wir die Attraktivität dieses Marktsegmentes und möglicher Strategien näher erörtern. Sekundärmarktportunitäten ergeben sich aus dem Verkauf und Kauf illiquider Private Equity Beteiligungen – typischerweise in Form von Portfolios mehrerer Fondsanteile – über einen Sekundärmarkt. Ein zentraler Punkt in diesem Transaktionsgeschäft liegt in der Bewertung der jeweiligen (Fonds-)Beteiligungen, wobei die Angebotspreise typischerweise in Prozent des Nettoinventarwertes ("NAV") zum gewählten Stichtag (in der Regel ist dies die letztverfügbare Quartalsbewertung) definiert werden. Dies kann entweder in einem Abschlag oder einer Prämie zur aktuellen Bewertung resultieren.

Das Interesse an Sekundärmarktanlagen ist insbesondere seit der globalen Finanzkrise stark angestiegen. Zu diesem Zeitpunkt wurden Sekundärmarktverkäufe von Private Equity Portfolios in erster Linie durch Banken und andere Institutionen aufgrund von Liquiditätspässen oder aus regulatorischen Gründen getätigt. Seitdem hat sich dieser Nischenmarkt für vorwiegend liquiditätsgetriebene Verkäufer zu einem etablierten Markt entwickelt, der heute von vielen Marktteilnehmern für ein aktives Portfoliomanagement illiquider Beteiligungen verwendet wird. Der Sekundärmarkt hat sich dabei von über USD 20 Mrd. in 2010 auf mehr als USD 80 Mrd. in 2019 vervierfacht. Dieses Wachstum lässt sich einerseits auf den Anstieg an Kapitalzusagen zu Private Equity Fonds zurückführen. Andererseits stieg jedoch¹ auch die jährliche Umschlagshäufigkeit, d.h. der Prozentsatz der Fondsanteile, die während der Fondslaufzeit ihren Besitzer wechseln.

Unter Berücksichtigung des momentanen Marktumfeldes haben wir insbesondere die folgenden zwei Marktfaktoren identifiziert:

1) Gestiegene Primärmarktvolumina mit signifikantem Angebotsstau:

Das Sekundärmarkttransaktionsvolumen ist durch das Wachstum des zugrundeliegenden Primärmarktes und die Umschlagshäufigkeit definiert. Daraus ergeben sich geschätzt mehr als USD 4.0 Bio. an Beteiligungsvolumen (Nettoinventarwert der Private Equity Fonds zuzüglich der nicht abgerufenen Verbindlichkeiten von Fonds der Vintage Jahre 2013 bis 1. Halbjahr 2020), wobei ein Teil dieses Primärmarktvolumens in den nächsten Jahren über den Sekundärmarkt gehandelt werden kann. Zudem führte die COVID-19 Pandemie zu einem zusätzlichen Angebotsstau, da zahlreiche Investoren ihre Transaktionsprozesse zu Beginn der Krise unterbrochen hatten. Die

COVID-19 Krise führte im zweiten Quartal des Jahres 2020 beinahe zum Erliegen der Transaktionsaktivitäten aufgrund der Unsicherheit und dem Bewertungseinbruch der Aktienmärkte von fast 30% im März 2020. Im ersten Halbjahr 2020 verzeichneten Sekundärmarkttransaktionen daher einen Volumenrückgang von 57% von USD 42 Mrd. im ersten Halbjahr 2019 hin zu USD 18 Mrd. im ersten Halbjahr 2020². Dabei waren die meisten Transaktionen, welche im volumenschwachen ersten Halbjahr abgeschlossen wurden, bereits vor dem Ausbruch der Krise verhandelt worden. Die zweite Jahreshälfte von 2020 sah dann eine starke Erholung der Marktaktivität mit USD 42 Mrd. Transaktionsvolumen im Vergleich zu USD 46 Bio. in der zweiten Hälfte von 2019. Angesichts dieser Markterholung und des bestehenden Angebotsstaus erwarten wir, dass 2021 wieder ein rekordhohes Jahr für den Sekundärmarkt wird.³

2) Limitierte Verlustbereitschaft von Verkäuferparteien:

Es wird für gewöhnlich – aber oft fälschlicherweise – angenommen, dass Portfolios, welche zu einem hohen Abschlag gegenüber dem Nettoinventarwert ("NAV") gehandelt werden, die attraktivsten Sekundärmarktportunitäten darstellen. Bisher resultierte die COVID-19 Krise nicht in einer tiefen Liquiditätskrise im Ausmaß der globalen Finanzkrise, was dazu führte, dass lediglich einige wenige institutionelle Anleger aus Liquiditätsgründen verkaufen mussten. Zudem haben Verkäuferparteien angesichts der sich erholenden Bewertungsniveaus auf den Aktienmärkten eine begrenzte Bereitschaft große Verluste zu realisieren, wenn sie ihre Portfolios auf dem Sekundärmarkt handeln. Im Gegensatz zur globalen Finanzkrise, als die Preise um mehr als 40% zwischen dem ersten Halbjahr 2008 und dem ersten Halbjahr 2009 gefallen waren, war durch COVID-19 lediglich eine Bewertungsanpassung von weniger als 10% zu verzeichnen³. Da sich der Preis sowie mögliche Abschläge eines Sekundärmarktportfolios letztlich aus der Qualität der zugrundeliegenden Portfolioinvestitionen ergeben, sind Verkäufer daher nur bereit große Abschläge auf den NAV zu akzeptieren, wenn die unterliegenden Portfoliounternehmen von niedriger Qualität sind (d.h. mit Herausforderungen und Verlustrisiken).

Basierend auf diesen beiden Markttrends, möchten wir nun die Opportunitäten erläutern, die sich in einem solchen Umfeld ergeben können.

Fokus auf Inflection Assets (Wendepunktanlagen) mit starkem Wertschöpfungspotenzial:

Unter Berücksichtigung der Möglichkeiten im aktuellen Marktumfeld als auch in Anbetracht der aktuellen Preisdynamiken, ist es entscheidend, diszipliniert und selektiv bei der Auswahl und Bewertung von Transaktionen zu sein. Wie bereits erläutert, sind hohe Abschläge auf den NAV selten, insbesondere beim Kauf von Portfolios von hoher Qualität (d.h. wachstumsstarke, profitable Unternehmen in attraktiven Industrien). Das Ziel ist es durch eine gezielte Auswahl der richtigen Beteiligungen und deren künftigem Wertschöpfungspotenzial eine attraktive Rendite zu erzielen. Wir fokussieren uns dabei auf den Kauf von sogenannten Inflection Assets (beziehungsweise Inflection Portfolios, auch Wendepunktanlagen genannt), wobei es sich hierbei um Fondsbeteiligungen handelt, die sich etwa im dritten bis siebten Jahr einer typischerweise zehn- bis zwölf-jährigen Fondslaufzeit befinden.

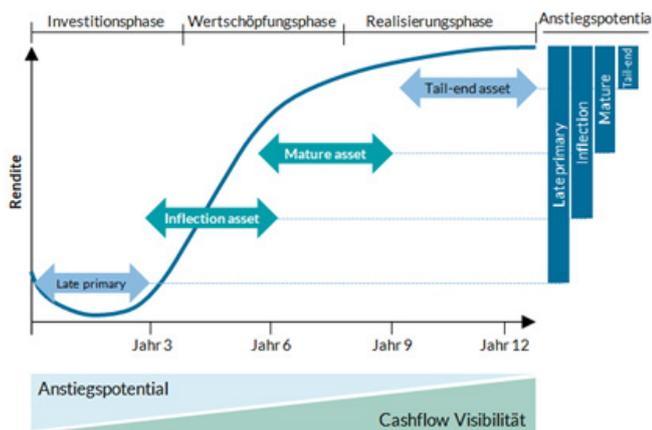


Abbildung 1 - Quelle: Partners Group (2021)

Die Vorzüge von Inflection Assets liegen darin, Fondsportfolios mit Unternehmen zu kaufen, bei denen das Wertschöpfungspotenzial noch nicht ausgeschöpft wurde. Damit bieten Wendepunktanlagen klare Vorteile gegenüber Beteiligungen an Primärfonds (Investition zu Beginn der Fondslaufzeit) oder dem Kauf sogenannter Tail-End Portfolios (Investition circa ab Jahr 8 der Fondslaufzeit). Bei Investitionen in Primärfonds oder beim Kauf von Sekundärmarktanteilen in frühen Phasen der Fondslaufzeiten müssen Investoren ein gewisses "Black Box" Risiko auf sich nehmen, da das Portfolio zum Kaufzeitpunkt größtenteils unbekannt ist (d.h. einen signifikanten Anteil von noch nicht abgerufenem Kapital aufweist) oder sich noch in der J-Kurve befindet. Im Gegensatz hierzu bieten so genannte Tail-End Portfolios weniger verbleibendes Wertschöpfungspotenzial, da die Portfoliounternehmen bei positivem Verlauf bereits zu höheren Bewertungen gehalten werden oder ein Restportfolio qualitativ

weniger attraktiver Unternehmen enthält (typischerweise werden Beteiligungen mit operativen Schwierigkeiten oder nach fehlgeschlagenen Verkaufsprozessen länger gehalten). Folglich ist es nicht unüblich zu sehen, dass es gegen Ende eines Fondslaufzeitzyklus bei bestimmten zugrundeliegenden Portfoliounternehmen zu Bewertungskorrekturen kommt.

Zur Illustration untersuchen wir ein hypothetisches Transaktionsbeispiel und vergleichen ein Tail-End Portfolio mit einem Inflection Portfolio und arbeiten die jeweiligen entscheidenden Charakteristika heraus. Während wir gewöhnlich komplexe Portfolios bestehend aus mehreren Fondsbeteiligungen und vielen zugrundeliegenden Portfoliounternehmen auf dem Sekundärmarkt akquirieren, konzentrieren wir uns in dieser Fallstudie zur Vereinfachung auf die Akquisition zweier Portfolios, welche jeweils drei unterschiedliche Unternehmen beinhalten. Beide zum Verkauf stehenden Portfolios haben einen Gesamtnettoinventarwert von EUR 100 Mio. (vgl. Tabelle 1).

Zunächst wollen wir das Tail-End Portfolio bewerten. Dieses wird zu einem 20% Abschlag zum Nettoinventarwert, folglich zu EUR 80 Mio. gegenüber dem NAV von EUR 100 Mio. gehandelt. Durch den Abschlag kann der Käufer das Portfolio unmittelbar nach dem Kauf mit einem Investitionsmultiple 1.25x (100 Mio. / 80 Mio.) bewerten und somit einen sofortigen Wertanstieg verzeichnen. Das Portfolio, das hierbei über den Sekundärmarkt erworben wurde, befindet sich bereits am Ende seiner Fondslaufzeit, weshalb wir bereits in naher Zukunft die Realisierung der zugrundeliegenden Portfoliounternehmen erwarten. Wir nehmen Ausschüttungen von EUR 50 Mio. im ersten Jahr sowie von EUR 55 Mio. im zweiten Jahr nach dem Kauf über den Sekundärmarkt an. Aufgrund der Reife des Fonds ist das gesamte Wertschöpfungspotenzial des Portfolios auf 5% limitiert. Portfoliounternehmen A beispielsweise erzielt eine Ausschüttung von 45 Mio. und generiert somit eine Rendite von 1.13x (45 Mio. / 40 Mio.) für den Käufer. Portfoliounternehmen B hingegen generiert keine attraktive Rendite und der Käufer muss sogar einen Verlust (verglichen mit dem NAV zum Referenzdatum) verzeichnen (5 Mio. / 10 Mio.). Das begrenzte Wertschöpfungspotenzial für das Tail-end Portfolio resultiert sowohl aus der geringen Fondsrestlaufzeit als auch aus der niedrigen Qualität des verbleibenden Portfolios.

Insgesamt hat das Tail-End Portfolio seine Portfoliounternehmen in Jahr zwei vollständig verkauft und erwirtschaftet eine Rendite in Höhe von 1.31x [(50 Mio. + 55 Mio.) / 80 Mio.] sowie einen IRR von 20%. Während der Käufer zwar eine attraktive zeit- und kapitalgewichtete IRR-Rendite erzielte, reflektiert der Multiple das limitierte Wertschöpfungspotenzial. Es wird deutlich, dass sich der Großteil der Wertschöpfung durch den Abschlag auf den Kaufpreis ergeben hat.

Dies steht im Gegensatz zu Inflection Portfolios, welche typischerweise zu höheren Preisen im Vergleich zu Tail-End Portfolios gehandelt werden. Dies liegt zum einen an der besseren Qualität, sowie dem noch vergleichsweise jungen Portfolioinhalt – in unserem Fallbeispiel gehen wir von einem Abschlag von 5% auf den NAV als Kaufpreis aus. Da sich der Fonds noch in einer früheren Phase der Fondslaufzeit befindet, erfolgt der Großteil der Ausschüttungen erst im dritten (EUR 65 Mio.) und vierten Jahr (EUR 60 Mio.) nach dem Sekundärmarktkauf. Während die Ausschüttungen zu einem späteren Zeitpunkt als beim Tail-end Fonds eintreten, zeigt das Portfolio mit 65% ein höheres Gesamtwertsteigerungspotenzial auf. Beispielsweise wurde das Portfoliounternehmen Y erst in Jahr vier vollständig verkauft, hat aber bereits aufgrund einer Dividendenrekapitali-

sierung eine frühe Ausschüttung (40 Mio.) erzielt und folglich eine Rendite von 1.67x $([40 \text{ Mio.} + 60 \text{ Mio.}] / 60 \text{ Mio.})$ generiert wohingegen Portfoliounternehmen Z vollständig nach drei Jahren für ein 1.80x $(45 \text{ Mio.} / 25 \text{ Mio.})$ Investitionsmultiple verkauft wird. Insgesamt liefert das Inflection Portfolio den gleichen IRR wie das Tail-End Portfolio, erwirtschaftet jedoch einen höheren Investitionsmultiple von 1.74x $([40 \text{ Mio.} + 65 \text{ Mio.} + 60 \text{ Mio.}] / 95 \text{ Mio.})$. Dies stellt letztlich einen höheren realen Kapitalgewinn für die Investoren dar. Das Beispiel verdeutlicht, dass die Höhe des Abschlags, zu welchem ein Portfolio gekauft wird, nicht unbedingt zu einem höheren Wertsteigerungspotenzial führt. Vielmehr ist die Sekundärmarktrendite letztlich das Resultat unterliegender Portfolioentwicklungen und der jeweiligen Realisierungszeitpunkte.

| Tail-end Fonds | | | | | | | | |
|-------------------------------------|----------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------|----------------------|
| | NAV | Allozierter Kaufpreis | Ausschüttung Jahr 1 | Ausschüttung Jahr 2 | Ausschüttung Jahr 3 | Ausschüttung Jahr 4 | Wertsteigerung | Investitionsmultiple |
| Tail-end Fonds | | | | | | | | |
| Portfoliounternehmen A | 40 | -40 | 45 | 0 | 0 | 0 | 13% | 1,13x |
| Portfoliounternehmen B | 10 | -10 | 5 | 0 | 0 | 0 | -50% | 0,50x |
| Portfoliounternehmen C | 50 | -30 | 0 | 55 | 0 | 0 | 10% | 1,83x |
| Gesamt | 100 | -80 | 50 | 55 | 0 | 0 | 5% | 1,31x |
| Kaufpreis | 20% Abschlag zum NAV | | | | | | | |
| Bruttorendite Tail-end Fonds | 1,31x | 20% | | | | | | |

| Inflection Fonds | | | | | | | | |
|---------------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------|----------------------|
| | NAV | Allozierter Kaufpreis | Ausschüttung Jahr 1 | Ausschüttung Jahr 2 | Ausschüttung Jahr 3 | Ausschüttung Jahr 4 | Wertsteigerung | Investitionsmultiple |
| Inflection Fonds | | | | | | | | |
| Portfoliounternehmen X | 10 | -10 | 0 | 0 | 20 | 0 | 100% | 2,00x |
| Portfoliounternehmen Y | 60 | -60 | 0 | 40 | 0 | 60 | 67% | 1,67x |
| Portfoliounternehmen Z | 30 | -25 | 0 | 0 | 45 | 0 | 50% | 1,80x |
| Gesamt | 100 | -95 | 0 | 40 | 65 | 60 | 65% | 1,74x |
| Kaufpreis | 5% Abschlag zum NAV | | | | | | | |
| Bruttorendite Inflection Fonds | 1,74x | 20% | | | | | | |

Tabelle 1 - Quelle: Partners Group (2021)

Ein weiterer Vorteil der Akquisition eines Inflection Portfolios ist die Stabilität der Rendite, da diese weniger zeitsensitiv ist. Um dies besser zu veranschaulichen, erweitern wir das Fallbeispiel um ein Szenario wobei alle geplanten Realisierungen der jeweils drei zugrundeliegenden Unternehmen in beiden Portfolios um zwölf Monate nach hinten verschoben werden (vgl. Tabelle 2). Verzögerungen bei Verkäufen der Beteiligungen in Fondsportfolios können aus verschiedenen Gründen auftreten (z.B. wegen erhöhter Marktvolatilität). Die Renditesensitivität gegenüber den Verkaufszeitpunkten der unterliegenden Portfoliounternehmen ist bei Tail-End Portfolios typischerweise höher als in Inflection Portfolios, welche jüngere, wachstumsstärkere

Portfoliounternehmen enthalten. Wendepunktanlagen sind weniger abhängig von kurzfristigen Realisierungen und haben typischerweise einen geringeren Anteil an kotierten Firmen (ehemals Private Equity geführte Firmen, die über den Aktienmarkt veräußert wurden), was in einer reduzierten Sensibilität der Ausstiegszeitplanung und einer höheren Renditestabilität resultiert. In unserem Szenario einer zwölfmonatigen Verzögerung der Realisierungen, würde der IRR eines Tail-End Portfolios von 20% auf 11% fallen wohingegen der IRR eines Inflection Portfolio weniger drastisch auf 14% sinken würde.

| | | Tail-end Fonds | | | | | | | | |
|------------------------|------------|-----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------|----------------------|--|
| Tail-end Fonds | NAV | Allozierter Kaufpreis | Ausschüttung Jahr 1 | Ausschüttung Jahr 2 | Ausschüttung Jahr 3 | Ausschüttung Jahr 4 | Ausschüttung Jahr 5 | Wertsteigerung | Investitionsmultiple | |
| Portfoliounternehmen A | 40 | -40 | 0 | 45 | 0 | 0 | 0 | 13% | 1,13x | |
| Portfoliounternehmen B | 10 | -10 | 0 | 5 | 0 | 0 | 0 | -50% | 0,50x | |
| Portfoliounternehmen C | 50 | -30 | 0 | 0 | 55 | 0 | 0 | 10% | 1,83x | |
| Gesamt | 100 | -80 | 0 | 50 | 55 | 0 | 0 | 5% | 1,31x | |

Kaufpreis 20% Abschlag zum NAV
Bruttorendite Tail-end Fonds 1,31x 11%

| | | Inflection Fonds | | | | | | | | |
|------------------------|------------|-----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------|----------------------|--|
| Inflection Fonds | NAV | Allozierter Kaufpreis | Ausschüttung Jahr 1 | Ausschüttung Jahr 2 | Ausschüttung Jahr 3 | Ausschüttung Jahr 4 | Ausschüttung Jahr 5 | Wertsteigerung | Investitionsmultiple | |
| Portfoliounternehmen X | 10 | -10 | 0 | 0 | 0 | 20 | 0 | 100% | 2,00x | |
| Portfoliounternehmen Y | 60 | -60 | 0 | 0 | 40 | 0 | 60 | 67% | 1,67x | |
| Portfoliounternehmen Z | 30 | -25 | 0 | 0 | 0 | 45 | 0 | 50% | 1,80x | |
| Gesamt | 100 | -95 | 0 | 0 | 40 | 65 | 60 | 65% | 1,74x | |

Kaufpreis 5% Abschlag zum NAV
Bruttorendite Inflection Fonds 1,74x 14%

Tabelle 2 - Quelle: Partners Group (2021)

Zuletzt stellt sich die Frage, wie sich die Rendite typischerweise über die Zeit entwickelt, wenn man die beiden Beispiele vergleicht. Zum Zeitpunkt des Abschlusses einer Tail-End Transaktion mag der IRR und der Investitionsmultiple auf den ersten Blick attraktiver aussehen (wie oben beschrieben führt der Kauf zu einem hohen Abschlag zu einer größeren unmittelbaren Wertaufschreibung). Im Gegensatz dazu entwickeln sich Inflection Portfolios über Zeit und erlauben so höhere Kapitalerträge bei typischerweise ähnlichen aber über die Laufzeit stabileren kapital- und zeitgewichteten Renditen. Daraus lässt sich schlussfolgern, dass Tail-End Portfolios einer inversen Renditeentwicklung unterliegen, d.h. einen hohen initialen IRR auf Grund des zum Abschlag erworbenen Portfolios aufweisen, der sich jedoch in Folge der limitierten fundamentalen Wertschöpfungsmöglichkeiten über die Zeit abschwächt. Im Gegensatz dazu entwickeln sich Inflection Portfolios stetig über die Halteperiode und weisen typischerweise eine kontinuierlichere Renditeentwicklung mit einem über die Zeit ansteigenden Investitionsmultiple auf. Dies liegt an den noch verbleibenden Wertschöpfungsmöglichkeiten in den zugrundeliegenden Portfoliounternehmen. Trotz eines auf den ersten Blick höheren Transaktionspreises (sprich geringerer Abschlag) bieten Inflection Portfolios die Möglichkeit einer schnellen positiven Renditeentwicklung, gerade in einem Marktumfeld sich stark erholender Bewertungen, wie dies momentan der Fall ist. Die Gründe hierzu liegen darin, dass die für die Berechnung des Abschlags verwendete Datengrundlage, sprich der NAV zum Referenzdatum, nicht mehr aktuell ist und der Abschlag bis zum Abschluss der Transaktion in der Regel wesentlich höher ist aufgrund der weiteren Wertentwicklung des Portfolios zwischen Referenzdatum und Abschluss einer Transaktion (typischerweise 6-9 Monate).

In Anbetracht der oben erläuterten Vorteile von Inflection Assets stellt sich die Frage worin die entscheidenden Faktoren für erfolgreiche Sekundärmarktanlagen liegen.

Globales Sourcing mit Fokus auf qualitativ hochwertige Portfolios etablierter Manager mit ausgewiesenem Leistungsausweis:

Wie in der obigen Fallstudie illustriert, liegt die Herausforderung bei Wendepunktanlagen darin, dass ein signifikanter Anteil der Wertschöpfung noch ausstehend ist und die Rendite nicht allein durch den Abschlag auf den NAV zum Kaufzeitpunkt bestimmt wird. Daher ist es wichtig, Fondsportfolios von renommierten Managern zu kaufen, die in der Lage sind, die Geschäftspläne zu realisieren oder spezifisch im Kontext von COVID-19 die Portfoliounternehmen erfolgreich durch die Krise und die damit einhergehenden Herausforderungen zu manövrieren. Bei der Partners Group haben wir mehr als 900 Geschäftsbeziehungen mit Investmentpartnern auf der ganzen Welt, die wir in den letzten 20 Jahren erfolgreich aufgebaut haben. Diese starken Geschäftsbeziehungen resultieren nicht nur aus unserer Sekundärmarktexpertise, sondern sind maßgeblich durch die global integrierte Plattform definiert. Neben Investitionen in Private Equity engagieren wir uns auch in den Bereichen Private Infrastructure, Private Real Estate und Private Debt, wobei unterschiedliche Zugangswege (Investitionen in Zielfonds über den Primärmarkt, Sekundärmarkt, aber auch Direktbeteiligungen) genutzt werden. Dies ermöglicht uns eine detaillierte und fundamentale Bewertung sowie ein hohes Maß an Selektivität im Sourcing von Sekundärmarktopportunitäten, zumal viele der erfolgreichsten Manager weltweit nur existierende Investoren als Sekundärmarktkäufer ihrer Fonds zulassen.

Fundamentale Bewertung der einzelnen Werttreiber mit Informationsvorteil:

Zusätzlich zur Beurteilung der Qualität von Fondsmanagern sind zwei Faktoren entscheidend, um den Preis eines Sekundärmarktportfolios akkurat zu bestimmen: ein fundamentaler Bottom-Up Bewertungsansatz sowie detaillierte Kenntnisse der zugrundeliegenden Portfoliounternehmen.

Dies bringt uns zum zweiten Erfolgsfaktor, tiefgehende Einblicke in die jeweiligen Portfolios und Zugang zu Informationen in Echtzeit auf Unternehmensebene, die für die Projektionen verwendet werden. Anders als in den Aktienmärkten sind Informationen zu privaten Firmen nur beschränkt, limitiert und zeitversetzt verfügbar. Während kotierte Unternehmen verpflichtet sind, Finanzinformationen zu veröffentlichen, sind private Unternehmen nicht zu solchen Veröffentlichungen verpflichtet. Uns ist es wichtig, dass wir den Preis des Fondsportfolios nicht auf der Basis überholter Informationen bestimmen und uns nicht ausschließlich auf die Quartalsberichte der jeweiligen Manager verlassen müssen. Im Falle einer Bewertung eines Portfolios z.B. Mitte Juli eines Jahres liegt der letztverfügbare Report per Stichtag Ende März vor (Quartalsberichterstattung erfolgt typischerweise ein bis zwei Monate nach Quartalsende). Folglich gilt es eine Informationslücke von über drei Monaten zu füllen. In der Zwischenzeit kann sich das aktuelle Bewertungsniveau der zugrundeliegenden Portfoliounternehmen signifikant verändert haben. Wurde ein Portfoliounternehmen zu einer Prämie gegenüber dem letzten verfügbaren NAV verkauft? Hat ein Portfoliounternehmen eine signifikante transformative Akquisition durchgeführt? Gab es eine Dividendenrekapitalisierung für eines oder mehrere Unternehmen und somit ein potenzielles zeitnahes Liquiditätsereignis? Daher ist es erforderlich, zusätzliche Informationen zur akkuraten Bestimmung des Preises des Fondsportfolios zu erhalten, was sich insbesondere in Zeiten von fehlender Visibilität durch COVID-19 als besonders entscheidend herausstellt. Um von einem Informationsvorteil zu profitieren, ist es erforderlich sämtliche verfügbaren Privatmarktinformationen zu nutzen. Partners Group hat Zugriff auf die Historie von mehr als 36'000 Unternehmen, die in unserer eigenen Datenbank erfasst werden, die zusätzliche wertvolle Einblicke in privat gehaltene Unternehmen geben und somit einen signifikanten Informationsvorteil darstellen. Zusätzlich zu unserer Datenbank, ist es ein Vorteil für Sekundärmarktinvestoren eine eigene Industrieexpertise und somit Zugriff auf Industrietrends und Umbruchsrisiken zu haben. Bei der Bewertung von Sekundärmarktanlagen profitieren wir von mehr als 50 internen Industriespezialisten und einem globalen Netzwerk von Beratern aus verschiedenen Industrien, die uns dabei unterstützen Bottom-Up Bewertungen und tiefgehende Industrieanalysen durchzuführen. Unsere Plattform erlaubt uns ein tiefes operatives und

strategisches Verständnis der unterliegenden Firmen zu entwickeln und ermöglicht uns nachhaltige und langfristige Industrietrends auf globaler Ebene zu verstehen. Dadurch sind wir in der Lage die jeweiligen Firmen akkurat zu bewerten. Somit wird deutlich, dass es bei der Bewertung von Sekundärmarktanlagen nicht nur auf die Berechnung des Abschlags auf den NAV des Fondsportfolios ankommt, sondern es darum geht die richtigen Manager auszuwählen und den Preis der unterliegenden Portfoliounternehmen durch eine Bottom-Up Bewertung zu bestimmen, um damit letztlich die gewünschte Investitionsrendite zu erzielen.

Wie ist ein Bottom-Up Bewertungsansatz in diesem Kontext zu verstehen? Um den Preis eines Fondsportfolios abzuleiten, definieren wir den Preis jedes einzelnen zugrundeliegenden Portfoliounternehmens individuell unter der Verwendung unseres eigenen Preisbildungsmodells. Hierbei werden die Ausschüttungen der Portfoliounternehmen durch die fundamentale Unternehmensentwicklung projiziert.

Eine kürzlich in 2020 von uns abgeschlossene Transaktion unterstreicht alle drei dieser Erfolgsfaktoren beim Abschluss attraktiver Sekundärmarktopportunitäten im aktuellen Marktumfeld, nämlich (i) Inflection Assets mit starkem Wertschöpfungspotential, (ii) hohe Qualität der involvierten Manager, und (iii) fundamentale Bottom-Up-Bewertung mit tiefen Unternehmenseinblicken. Wir konnten gezielt zwei Fondsanteile, die unseren Qualitätsanforderungen entsprachen, aus einem größeren Verkauf (mehr als zwanzig Fonds) herauslösen. Beide Fonds sind klassische Wendepunktanlagen mit 2016 und 2017 Vintage Jahren, die von zwei renommierten europäischen Managern verwaltet werden, mit denen wir eine langjährige Geschäftsbeziehung haben und ebenfalls im Investorenbeirat sitzen. Alle zugrundeliegenden Portfoliounternehmen wurden nach 2016 gekauft und operieren mehrheitlich in wachstumsorientierten und defensiven Branchen, wie beispielsweise im Technologiebereich oder im Gesundheitswesen, wodurch sich ein signifikantes verbleibendes Wertsteigerungspotenzial ergibt. Von der Verkäuferpartei wurden lediglich wenige Informationen zur Bewertung zur Verfügung gestellt. Da wir jedoch sowohl mit den jeweiligen Managern als auch in beide Fonds investiert waren und damit über vollständige Informationen verfügte, war eine sehr detaillierte Bewertung jedes einzelnen Portfoliounternehmens im Rahmen des Bottom-Up Bewertungsansatz gewährleistet. Die Transaktion wurde im Juli 2020 mit einem geringen Abschlag zum NAV per Stichtag 31. März 2020 bewertet. Dieser kleine Abschlag stellte jedoch einen signifikanten Abschlag zur Bewertung des Portfolios bei Abschluss der Transaktion am 30. September 2020 dar, da sich die zugrundeliegenden Portfoliounternehmen in diesem Zeitraum stark positiv in der Bewertung

entwickelt hatten. Zum Jahresende 2020 wird das von uns auf dem Sekundärmarkt erworbene Portfolio bereits mit einem Investitionsmultiple von 1.6x bewertet, was starke fundamentale Kapitalerträge sowie eine Anzahl von Realisierungen nach Abschluss der Transaktion reflektiert.

Investitionen auf dem Sekundärmarkt bleiben renditestark und bieten unseren Investoren weiterhin spannende Investitionsoptionen. Der globale Sekundärmarkt für Private Equity Anlagen ist während dem letzten Jahrzehnt stark gewachsen und hat seinen Nischencharakter abgelegt. Der anfängliche Transaktionsrückgang im Zusammenhang mit der COVID-19 Krise führte unmittelbar zu einem Angebotsstau der sich kurz- bis mittelfristig in höheren Verkaufsvolumen niederschlagen sollte, wie dies teilweise durch die starke Markterholung bereits in der zweiten Jahreshälfte von 2020 zu beobachten war. Allerdings haben Verkäuferparteien im momentanen Umfeld wenig Bereitschaft große Verluste auf ihren Veräußerungen hinzunehmen, was insbesondere Käufer von Tail-End Portfolios vor Herausforderungen stellt. Wir fokussieren uns in unserer Investitionsstrategie auf den Kauf von jüngeren Inflection Portfolios renommierter Manager, wo attraktive Bewertungen angesichts des verbleibenden Wertschöpfungspotentials nach wie vor möglich sind. Dank unserer breiten Investitionsplattform und besonders unseren firmeneigenen Industrieexperten sowie unserer proprietären Unternehmensdatenbank können wir den fundamentalen Wert der Portfolios präzise bestimmen und somit das vollständige Renditepotential im Sekundärmarkt im aktuellen Marktumfeld entfalten.

¹ Quelle: Evercore (Januar 2021)

² Preqin (30.06.2020) beinhaltet Venture Capital, Balanced, Buyout, Co-invest, und Growth Strategies.

³ Quelle: Greenhill (Januar 2021).

Autoren:



Elena Laleh
Senior Associate
Private Equity



Benno Lüchinger
Managing Director
Private Equity

Kontakt:

Partners Group
Zugerstrasse 57
6341 Baar-Zug
Switzerland
www.partnersgroup.com



Martina Glanzer
Client Solutions Germany/Austria
Tel.: +41417846693
E-Mail:
martina.glanzer@partnersgroup.com



Carsten Ahrens
Client Solutions Germany/Austria
Tel.: +41417846713
E-Mail:
carsten.ahrens@partnersgroup.com

Maria Prieto, Senior Investment Director, und Christiaan Van Der Kam, Head of Secondary Investments, beide Schroder Adveq

Co-Investments und Secondary-Transaktionen bleiben im aktuellen Marktumfeld von großem Wert. Bei zunehmender Dominanz der Transaktionen durch GPs begünstigt das aktuelle Umfeld indes die LPs mit der größten Expertise.

Die mit der COVID-19-Krise einhergehende enorme wirtschaftliche Störung löste zunächst Befürchtungen über einen mit der globalen Finanzkrise (Global Financial Crisis, GFC) vergleichbaren Börsencrash aus. Als die erste Welle von Lockdowns begann, erwarteten Private-Equity-Investoren ähnliche Liquiditätsengpässe und Herausforderungen beim Kapitaleinsatz, doch möglicherweise auch sehr werthaltige Chancen bezogen auf notleidende Deep-Value-Investments.

Das Jahr 2020 endete dagegen mit starken Investitionsrenditen und der seit Jahren höchsten Anzahl neuer Private-Equity-Transaktionen. Das Preisniveau war hoch und Liquidität bisher reichlich vorhanden. Der Private-Equity-Markt scheint auf eine starke, expansive Phase zuzugehen. Diese Entwicklung ist jedoch noch mit einer gewissen Restunsicherheit versehen.

Diese Dynamik führt zu einer signifikanten Entwicklung auf den Märkten für Co-Investments und Secondary-Transaktionen. Wir skizzieren die Art und Weise, in der sich die Co-Investment- und Secondary-Märkte verändern, warum GPs immer selektiver werden, und diskutieren die Merkmale, die die LPs mit der größten Expertise begünstigen könnten.

COVID-19 ist keine Wiederholung der globalen Finanzkrise

Zunächst einmal unterscheidet sich das aktuelle Marktumfeld deutlich von demjenigen nach der globalen Finanzkrise.

■ **Erhöhte Verfügbarkeit von Kapital:** Im Gegensatz zur globalen Finanzkrise hat die Covid-19-Krise keine systemischen Liquiditätsengpässe ausgelöst. Entschiedene Reaktionen von Regierungen und Zentralbanken auf die pandemiebedingte Krise haben dafür gesorgt, dass die Wirtschaft nicht zusammengebrochen und das Finanzsystem liquide geblieben ist. Die Private-Equity-Branche wird weiterhin stark von Kreditgebern unterstützt, die ebenfalls an Expertise gewonnen haben.

■ **Größere Expertise von GPs und LPs:** Der Private-Equity-Markt hat sich seit 2009 mehr als verdoppelt und der Markt für Secondary-Transaktionen hat sich verdreifacht. Dieses Wachstum hat den Wettbewerb um Unternehmen erheblich verschärft, was zu einem höheren Grad an Spezialisierung und Erfahrung sowohl

von GPs als auch LPs geführt hat.

■ **„Flucht in die Qualität“:** Angesichts der anhaltenden Unsicherheit strömen die Anleger weiterhin in hochwertige Unternehmen. Dies hat bei den Investitionsmöglichkeiten zu einer tiefgreifenden Polarisierung geführt. Unternehmen mit soliden Fundamentaldaten sind sehr gefragt, doch diejenigen, die von Nachfragestörungen betroffen sind, verzeichnen weiterhin ein geringeres Anlegerinteresse.

Co-Investments und Secondary-Transaktionen sind in diesem Marktumfeld für LPs sehr bedeutsam

Der verstärkte Fokus auf Qualitätsinvestitionen und die Vorteile von Co-Investments und Secondary-Transaktionen im Hinblick auf ökonomische Faktoren und die Portfoliokonstruktion haben zu einem erhöhten LP-Interesse an diesen beiden Arten von Investments geführt.

Konzentration auf hochwertige Unternehmen

Co-Investments und Secondary-Transaktionen helfen Investoren dabei, qualitativ hochwertige Unternehmen anzuvisieren. Mit Co-Investments können sich LPs zu jedem Zeitpunkt flexibel auf die attraktivsten Sektoren, Regionen und Geschäftsmodelle konzentrieren. Secondary-Investitionen, insbesondere in GP-geführten Transaktionen, bieten künftigen Anlegern die Möglichkeit, an der Seite von GPs in eine ausgewählte Gruppe von Unternehmen in ihrem Fondsportfolio zu investieren. GP-geführte Lösungen werden dabei so strukturiert, dass vollkommen gleich ausgerichtete Interessen zwischen den Investoren und dem GP gewährleistet sind. Dadurch haben die GPs einen Anreizmechanismus, ihre jeweils besten Portfoliounternehmen auszuwählen.

Attraktive Konditionen und schnellere Liquidität

Die Vorteile im Hinblick auf ökonomische Faktoren und die Portfoliokonstruktion, die Co-Investments und Secondary-Transaktionen mit sich bringen, bleiben im aktuellen Marktumfeld von hoher Relevanz. Co-Investments können LPs den Zugang zum Private-Equity-Markt zu erheblich reduzierten Kosten (Gebühren und Beteiligungsgewinne) ermöglichen. Dies gilt jedoch nicht für alle Co-Investments. Wie wir später noch diskutieren werden, müssen LPs über gute Beziehungen verfügen und einen Mehrwert bieten, um sich diese wirtschaftlichen Vorteile zu sichern.

Secondary-Transaktionen bieten LPs Engagements am Private-Equity-Markt zu einer kürzeren Haltedauer und mit unterschiedlichen Cashflow-Profilen sowie Transaktionen, die von Vorzugskapital bis hin zu solchen reichen, die allein von Fonds-GPs geführt werden.

GPs werden selektiver im Hinblick auf ihre Co-Investment-Partner und treiben den Markt für Secondary-Transaktionen voran

GPs konzentrieren sich auf die wertvollsten Partner für Co-Investments

Unseren Beobachtungen nach zu schließen entwickelt sich der Co-Investment-Markt dahingehend, dass ein größerer Anteil der Transaktionen gemeinsam von Co-Investoren gezeichnet wird, anstatt breiter Post-Close-Syndizierungen. Co-Underwriting ist der Prozess der Bewertung und Durchführung eines Co-Investment parallel zum GP und steht im Gegensatz zu einem Post-Close-Sell-Down (Syndizierung). Das Co-Underwriting gibt den GPs Finanzierungssicherheit und minimiert das Risiko, dass sie ihre Finanzmittel für den Abschluss von Transaktionen überbeanspruchen müssen, insbesondere in einer Zeit, in der es ratsam ist, Liquidität über das gesamte Portfolio hinweg zu bewahren.

GPs konzentrieren sich auf ihre engsten und verlässlichsten LP-Co-Investoren, also diejenigen mit ausreichender Erfahrung und Ressourcen, um Transaktionsfristen einzuhalten und wertvolle Erkenntnisse während des Due-Diligence-Prozesses beizusteuern. Möglichst viel Kapital ist dabei ebenfalls von Vorteil, weil es sich so vermeiden lässt, an mehrere Co-Underwriting-Partner herantreten zu müssen.

Für erfahrene LP-Co-Investoren, die diese Anforderungen erfüllen können, bietet Co-Underwriting eine vorrangige Beteiligung an Deals und häufig auch die Möglichkeit, wie bereits oben erwähnt, Gesamtallokationen zu attraktiven Konditionen zu sichern.

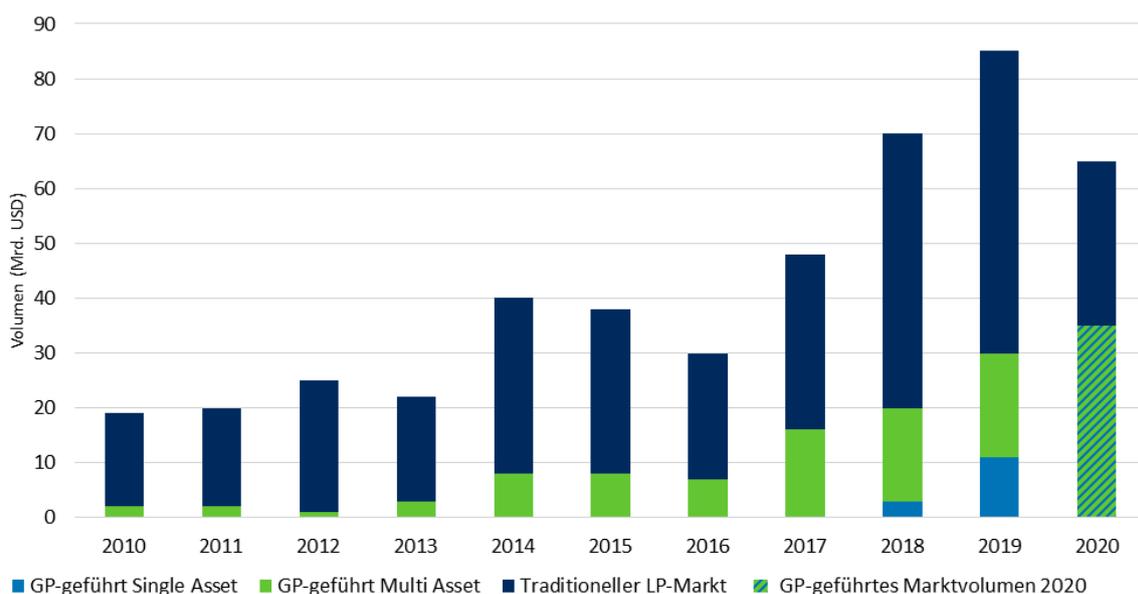
Wir gehen noch an späterer Stelle detailliert auf die Eigenschaften ein, die LPs für GPs attraktiver machen können.

GPs übernehmen nach COVID-19 die Kontrolle über den Secondary-Markt

Der Markt für Secondary-Transaktionen hat in den letzten Jahren ein starkes Wachstum verzeichnet, was zu einem großen Teil auf den Anstieg von GP-geführten Transaktionen zurückzuführen ist. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen. Der heutige Markt unterscheidet sich stark von dem vor zehn Jahren, nicht nur in Bezug auf dessen Größe, sondern vor allem auch in Bezug auf das Erfahrungsniveau und den Transaktionstyp.

Bis vor kurzem wurde der Markt für Secondary-Transaktionen von traditionellen LP-Transaktionen dominiert, bei denen GPs lediglich passive Zuschauer waren, außer dass sie Transfers bewilligten. Die Pandemie hat GP-geführte Transaktionen weiter vorangetrieben und gleichzeitig das Volumen von LP-Portfoliotransaktionen reduziert. Wie in der folgenden Grafik zu sehen ist, zeigen vorläufige Marktstatistiken, dass im Jahr 2020 das Volumen von GP-geführten Transaktionen in der Tat das von LP-Transaktionen mit mehr als 35 Mrd. US-Dollar in den Schatten stellte.

Weltweites Sekundärtransaktionsvolumen pro Jahr



Volumen weltweiter Secondary-Transaktionen pro Jahr

Quelle: Credit Suisse PFG Capital Solutions Update (Dezember 2020), Lazard (2021)

Die zunehmende Beteiligung von GPs an Secondary-Transaktionen wurde durch die Pandemie beschleunigt, die viele GPs dazu veranlasst hat, innovative Secondary-Lösungen in ihren Portfolios zu nutzen. Im ersten Halbjahr 2020, als die Kapitalmärkte geschlossen waren, konzentrierten sich die GPs darauf, ihre Portfolios in den ersten Lockdowns mit Vorzugsaktien und NAV-Fazilitäten (durch das Portfolio gedeckte Kreditfazilitäten) zu unterstützen.

In der zweiten Jahreshälfte, als die ersten Restriktionen aufgehoben wurden, wandten sich viele GPs den Unternehmen in ihren Portfolios zu, die ein gutes Aufwärtspotenzial aufweisen, aber auch mehr Zeit und, wenn auch in geringerem Maße, Kapital benötigen, um wieder auf einen Wachstumspfad zu gelangen. Diese Fonds streben nun eine längere Haltedauer in Form von Secondary-Fortführungsvehikeln an.

Zugleich ist es wichtig festzuhalten, dass die heutigen Secondary-Investoren lediglich bereit sind, diejenigen Transaktionen zu zeichnen, die Unternehmen zum Gegenstand haben, welche sich trotz der Pandemie gut entwickelt haben und auf kurze Sicht eine klare Wertschöpfungsperspektive aufweisen. Diese Flucht in Qualität hat auch zu einer erhöhten Konzentration der Unternehmen am Markt für Secondary-Transaktionen geführt, wohingegen früher für Anleger in solchen Transaktionen Diversifizierung wichtiger war als die Qualität der Anlagen.

Wie können sich LPs am besten für den Zugang zum Dealflow positionieren?

Das starke LP-Interesse an Co-Investments und GP-geführten Secondary-Transaktionen hat den Wettbewerb um diese Unternehmen verschärft. LPs mit starken GP-Beziehungen, Ressourcen und Zuverlässigkeit bei der Ausführung von Transaktionen sind gegenüber anderen LPs im Vorteil. Gleichgerichtete Interessen bleiben ein Schlüsselement für den Erfolg.

Breit gespannte Netzwerke hochwertiger Partner

Breite und starke Kapazitäten für Primary-Investitionen sind der Ausgangspunkt für erfolgreiche Co-Investment- und Secondary-Programme. Ohne diese Beziehungen haben LPs nur eingeschränkten Zugriff auf Transaktionen von höchster Qualität und nur begrenzte Einblicke und Informationen, um sie zu bewerten. LPs, die diese Beziehungen in frühen Fondsgenerationen aufgebaut haben, sind in der Regel am besten positioniert.

Zuverlässigkeit und Ressourcen

GPs und Berater entscheiden sich in der Regel dafür, mit den LPs zu arbeiten, die am schnellsten handeln und am zuverlässigsten sind. LPs müssen über das Fachwissen und die Ressourcen verfügen, um sich gegenüber bestimmten Unternehmen in kurzer Zeit als Kapitalgeber verpflichten zu können. Dies erfordert eine interne Expertise über bestimmte Branchen und Geschäftsmodelle sowie eine erfahrene Finanz-, Rechts- und Steuerinfrastruktur. Für GP-geführte Secondary-Transaktionen ist es entscheidend, über die Erfahrung und das Wissen zu verfügen, die erforderlich sind, um eine führende Rolle bei der Strukturierung von Transaktionen zu übernehmen.

Viel Kapital zur Verfügung stellen zu können, das der Strategie gewidmet ist, ist ebenso von Vorteil. Für Co-Investments, insbesondere in Co-Underwriting-Situationen, ist die Fähigkeit, den vom GP geforderten vollen Betrag zeichnen zu können, wichtig, da dann keine weiteren Parteien in den Prozess einbezogen werden müssen. Bei GP-geführten Secondary-Transaktionen können LPs mit genügend Kapital die gesamte Transaktion zeichnen und somit eine führende Rolle übernehmen.

Zunehmend versuchen LPs, GPs und Unternehmen einen Mehrwert zu bieten. Dies umfasst Vorstellungen bei Kunden, Lieferanten oder Joint-Venture-Partnern oder die Bereitstellung von Finanzierungs- oder Liquiditätslösungen. Das Warehousing von Transaktionen, wenn der Fonds eines GP noch nicht aufgelegt worden ist, sowie Überbrückungsfinanzierungen vor einer Refinanzierung nehmen zu.

Vollkommen gleichgerichtete Interessen

Vollkommen gleichgerichtete Interessen mit dem GP sind sowohl für Co-Investments als auch für Secondary-Transaktionen gleichermaßen wichtig. Bei Co-Investments ist es entscheidend, zu denselben Konditionen und derselben Bewertung zu investieren wie der GP. Für Secondary-Transaktionen ist es wichtig, dass die GPs einen bedeutenden Teil ihres Beteiligungsgewinns in die neue Struktur einfließen lassen. Neben einem gleichgerichteten wirtschaftlichen Interesse bietet eine langfristige Partnerschaft mit GPs auch die Gewissheit, dass GPs Co-Investoren und Secondary-Investoren fair behandeln, was genauso wichtig ist.

Zusammenfassung

Die Covid-19-Krise fördert die Entwicklung auf den Co-Investment- und Secondary-Märkten, was den LPs mit der meisten Erfahrung zugutekommt. GPs suchen Unterstützung bei ihren zuverlässigsten und langfristigen LPs, um einen höheren Anteil an Co-Investitionen zu zeichnen. Dabei verschwimmen die Grenzen zwischen Co- und Direktinvestitionen. Bei Secondary-Transaktionen haben sich GPs von passiven Zuschauern zur führenden Kraft entwickelt. Die zunehmende Größe und Komplexität des GP-geführten Marktes begünstigen die LPs mit der erforderlichen Erfahrung und den notwendigen Ressourcen. Ein starkes Netzwerk für Primary-Investitionen wird für den Zugang zu qualitativ hochwertigen Transaktionen und für diesbezügliche Einblicke immer wichtiger.

Autoren:

Maria Prieto
Senior Investment Director
Schroder Adveq Management AG



Christiaan Van Der Kam
Head of Secondary Investments-
Schroder Adveq Management AG

Kontakt:

Kathrin Keil
Alternatives Director
Schroder Adveq Management AG
Affolternstrasse 56,
8050 Zurich, Switzerland
Tel.: +41 58 445 55 55
E-Mail: kathrin.keil@schroderadveq.com
www.schroderadveq.com

Dr. Christian Böhler, Partner Private Equity, Head of Secondaries, Unigestion SA

Überblick

COVID-19 war für den Sekundärmarkt ein Schock. Transaktionsvolumen fielen massiv im 2. Quartal 2020, insbesondere am größeren Ende des Marktes, wo LP-Portfolioverkäufe völlig zum Erliegen kamen.

Am kleineren Ende des Sekundärmarktes erholte sich die Aktivität jedoch schneller und bietet nun mehr Opportunitäten. Einerseits haben kleinere Verkäufer, wie z. B. Family Offices, Positionen rasch auf dem Sekundärmarkt verkauft, um Liquiditätsbedürfnisse zu decken oder ihre Portfolios nach den ersten COVID-19-Lockdowns umzuschichten. Zum anderen gab es angesichts des Rückgangs der Exits eine große Anzahl kleinerer GP-geführter Transaktionen wie Fondsumstrukturierungen und Sidecar-Fonds - GPs versuchen, sowohl Liquidität für ihre LPs zu generieren als auch ihre Portfoliounternehmen zu unterstützen. Darüber hinaus hat die anhaltende Pandemie die Fristen für das Fundraising der GPs verlängert und somit den Bedarf an alternativen Finanzierungslösungen am Sekundärmarkt verschärft.

Unigestion konzentriert sich auf kleine, komplexe Sekundärmarkttransaktionen, die in der Regel GP-geführt sind. Dank der zahlreichen Opportunitäten, die wir am kleineren Ende des Marktes sehen, haben wir in den letzten Monaten mehrere einzigartige Deals erfolgreich abgeschlossen. Im Folgenden erörtern wir die aktuelle Lage auf dem Sekundärmarkt und warum sich unseres Erachtens am kleinen Ende des Marktes so attraktive Opportunitäten für GP-geführte Transaktionen ergeben.

COVID-19 – ein Schock für den Sekundärmarkt

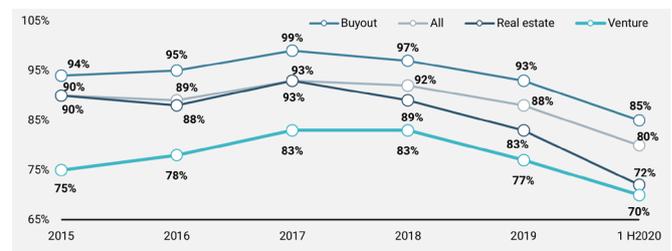
Mit dem Ausbruch von COVID-19 in den westlichen Volkswirtschaften kam der Sekundärmarkt völlig zum Stillstand und das Transaktionsvolumen in Q2 2020 fiel auf ein Rekordtief.

Der unmittelbare starke Kurseinbruch an den öffentlichen Märkten führte zu einer Diskrepanz zwischen den NIWs der Referenzfonds (insbesondere den Bewertungen für Q4 2019) und den Marktbewertungen im neuen, nach COVID-19 entstandenen Marktumfeld. Negative Marktbewegungen und wirtschaftliche Ungewissheit haben daher im zweiten Quartal viele Sekundärmarktprozesse gestört. Infolgedessen wurden die meisten Transaktionen auf Eis gelegt, um eine Stabilisierung der Märkte abzuwarten und die Auswirkungen der Krise auf die Zielunternehmen zu erfassen.

Einige Käufer haben angesichts der Ungewissheit über das Ausmaß und die Dauer der Auswirkungen der Pandemie ein Moratorium für neue Transaktionen verhängt. Bei den bereits abgeschlossenen Deals zeichneten aktive Käufer meist höhere Abschläge und gingen von einem konservativen EBITDA Wachstum und Exit Timing aus. Allerdings taten sich die nicht notleidenden potenziellen Verkäufer schwer, höhere Abschläge zu akzeptieren, was zu großen Geld-Brief Spannen und rekordniedrigen Transaktionsvolumina in Q2/Anfang Q3 führte.

Wesentliche Auswirkungen auf Sekundärmarktpreise und -volumen

Abbildung 1: Historische Sekundärmarktpreise (in % des NIW)

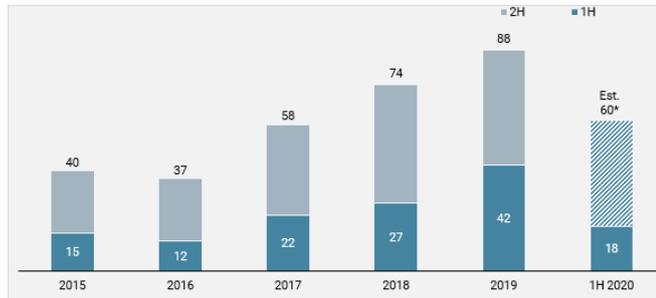


Quelle: Greenhill und Pitchbook. Stand der Daten: Juni 2020.

Dieser Schockeffekt zeigt sich in den sekundären Zahlen für das erste Halbjahr 2020 - sowohl bei den sekundären Preisen (Abbildung 1) als auch bei den sekundären Volumina (Abbildung 2).

Die durchschnittlichen Bid-Preise über alle Strategien hinweg lagen in H1 2020 bei 80% des NIW - Preisniveaus, die zuletzt nach der Finanzkrise vor mehr als einem Jahrzehnt erreicht wurden und einem starken Rückgang von 800 Basispunkten im Vergleich zu 2019 entsprechen. Angesichts des Pandemieschocks sank die Risikobereitschaft der Käufer. Sie bevorzugten jüngere Vintage Fonds, etablierte Manager und widerstandsfähige, defensive Assets. Strengere Due Diligence Prüfungen wurden eingeführt, die sich auf die Gesundheit der Bilanz, den Liquiditätsspielraum und die grundlegende Performance während der Wirtschaftskrise konzentrierten. In den Preismodellen wurden angesichts des anhaltend schwierigen Exit Umfelds längere Haltedauern einberechnet. Technisch gesehen basierten die Preise in H1 2020 noch auf den Bewertungen/ NIWs von Q4 2019 bzw. Q1 2020 - und mit den nachfolgenden Referenzquartalen (d. h. ab Q2 2020) und den Abwärtskorrekturen der Buchwerte ist zu erwarten, dass sich die Sekundärpreise in H2 2020 stabilisieren und die Abschläge eher wieder abnehmen werden.

Abbildung 2: Historische Transaktionsvolumen am Sekundärmarkt (in Mrd. USD)



Quellen: Greenhill, Pitchbook, und *Unigestion-Schätzung. Stand der Daten: Juni 2020.

Die Daten zum Sekundärmarktvolumen zeigen einen starken Rückgang auf 18 Mrd. USD in H1 2020, was einen massiven Einbruch gegenüber dem Rekord-H1-Volumen von 42 Mio. USD in 2019 darstellt. Im 2. Quartal 2020 befand sich vor allem das größere Ende des Marktes komplett im Stillstand. Zum einen befassten sich die Käufer intensiv mit der Überwachung und dem Management ihres Portfolios, um die Auswirkungen der Pandemie auf die bestehenden Bestände abzuschätzen. Darüber hinaus war aufgrund der hohen Ungewissheit kein korrektes Pricing von Assets möglich. Andererseits zogen es die meisten potenziellen Verkäufer - sofern sie nicht notleidend waren - vor, auf spätere Stichtage zu warten, wenn die Auswirkungen der Pandemie auf die Bewertungen deutlicher werden und die übliche Abwägung zwischen Halten bis zur Fälligkeit und Verkauf mit mehr Zuversicht durchgeführt werden kann.

GP-geführte Deals machten in H1 2020 6 Mrd. USD aus - ein starker Rückgang im Vergleich zu den 14 Mrd. USD, die in H1 2019 getätigt wurden. Dieser Einbruch entspricht jedoch in etwa dem allgemeinen Rückgang des Sekundärmarktvolumens, und es wird erwartet, dass das GP-geführte Volumen wieder zunimmt und zumindest seinen Anteil von ca. 30% des Gesamtvolumens beibehält.

In der ersten Hälfte des Jahres 2020 gab es eine Konzentration von Verkäufertypen auf dem Sekundärmarkt. Neben den von Fondsmanagern/GP-geführten Deals kam der Großteil des Transaktionsvolumens von Pensions- und Staatsfonds - bedingt durch den kurzfristigen Bedarf an Portfolioumschichtungen in der frühen Phase der Marktturbulenzen. Andere prominente Verkäufergruppen wie Dachfonds, Family Offices, Finanzinstitutionen und Stiftungen waren nicht besonders aktiv und warteten stattdessen ab, dass sich die allgemeine Marktvolatilität weiter stabilisiert und die Unsicherheiten abnehmen.

Anzeichen einer Erholung

Käufer und Verkäufer warteten zunächst die NIWs für Q1 ab, bevor sie wieder Transaktionen tätigten. Meist wurde sogar auf die Bewertungen des 2. Quartals gewartet, um einen klareren Überblick über die vollen Auswirkungen der ersten Welle von COVID-19 zu erhalten. Gleichzeitig wurden die LPs von den Fondsmanagern über die Auswirkungen auf Einnahmen, finanziellen Spielraum und revidierte Prognosen für die Portfoliounternehmen, einschließlich des Exit-Timings, informiert. Dies ermöglichte es Sekundärmarkt Anlegern, Transaktionen wieder zu bepreisen.

In den meisten Fällen erreichten die Portfoliobewertungen in Q1 und/oder Q2 einen Tiefpunkt. Nun ist in allen Portfolios ein Stabilisierungstrend erkennbar. Allerdings sind die COVID-19-Fallzahlen in Europa und Nordamerika in den letzten Wochen deutlich angestiegen, was erneut ein hohes Maß an Unsicherheit auf den Sekundärmärkten erzeugt.

Eine schnellere Erholung am kleineren Ende

Im Gegensatz zum breiteren Markt hat sich in den ersten Monaten der Pandemie (d.h. im 2. und 3. Quartal des letzten Jahres) das Zeitfenster für kleinere Sekundärtransaktionen viel schneller wieder geöffnet.

Bei größeren LP-Portfolioverkäufen legten die meisten potenziellen Verkäufer - in der Regel große institutionelle Investoren - die Verhandlungen im zweiten und dritten Quartal auf Eis und warteten auf eine Verbesserung der Markt- und Bewertungslage. Außerdem sind bisher keine großen notleidenden Verkäufer aufgetaucht (wenn überhaupt), wie es in den Jahren 2008/09 der Fall war (damals waren es hauptsächlich Banken und Finanzinstitute).

Kleinere Investoren (z.B. Family Offices) haben demgegenüber viel schnellere und einfachere Entscheidungsprozesse und sind tendenziell weniger preissensibel. Im Zuge der COVID-19 führten Rebalancing- und Liquiditätsanforderungen zu einer Reihe von Verkaufentscheidungen einzelner LP-Positionen oder kleiner Portfolios sowie zu einer größeren Bereitschaft, angesichts der anhaltenden Marktvolatilität erhebliche Abschläge zu akzeptieren.

Ein ähnliches Bild ergibt sich im GP-geführten Bereich, einschließlich Fondsumstrukturierungen und (Single- oder Multi-Asset) Continuation Fonds. In den meisten Fällen wurden größere GP-geführte Deals (über USD 180 Mio.) auf Eis gelegt, werden aber nun langsam aber sicher wieder aufgenommen. Am kleineren Ende hat Unigestion eine Reihe von GP-geführten Deals mit einer Größe von bis zu USD 100 Mio. durchgeführt. Dies ist ein Segment, das von Vermittlern

weniger abgedeckt wird, mit kürzeren Entscheidungsprozessen und der Bereitschaft, kleinere Club-Deals anstelle von größeren, wettbewerbsintensiveren Syndication-geführten Deals zu tätigen. Darüber hinaus ist es für Käufer bei kleinen GP-geführten Deals einfacher, die besten Portfoliounternehmen auszuwählen, als ganze Portfolios mit einem Mix aus guten und schlechten Unternehmen zu akzeptieren. Verlangsamte Exit-Aktivität führt zu alternativen Finanzierungsmöglichkeiten.

Im Verlauf der Pandemie haben sich die traditionellen Exit-Märkte deutlich verlangsamt, wie in Abbildung 3 dargestellt. Weltweit gab es in H1 2020 nur 874 Exits, verglichen mit 1.238 Exits in H1 2019.

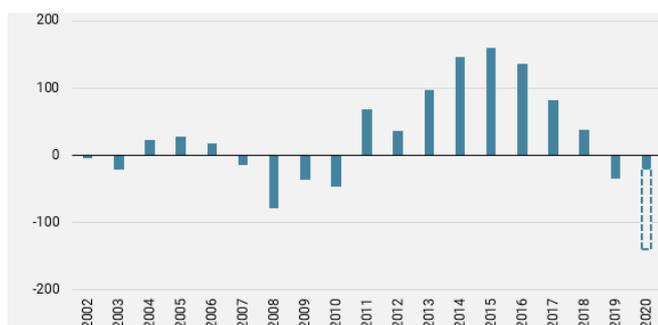
Abbildung 3: Private Equity Exits (Deals pro Quartal)



Quelle: Pitchbook. Daten zum Juni 2020.

Aufgrund der COVID-bedingten Sorgen mussten viele LPs jedoch mit einer hohen Nachfrage nach Kapitalabrufen kämpfen, um belastete Portfolios zu stützen oder GPs zu ermöglichen, Deal-Chancen in einem Krisenumfeld zu nutzen. Dieser Anstieg der Nettomittelabflüsse für LPs, wie in Abbildung 4 dargestellt, führt bei bestimmten Anlegern zu Liquiditätsproblemen und einem Bedarf an Portfolio-Rebalancing. Daher erwarten wir ab Q1 2021 eine erhöhte Anzahl von LP Einzel- und Portfolioverkäufen.

Abbildung 4: Nettomittelzuflüsse an Investoren (in Mrd. EUR)



Quelle: Preqin. Stand der Daten: August 2020.

Gleichzeitig suchen GPs, die mit geringer Aktivität in den traditionellen Exit-Märkten konfrontiert sind, nach alternativen Liquiditätslösungen für ihre Fonds, um ihre Cash-hungrigen Investoren zu befriedigen, was zu einer steigenden Zahl von Continuation Funds und Fondsumstrukturierungen führt.

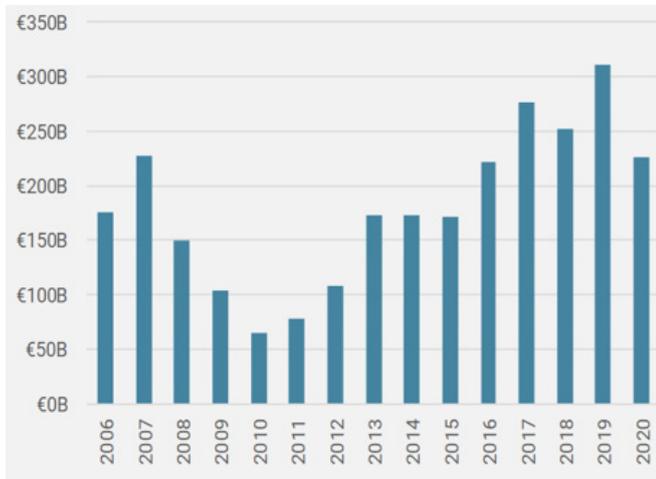
Da die Zahl der kleinen und mittleren GPs im Vergleich zu den Large Cap GPs viel größer ist, gibt es einfach mehr kleine GPs mit Tail-End Fonds und reifenden Portfolios. Dies schafft einen fruchtbaren Boden für kleinere strukturierte Transaktionen, die unter dem Radar der großen sekundären Intermediäre und Investoren fallen.

Verspätete Fundraisings und Bedarf an Portfoliounterstützung

Neben der geringen Aktivität in den Exit-Märkten kämpfen GPs auch mit einem sehr schwierigen Fundraising Umfeld – wobei insbesondere das mittlere und kleine Segment davon betroffen sind. Während der globalen Finanzkrise war das Fundraising für neue Sponsoren schwierig, vor allem im Segment der KMUs. Es dauerte in der Tat zehn Jahre, bis das allgemeine Fundraising Volumen wieder das Niveau von 2007 erreichte. Die aktuelle COVID-19-Krise könnte aufgrund der jüngsten Flucht zu größeren und etablierteren Managern mit soliden Investment Track Records über mehrere Zyklen zu ähnlichen Herausforderungen führen. Wie in Abbildung 5 dargestellt haben sich die eingeworbenen Mittel weltweit für 2020 relativ gut gehalten – was jedoch primär durch diverse Large Cap GPs mit erfolgreichen Fundraisings zu begründen ist.

Der Mangel an Neukapital schafft Opportunitäten im Sekundärmarkt, insbesondere am kleineren Ende: Der Markt ist sehr klein: Neben innovativen Lösungen zur Portfoliounterstützung (wie unten beschrieben) haben einige GPs in letzter Zeit ihre Fundraising Modelle auf direkte Sekundärmodelle (einzelne Assets oder ein kleiner Korb von Portfoliounternehmen) umgestellt - was für Sekundärinvestoren volle Transparenz und einen hohen Kapitaleinsatz bietet.

Abbildung 5: PE-Fundraising-Aktivitäten (USD Mrd.), weltweit



Quellen: Pitchbook und Preqin, Stand: Januar 2021.

Zusätzlich zu den reduzierten Fundraising- und Exit Aktivitäten müssen GPs auch ihre bestehenden Portfolios sorgfältig verwalten. Die aktuelle Krise bringt sowohl Herausforderungen als auch Opportunitäten mit sich. Erstens benötigen bestimmte Portfoliounternehmen - meist solche in zyklischen Branchen, die gegenüber der COVID-Krise empfindlicher sind und einen hohen Investitionsbedarf haben - möglicherweise mehr Liquidität. Zweitens könnten die stärkeren Portfoliounternehmen - entweder resistent oder sogar positiv von der COVID-Pandemie beeinflusst - weitere Finanzierungen erfordern, um die Expansion zu unterstützen oder selektive Add-on-Akquisitionen zu tätigen.

Dies schafft erhebliche Opportunitäten für strukturierte und GP-geführte Transaktionen am kleineren Ende des Marktes, wo Deals problemlos angepasst werden können, um sich nur auf die besten Portfoliounternehmen zu konzentrieren. So kann ein GP beispielsweise innovative Sidecar- oder Bridge Fonds Strukturen einrichten, in der Regel mit Vorzugsbedingungen für die zugrundeliegenden Finanzinstrumente. In den ersten Monaten der Pandemie richtete Unigestion verschiedene Lösungen zur Portfolio Unterstützung am kleineren Ende des Marktes ein. So haben wir beispielsweise einen Sidecar Fonds von ca. USD 35 Mio. erstellt, um gemeinsam mit einem skandinavischen Wachstumskapitalmanager zwei Unternehmen zu unterstützen, die von COVID positiv beeinflusst wurden und zusätzliches Kapital benötigten, um ihren starken Wachstumstrend fortzusetzen. Eines der beiden Assets ist ein Robotik Unternehmen, das mobile, professionelle Serviceroboter vor allem in den Sektoren Gesundheitswesen, Gastgewerbe, Bauwesen und Landwirtschaft entwickelt, produziert und vertreibt. Ein Hauptprodukt des Unternehmens ist ein Desinfektionsroboter, der autonom arbeitet, um

Krankenhäuser, Schulen, Flughäfen und andere große öffentliche Flächen von Bakterien und Viren (einschließlich COVID-19) zu reinigen, gestützt auf eine UV-Licht-Technologie.

Bei einem anderen kürzlich durchgeführten Deal in Deutschland gründete Unigestion eine Zweckgesellschaft (SPV), die das gesamte Altportfolio eines in München ansässigen Fondsmanagers übernahm. Die wichtigsten motivierten Verkäufer waren zwei deutsche institutionelle Investoren, die ihre Bilanzen „bereinigen“ mussten. Das wichtigste Asset der vier Portfoliounternehmen ist ein deutsches Data Analytics Softwareunternehmen/Anbieter von KI-basierter Entscheidungsunterstützungssoftware sowohl für Behörden als auch für Blue Chip Industrieunternehmen hauptsächlich in der DACH Region. Dies ist ein gutes Beispiel für ein Unternehmen, dessen hauptsächlich Werttreiber im Hinblick auf Umsatz und Rentabilität von COVID kaum beeinträchtigt wurde.

Das Argument für COVID-19 widerstandsfähige und profitierende Unternehmen

Die Zukunft ist zwar höchst ungewiss, aber die Pandemie wird sich voraussichtlich weiterhin unterschiedlich und ungleich auf die verschiedenen Branchen und Sektoren auswirken:

- Stark betroffene Sektoren: z. B. Transport, Hotel- und Gaststättengewerbe, Reisebranche
- Moderat betroffene Sektoren: z. B. Finanzdienstleister, Unternehmensdienstleistungen
- Neutral betroffene Sektoren (COVID-Resilienz): z. B. Gesundheitsdienste, Lebensmittel & Getränke, Technologie/Software
- Positiv betroffene Sektoren (COVID-Gewinner): z. B. E-Commerce-Geschäftsmodelle, Produkte, die Lösungen für COVID-19 bedingte Probleme bieten

Anleger werden wahrscheinlich erhebliche Abschläge für Portfolios von Unternehmen in stark betroffenen Sektoren erhalten. Die sekundäre Strategie von Unigestion behält jedoch einen klaren Fokus auf Portfolios von Unternehmen in neutralen oder positiv beeinflussten Sektoren, d.h. COVID-resistenten oder profitierenden Unternehmen. Angesichts der anhaltenden Ungewissheit bezüglich der Pandemie sind wir der Meinung, dass dies die einzigen Kategorien sind, in denen die Aussichten vernünftigerweise bewertet werden können.

Erfolgreiche Positionierung in einem hart umkämpften Markt

Wie erwartet, hat die Pandemie einen Rückgang der Sekundärmarkt Deal Aktivitäten bewirkt, insbesondere am größeren Ende des Marktes. Darüber hinaus waren große Sekundärmarkttransaktionen, die trotz der Krise zustande kamen, angesichts der hohen Bestände an Dry Powder unter den großen Teilnehmern hart umkämpft.

Weniger erwartet sind die einzigartigen Opportunitäten, die die Pandemie am unteren Ende des Marktes geschaffen hat. Der Bedarf von schnellen und opportunistischen Verkäufern sowie ein starker Strom von GP-geführten/strukturierten Opportunitäten, um LPs Liquidität zu geben und bestehende Portfolios zu unterstützen, sind viel früher als erwartet aufgetreten.

Ein flexibler und dynamischer Sekundärmarktansatz sowie ein außergewöhnlicher Zugang zum Dealflow sind jedoch unerlässlich, um die aktuellen Opportunitäten am kleinen Ende des Sekundärmarktes voll auszuschöpfen.

Autor:



Dr. Christian Böhler
*Partner Private Equity,
 Head of Secondaries
 Tel.: +41 44 220 1611
 E-Mail cboehler@unigestion.com*

*Unigestion SA, Zurich branch
 Sihlstrasse 20
 CH 8021 Zürich
 Schweiz
www.unigestion.com*

Wichtige Informationen

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit liefert keinen Hinweis auf die Zukunft. Der Wert einer Anlage und ihre Erträge ändern sich häufig und können fallen oder steigen. Es gibt keine Garantie, dass Sie den ursprünglich angelegten Betrag zurück-erhalten. Dieses Dokument dient ausschließlich Ihrer Information und darf von den Empfängern nicht an andere Personen weitergegeben, veröffentlicht, vervielfältigt oder offengelegt werden. Seine Verteilung, Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe an Dritte durch den Empfänger ist untersagt. Es ist nicht dazu erstellt oder bestimmt, von einer natürlichen oder juristischen Person verbreitet oder verwendet zu werden, die Bürger oder Einwohner eines Ortes, eines Staates, eines Landes oder einer Gerichtsbarkeit ist, bzw. an einem Ort, in einem Staat, einem Land oder einer Gerichtsbarkeit ansässig ist, in denen eine solche Verbreitung, Veröffentlichung, Verfügbarkeit oder Verwendung gegen geltende Gesetze oder Vorschriften verstößt.

Dieses Dokument ist eine Erklärung unserer Anlagephilosophie und -dienstleistungen zu Werbezwecken, die nur im Zusammenhang mit dem Gegenstand dieser Präsentation betrachtet werden sollte. Es stellt weder eine Anlageberatung noch eine Anlageempfehlung dar. Dieses Dokument stellt keinerlei Angebot, Aufforderung oder Vorschlag der Eignung zur Zeichnung der darin genannten Anlageinstrumente dar. Ein Verkaufsangebot oder die Anforderung eines Kaufangebots dürfen nur über formelle Angebotsdokumente erfolgen, die u. a. ein vertrauliches Angebotsmemorandum, einen Kommanditgesellschaftsvertrag (falls zutreffend), einen Anlageverwaltungsvertrag (falls zutreffend), einen Betriebsvertrag (falls zutreffend) und zugehörige Zeichnungsdokumente (falls zutreffend) umfassen. Bitte kontaktieren Sie Ihren professionellen Berater, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen.

Soweit wie möglich wollen wir die für dieses Dokument relevanten wesentlichen Risiken offenlegen, auf den entsprechenden Seiten des Dokuments wird auf diese hingewiesen. Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Überzeugungen stellen keine vollständige Beschreibung der betreffenden Wertpapiere, Märkte und Entwicklungen dar. Verweise auf bestimmte Wertpapiere sind nicht als Empfehlung für deren Kauf oder Verkauf aufzufassen. Unigestion behält sich das Recht vor, bestimmte Informationen ohne Vorankündigung zu entfernen oder zu verändern. Unigestion kann nach alleinigem Ermessen die hierin beschriebenen Strategien ändern.

Anleger müssen ihre eigene Risikoanalyse (unter Berücksichtigung rechtlicher, steuerlicher und anderer Konsequenzen) zu einer Anlage durchführen und sollten unabhängigen, professionellen Rat einholen. Einige der hierin beschriebenen oder erwähnten Anlagestrategien können als Anlagen mit hohem Risiko und als nicht schnell zu realisierende Anlagen angesehen werden, die zu erheblichen und plötzlichen Verlusten führen können, einschließlich eines vollständigen Verlusts der Anlage. Diese sind nicht für alle Anlegertypen geeignet.

Sofern vorliegendes Dokument Aussagen über die Zukunft enthält, handelt es sich um zukunftsgerichtete Informationen, die mehreren Risiken und Unwägbarkeiten unterliegen, einschließlich der Auswirkungen von Konkurrenzprodukten, Marktakzeptanz- und sonstiger Risiken, wobei diese Aufzählung keinen Anspruch auf Vollständigkeit erhebt. Die tatsächlichen Ergebnisse könnten erheblich von den Ergebnissen in den zukunftsgerichteten Aussagen abweichen. Daher sollte man sich nicht auf zukunftsgerichtete Aussagen als Grundlage für zukünftige Erträge verlassen. Anvisierte Renditen spiegeln subjektive Annahmen von Unigestion basierend auf einer Vielzahl von Faktoren wider, darunter interne Modelle, Anlagestrategie, bisherige Performance ähnlicher Produkte (falls zutreffend), Volatilitätsmessungen, Risikotoleranz und Marktbedingungen. Anvisierte Renditen sollen nicht die tatsächliche Performance darstellen und sollten nicht als Indikator für die tatsächliche oder zukünftige Performance betrachtet werden.

Die Genauigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen wurden nicht gesondert geprüft. Die Daten und grafischen Informationen in diesem Dokument dienen ausschließlich Hinweiszwecken und stammen unter Umständen aus externen Quellen. Unigestion unternimmt angemessene Maßnahmen zur Überprüfung dieser Informationen aus externen Quellen, gewährleistet jedoch weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Folglich werden keine Zusicherungen oder Garantien, weder ausdrücklich noch implizit, von Unigestion in dieser Hinsicht gemacht oder gemacht werden und es wird keine Verantwortung oder Haftung übernommen. Alle hier zur Verfügung gestellten Angaben können ohne Vorankündigung geändert werden. Sie sind nur zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung aktuell, unabhängig davon, wann der Empfänger sie zur Kenntnis nimmt. Aufgrund von Wechselkursen kann der Wert einer Anlage steigen oder fallen. Eine Anlage bei Unigestion birgt wie alle Anlagen Risiken für den Anleger, einschließlich des Risikos des vollständigen Verlusts der Anlage.

An der Verbreitung dieses Dokuments beteiligte juristische Personen

EUROPÄISCHE UNION

Dieses Material wird in der Europäischen Union durch Unigestion Asset Management (France) S.A., die durch die französische Autorité des Marchés Financiers („AMF“) zugelassen und reguliert wird, verbreitet.

Diese Informationen richten sich ausschließlich an professionelle Kunden und zulässige Gegenparteien im Sinne der Definition in der MiFID-Richtlinie und wurden daher nicht zur Verwendung durch Privatkunden angepasst.

SCHWEIZ

Dieses Material wird von Unigestion SA, die durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht („FINMA“) zugelassen ist und von dieser reguliert wird, verbreitet.

Das Dokument wurde im Februar 2021 veröffentlicht.

8.
MÄRZ-MAI

EBS-KOMPAKTSTUDIUM SUSTAINABLE & RESPONSIBLE INVESTMENTS

Oestrich-Winkel

Rabatt für BAI-Mitglieder

Das Kompaktstudium Sustainable & Responsible Investments der EBS Executive School vermittelt einen strukturierten Überblick und vertiefende Einblicke in das zukunftsorientierte und ökonomisch sowie gesellschaftlich relevante Feld der nachhaltigen Investments. Das berufsbegleitende Weiterbildungsstudium legt dabei einen besonderen Fokus auf den globalen gesellschaftlich-politischen Kontext, auf das ökonomische Konzept, die Besonderheiten für bestimmte Asset-Klassen, auf ESG-Investment-Strategien und auf die Bestimmung von ESG-Wertbeiträgen für Unternehmen und für Portfolios.

Teil des Curriculums sind sechs spezielle Module für besonders relevante Investorenkategorien, das sind Versicherungen, Pensionskassen, kirchliche Einrichtungen, Stiftungen, Unternehmen und Private Equity Gesellschaften.

Durch dieses Kompaktstudium werden die Teilnehmer in die Lage versetzt, die Qualität ihrer Investitionsentscheidungen – gemessen am Risk/ Return und am gesellschaftlichen Impact – zu verbessern und damit Reputation und Wettbewerbsfähigkeit ihres Unternehmens in einem vielversprechenden Zukunftsmarkt zu stärken. Weitere Informationen finden Sie auf www.ebs.edu/sri.

27-30.
APR.

BAI ALTERNATIVE INVESTOR CONFERENCE (AIC) 2021 – A VIRTUAL VENTURE

Virtuell

Rabatt für BAI-Mitglieder

- Die Branchenkonferenz rund um das Thema Alternative Investments
- Assetklassen- und produktübergreifend
- Ausgerichtet auf institutionelle Investoren
- Erstmals als rein virtuelle Veranstaltung

Wir bieten den Teilnehmern der Konferenz an insgesamt **vier Tagen ein interaktives Programm** mit hochaktuellen und kurzweiligen Vorträgen und Paneldiskussionen an. Jeder Konferenztag wird ein oder zwei Themen - **z.B. Private Markets, ESG, Liquid Alternatives** - zum Schwerpunkt haben, weiterhin ist ein Investorenspecial (Investors Day) eingeplant. Freuen Sie sich auf Vorträge u.a. zu "Private Debt - Trends, Strategien und Anlagechancen", "Über eine Dekade Infrastruktur: Auferstehung, Wandel und Ausblick einer Anlageklasse" und "Integration von ESG-Risiken in den Investment- und Risikoprozess für Alternative Investments". Am Investors Day erwartet Sie u.a. das **etablierte Investorenpanel** sowie ein **Investorenvortrag von Bernd Franken, Nordrheinische Ärzteversorgung**.

Mit hochkarätigen Keynote Speakern:

- **Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro**, Professor of International Economics, Graduate Institute of International and Development Studies / IHEID, Research Professor and Distinguished Fellow Emerging Markets Institute, INSEAD, mit einem Vortrag zu „The Post-Covid World“ (27. April 2021),
- **Dr. Jörg Kukies**, Staatssekretär im Bundesministerium der Finanzen (28. April 2021), mit einem Vortrag u.a. zur Rolle des Fondsstandorts Deutschland beim nachhaltigen und digitalen Wandel in der EU,

▀ **Prof. Dr. Veronika Grimm**, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, zu "Green Investments: Herausforderungen und Chancen" (29. April 2021).

Verschiedene Möglichkeiten zum Networking, virtuelle Ausstellerstände der Sponsoren sowie ein Lunch@home runden die Konferenz ab.

Für die institutionellen Endinvestoren wird es auch auf der AIC 2021 die Möglichkeit geben, sich in einem Workshop im kleinen Kreis, ganz ohne Produktanbieter, auszutauschen, rein virtuell. Dieses Mal berichtet Otto Hörner, Head of Asset Management Group, BASF SE, zur „Evolution bei Private-Equity-Anlagen aus Sicht eines institutionellen Investors!“

Weitere Informationen sowie die Möglichkeit zur Anmeldung finden Sie auf www.ai-conference.com, oder Sie kontaktieren Frau Christina Gaul unter 0228 96987 35 bzw. gaul@bvai.de.

10.
MAI

18. DEUTSCHE INVESTORENKONFERENZ Frankfurt

Rabatt für BAI-Mitglieder

Seit Jahren läuft das Private-Equity-Geschäft wie geschmiert. Doch mit der abflauenden Konjunktur in Deutschland mehren sich zusehends auch die Restrukturierungsfälle in den Portfolios vieler Private-Equity-Häuser. Vor allem die Automotive- und Modebranche sind gehörig unter die Räder gekommen. Sollten Private-Equity-Investoren diese Krisenbranchen künftig besser meiden? Oder bieten sich dort vielmehr spannende Opportunitäten? Bei der nächsten Ausgabe der „Deutschen Investorenkonferenz (DIK)“ werden wir diese und viele weitere Themen unter die Lupe nehmen.

Weitere Informationen finden Sie unter <https://www.finance-magazin.de/events/deutsche-investorenkonferenz/>

21-22.
JUN.

11TH NEW ENERGY INVESTOR SUMMIT Zürich

Rabatt für BAI-Mitglieder

Der New Energy Investor Summit ist die führende Schweizer Veranstaltung für Investitionen in Erneuerbare Energien. Einmal im Jahr vernetzt sich das Top-Management von finanzkräftigen Investoren, Projektentwicklern, Anbietern von Investitionsstrukturen und Dienstleistern aus ganz Europa. Neben Vorträgen, der Podiumsdiskussion und Workshops tauschen sich die Teilnehmenden und Referenten über Marktentwicklungen und Best-Practice-Lösungen aus und klären Fragen zu Kooperationen, Projekten und direkten oder indirekten Beteiligungen in den Technologien Windkraft, Solarenergie, Biomasse und Wasserkraft.



AUSFÜHRLICHE
INFORMATIONEN
UNTER:
WWW.EBS.EDU/ES

SATTELFEST IN ALTERNATIVEN UND NACHHALTIGEN FINANZANLAGEN

Kompaktstudiengänge ■ Private Equity ■ Sustainable & Responsible Investments ■ Corporate Sustainable Finance

Kompaktstudium Private Equity

- Fokus auf Private Equity als Anlageklasse
- Rechtliche, steuerliche und bewertungstechnische Grundlagen
- Investmentprozess auf Single- und Dachfondsebene
- Analyse von Private Equity-Produkten und Portfoliobeitrag
- Credits für Master-Studiengang Wealth Management
- Expertenwissen praxisnah vermittelt
- Mit Unterstützung des BAI Bundesverband Alternative Investments e.V.

Start 19. Jahrgang: 13. September 2021

www.ebs.edu/pe

Kompaktstudium Sustainable & Responsible Investments (SRI)

- Besonderheiten und Chancen nachhaltiger Investments
- SRI und ESG: Märkte, Strategien, Ratings, Performance, Vertrieb
- 22 Dozenten aus der SRI-Investment- und Beratungspraxis
- Credits für Master-Studiengang Wealth Management
- Umfassend, Cutting Edge Know-how, universitäres Niveau
- Wissensvorsprung für ein stark wachsendes Marktsegment
- Mit Unterstützung der relevanten Fachverbände FNG und VfU

Start 6. Jahrgang: 08. März 2021

www.ebs.edu/sri

Kompaktstudium Corporate Sustainable Finance (CSF)

- Für CFO-Bereiche von Unternehmen sowie Kreditbetreuer und Analysten in Banken
- Alle Nachhaltigkeitsthemen der Finanzfunktion: Strategie, Steuerung, Finanzierung, Risiko, Klima, IR, Reporting etc.
- 22 Dozenten aus Wissenschaft und Praxis
- 12 Tage in 4 Blöcken
- Klausur und Transferarbeit
- Universitätszertifikat: CSF-Advisor (EBS)
- Mit Unterstützung der relevanten Fachverbände DAI, DIRK, FNG und VfU

Start 2. Jahrgang: 06. September 2021

www.ebs.edu/csf

EBS Executive School
Hauptstraße 31
65375 Oestrich-Winkel
Tel.: +49 611 7102 1830
info.es@ebs.edu
www.ebs.edu/es



Deutsches Aktieninstitut
Kapital. Markt. Kompetenz.



EBS  **Universität**



Alternative Investments 2.0 Neue Impulse für Strategien, Assets und Nachhaltigkeit

Ahmet Peker / Rolf Dreiseidler / Johannes Jasper (Hg.)

Frankfurt School Verlag, 1. Auflage 2021, 550 Seiten, Hardcover, ISBN 978-3-95647-184-1, 79,90 EUR

ZUM THEMA DES BUCHS:

Alternative Investments sind zu einem bedeutsamen Anlagevehikel für institutionelle Investoren geworden – sowohl aus Renditegründen als auch zur Portfolio-Diversifikation. Alternative Investments bieten Investoren die Möglichkeit, innovative Anlagekonzepte zu verfolgen, und eröffnen Emittenten alternative Formen der Kapitalbeschaffung.

ZUM INHALT:

Das Buch „Alternative Investments 2.0“ stellt verschiedene alternative Assets vor und analysiert die dahinterliegenden strategischen Investmentansätze. Im Mittelpunkt stehen dabei die folgenden Aspekte:

- Fremdkapital- und Eigenkapitalcharakter
- Hybride Gestaltungen
- Nachhaltigkeit
- Digitale Innovationen

Das Buch richtet sich an institutionelle Investoren und gibt konkrete Anregungen bei der Ausrichtung alternativer Investmentstrategien.

ZU DEN HERAUSGEBERN UND AUTOREN:

Ahmet Peker ist Leiter Institutionelle Kunden Deutschland bei der FERl Trust GmbH und leitet ehrenamtlich das Germany Chapter der CAIA Association. Rolf Dreiseidler ist als Managing Partner bei dem Fundraising-Spezialisten POLARIS Investment Advisory AG tätig und ist stellvertretender Vorstandsvorsitzender im Bundesverband Alternative Investments e.V. Johannes Jasper betreut in seiner Rolle als Senior Investment Manager die Hedge-Fund und Multi-Asset-Investments im Pension Asset Management der Siemens AG.

Die Autoren des Buches stammen aus nationalen und internationalen Investmenthäusern und verleihen den Beiträgen einen hohen praxisorientierten sowie praxisrelevanten Einblick in die vorgestellten alternativen Investments.



Kreditinstitute, Finanzdienstleister und Investmentvermögen Rechnungslegung und Prüfung

IDW (Hrsg.)

IDW, III Quartal 2020, 1.000 Seiten, Hardcover, ISBN 978-3-8021-2073-2, 129 EUR (Printausgabe)

Der **Themenband Kreditinstitute, Finanzdienstleister und Investmentvermögen** der WPH Edition befasst sich mit der Rechnungslegung und Prüfung dieser Institute. Dabei werden die verschiedenen gesetzlichen Grundlagen für deren Jahres- und Konzernabschlüsse erläutert, wie auch ausführlich die Bilanzierung nach IFRS 9. Neben den allgemeinen Vorschriften existieren zusätzlich zahlreiche branchenspezifische Regeln und bindende aufsichtsrechtliche Normen.

Die Themen im Überblick:

- Besondere Bilanzierungsgrundsätze für Kreditinstitute
- Ausführliche Erläuterung zu den spezifischen Posten der Bilanz sowie der GuV
- Spezifika von Konzernabschlüssen, inkl. IFRS
- Prüfungsvorschriften aus HGB, KWG und der PrüfbV
- Besonderheiten bei der Durchführung von Prüfungen inkl. der Berichterstattungserfordernisse

Zudem erfolgt eine Einordnung des Banken- und des Aufsichtssystems unter historischen, aktuellen und künftigen Aspekten in das nationale und europäische Umfeld.

Inhaltlich werden die verschiedenen Institutsarten berücksichtigt, wie z.B. Finanzdienstleistungsinstituten, Bausparkassen, Zahlungs- und E-Geld-Instituten und Investmentvermögen.