Newsletter I/2021

BAI Diversifikation zählt.

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.

12 **Co-Investments bieten effizienten Zugang zu Infrastruktur-Anlagechancen**
Harald Klug und Alex Widmer, BlackRock

19 **Private Equity Co-Investitionen: Performance nach der Krise**
Andrew Beaton, David Smith, Kairat Perembetov, alle Capital Dynamics

14 **Co-Investments in der Anlageklasse Private Equity: Augen auf bei der Partnerwahl**
Jakob Schramm, Golding Capital Partners

19 **Wie gut werden die Private-Equity-Märkte der Krise standhalten?**
David Arcauz, CFA, Flexstone Partners, und Sebastian Römer, Natixis Investment Managers

21 **Portfolios mit fundamentalem Wertsteigerungspotenzial: Der Vorteil von "Inflection Assets" im momentanen Sekundärmarktumfeld**
Elena Laleh und Benno Lüchinger, Partners Group

25 **Co-Investments und Secondary-Transaktionen: GPs übernehmen die Kontrolle**
Maria Prieto und Christiaan Van Der Kam, Schroder Adveq

25 **GP-geführte Opportunitäten am kleineren Ende des Private Equity Sekundärmarktes**
Dr. Christian Böhler, Unigestion SA

51 **Veranstaltungshinweise**

54 **Buchvorstellungen**

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 Fondmanagers 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 Saïd Business School, Oxford University, UK / Christoph Schemmerl Technical University of Munich (TUM), Germany)

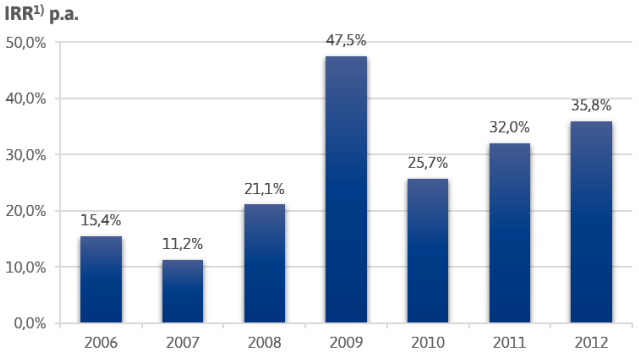
Allem voran muss gewährleistet sein, dass der Investor zu den gleichen Konditionen an der gleichen Stelle in der Kapitalstruktur wie der Fondsmanager investiert. Sonst könnte es passieren, dass der Fondsmanager im Falle einer Restrukturierung seine eigenen Interessen (und die seiner Fondsinvestoren) 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