



## Schwerpunktthema „Private Equity und Venture Capital“

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



**Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor:**

Donnerstag, 7. September 2023, Frankfurt  
BAI InnovationsDay

Dienstag, 17. Oktober 2023 (online)  
BAI Webinar „Arbeiten in der Alternative-Investments-Industrie“

Donnerstag, 19. Oktober 2023, Frankfurt  
BAI Real Assets Symposium

Mittwoch, 15. November 2023 (online)  
BAI Webinar „Acceleration Capital als hybride, (semi-)liquide Anlageform“

Montag, 20. November 2023, Frankfurt  
BAI Workshop Sustainable Finance & ESG

**Inhalt**

- 3** Leitartikel  
Frank Dornseifer, BAI e.V.
- 8** Mitgliederneuvorstellungen
- 11** Die EuVECA-Registrierung für Venture Capital Fonds  
Dr. Gunter Reiff und Dr. Oliver Zander, WRG Finvestra Legal GmbH
- 14** Private Equity: eine (Asset-)Klasse für sich  
Dr. Sofia Harschar, Universal Investment
- 17** Erfolgreiche Fondsmanagerauswahl durch Natural Language Processing und Maschine Learning  
Natalia Sigrist und Borja Fernández Tamayo, Unigestion SA; Florencio López-de-Silanes, SKEMA Business School - Université Côte d'Azur; Reiner Braun, Technische Universität München; Ludovic Phalippou, University of Oxford
- 22** ELTIF 2.0: Was Anlegerinnen und Anleger wissen sollten  
Christian Windolph, Schroders
- 25** Real-Estate-Ausblick: Der Gewerbeimmobilienmarkt im Wandel  
Frank Witt, PIMCO
- 27** Mit Wachstumskapital die Energiewende beschleunigen  
Patrick Sobotta, Natixis Investment Managers
- 29** Die strukturellen Vorteile des Lower Mid-Market in herausfordernden Zeiten  
Christopher Bär, Munich Private Equity Partners
- 34** Was bedeutet das Wachstum des Sekundärmarktes für Investoren?  
Ryan Smith, Hamilton Lane
- 38** Günstige Aussichten für Private-Equity-Co-Investment-Fonds  
Daniel Boege, Golding Capital Partners
- 42** Private Market Secondaries – eine einmalige Anlagechance  
Alex Widmer und Harald Klug, BlackRock
- 46** The Growth of Growth: why Private Equity Growth is here to stay  
Rachael Callaghan, Baillie Gifford
- 49** Aktuelle Herausforderungen im Deutschen Mittelstand – Wie Private Equity nachhaltig Wert generieren kann  
Janine Paustian und Dirk Wittneben, Ardian
- 53** From Berlin to Tallinn, 'Founder Factories' Boost European Venture  
Ross Morrison und Calum Paterson, Adams Street Partners
- 58** Veranstaltungshinweise
- 64** Buchvorstellungen

# Günstige Aussichten für Private-Equity-Co-Investment-Fonds

In der Vergangenheit waren Krisenjahre gute Investitionsmöglichkeiten für Private Equity. Allerdings konnten Investoren an diesen guten Jahrgängen historisch nur wenig teilhaben, da die Transaktionstätigkeiten in diesen Zeiträumen stark zurückgegangen sind. Private-Equity-Co-Investment-Fonds bieten im aktuellen Marktumfeld dagegen die Opportunität, breit diversifiziert in resiliente Unternehmen zu investieren.

Der Markt ist schwierig für Private-Equity-Fonds. Nach letzten Marktdaten sind die Transaktionstätigkeiten von Private Equity im ersten Halbjahr 2023 um fast 50 Prozent zurückgegangen. Die Fondsmanager konnten durch Unternehmenskäufe viel weniger Kapital anlegen oder durch Abverkäufe oder Refinanzierungen Liquidität und Erträge für ihre Investoren generieren.



**Daniel Boege**  
Partner und Head of Buyout,  
Golding Capital Partners

## Deutlicher Rückgang bei Realisierungen im Segment Buyout

### Weltweites Volumen von Buyout-Realisierungen



Hinweis: Einschließlich teilweiser und vollständiger Exits; Konkurse ausgeschlossen; die Werte für den Börsengang stellen den Angebotsbetrag und nicht den Marktwert des Unternehmens dar.

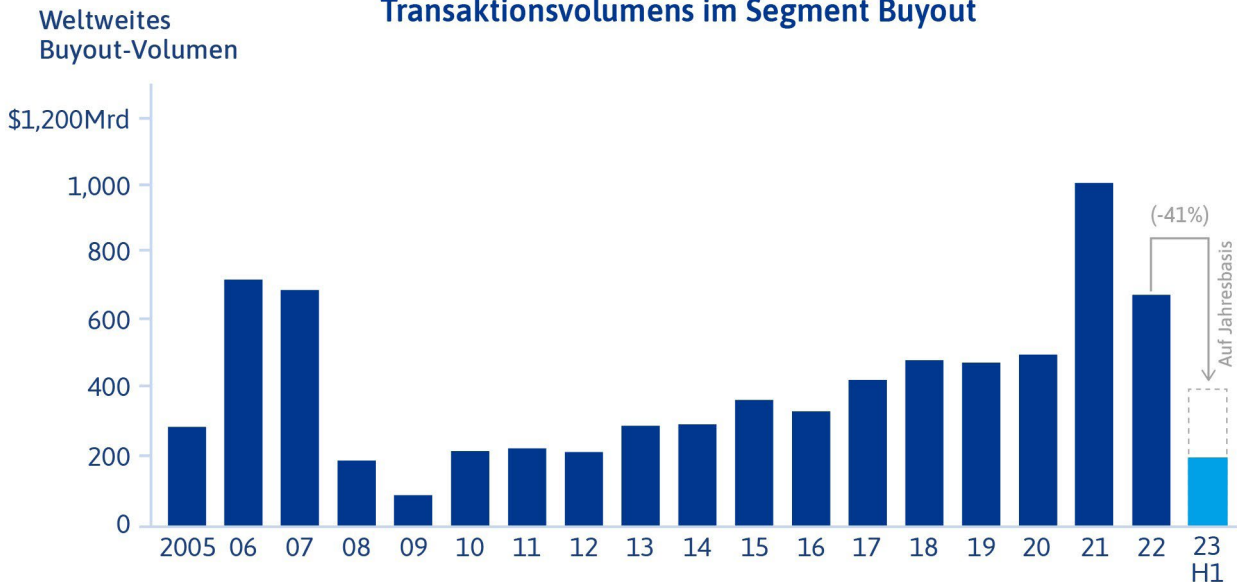
Quelle: Dealogic

Der starke Rückgang bei Transaktionen hat zwei Gründe. Zum einen ist die Bewertung der Unternehmensaussichten vor dem Hintergrund der sehr unsicheren gesamtwirtschaftlichen Lage äußerst komplex. Investoren scheuen das Risiko und fokussieren sich bei Neutransaktionen ausschließlich auf Unternehmen mit sehr resilienten Geschäftsmodellen. Dazu gehören zum Beispiel Softwarefirmen, die über einen sehr hohen Anteil an wiederkehrenden Umsätzen und einen breit diversifizierten Kundenstamm verfügen. Unternehmen mit weniger stabilen Aussichten sind nahezu unverkäuflich.

Der zweite Grund für den Rückgang bei Neutransaktionen ist das neue Zinsumfeld. Der Einsatz von Fremdkapital zur Finanzierung von Unternehmenskäufen hat sich verteuert, und das verfügbare Kreditvolumen für Einzeltransaktionen ist rückläufig. Entsprechend können Private-Equity-Fonds nur niedrigere Bewertungen bei Neutransaktionen anbieten, um für ihr Investment mit dem Risiko angemessenen Renditen kalkulieren zu können. Verkäufer gehen daher aktuell nur mit ihren Top-Assets in den Markt, weil für diese Unternehmen unverändert attraktive Bewertungen erzielt werden können.

# Günstige Aussichten für Private-Equity-Co-Investment-Fonds

## Deutlicher Einbruch des weltweiten Transaktionsvolumens im Segment Buyout



Hinweis: Ohne Zukäufe, ohne Wandlung von Fremd- in Eigenkapital und ohne Akquisitionen aus der Insolvenz; gemäß Datum der Bekanntmachung, einschließlich angekündigter aber noch nicht vollzogener Transaktionen, Änderungen vorbehalten!

Quelle: Dealogic

Aber nicht nur das Transaktionsgeschäft ist für Private-Equity-Fonds in 2023 komplex. Nach langen Jahren mit immer neuen Rekorden ist die Investorennachfrage nach Private Equity erstmals wieder rückläufig. Das illustrieren Erhebungen von S&P Global Market Intelligence: Demnach wurden 2022 nur 481 neue Fonds aufgelegt – nicht einmal ein Drittel der Zahl im Jahr davor. Vielen Fonds fällt es aktuell schwer, genügend Mittel für neue Deals einzuwerben.

Die Gründe dafür sind vielschichtig. Einer davon ist der Denominator-Effekt: Gerade weil Private-Equity-Beteiligungen in den letzten Monaten weniger starken Abwertungen ausgesetzt waren als andere Assetklassen wie insbesondere Anleihen, stieg der Wertanteil von Private Equity in den Portfolios vieler Investoren über die Zielallokation, weshalb diese derzeit kaum neue Engagements in der Assetklasse eingehen. Weiterhin sind die Rückflüsse aus dem Portfolio aufgrund der geringen Transaktionsaktivität nicht ausreichend, um neue Engagements zu finanzieren. Darüber hinaus bietet das veränderte Zinsumfeld Investoren wieder die Gelegenheit, Renditeziele außerhalb von Private Equity zu erreichen.

Verschärft wird die Lage für viele Fondsmanager durch die Konzentration der Investoren mit ihren Engagements bei den großen Namen am Markt. CVC hat in den vergangenen Wochen das erfolgreiche Fundraising für ihren jüngsten Private-Equity-Fonds bekanntgegeben, der mit 25 Milliarden Euro den größten Private-Equity-Fonds aller Zeiten darstellt und damit einen großen Anteil des in diesem Jahr verfügbaren Investorenkapitals absorbiert. Entsprechend leiden

viele kleinere Fonds unter Investorenschwund – auch solche, die bereits mit langjährig guter Performance ihre Fähigkeiten unter Beweis gestellt haben.

### Die Renditeuhr tickt

Derweil wächst der Druck auf die Fondsmanager, das Transaktionsgeschäft wiederzubeleben. Auf der einen Seite tickt die Renditeuhr immer lauter: Um ihre Investmentziele zu erreichen, müssen gut entwickelte Unternehmen erfolgreich veräußert werden, um Erträge für die Investoren zu realisieren. Gleichzeitig erwarten Investoren, dass das Kapital, welches den Fondsmanagern in den letzten Jahren bereitgestellt wurde, in attraktive Transaktionen investiert wird. Erst wenn das Transaktionskarussell wieder in Schwung gekommen ist, gibt es ausreichend Liquidität und Bedarf, um die Nachfrage nach Private-Equity-Fonds neu anzukurbeln.

Um dieses Dilemma zu lösen, haben Private-Equity-Fondsmanager ein neues Instrument entwickelt: „Continuation Vehicles“. Dies sind Investmentvehikel oder Investmentfonds, die von Fondsmanagern aufgelegt werden, um ein oder mehrere Unternehmen aus ihrem Bestandsportfolio zu erwerben. Das erlaubt dem Fondsmanager, weiter die Kontrolle über diese Firmen zu bewahren, neue Investorengelder in attraktive Unternehmen anzulegen und gleichzeitig ihren Investoren Liquiditätsoptionen anzubieten. Die Bewertung und die weiteren wesentlichen Bedingungen für die Übertragung werden von unabhängigen Investoren verhandelt, die dann gemeinsam mit dem Fondsmanager das Vehikel finanzieren. Diese Liquiditätsoptionen sind für den Großteil der

# Günstige Aussichten für Private-Equity-Co-Investment-Fonds

Altinvestoren hochattraktiv. In den letzten zwölf Monaten war zu beobachten, dass rund 90 Prozent der Investoren sich für Liquidität entschieden haben, anstatt zu unveränderten Konditionen in den Unternehmen engagiert zu bleiben. Continuation Vehicles sind eine sehr aktuelle Entwicklung im Private-Equity-Markt und haben schnell einen signifikanten Anteil am Transaktionsgeschäft eingenommen. Marktteilnehmer gehen davon aus, dass dies kein kurzfristiges Phänomen ist, sondern auch in Zukunft eine wichtige Liquiditätsoption für Private-Equity-Manager bleiben wird. Fondsmanager können dadurch länger in ihren besten Unternehmen engagiert bleiben und gemeinsam mit Managementteams zukünftige Opportunitäten erschließen. Für Investoren in die Anlageklasse Private Equity ergeben sich durch Continuation Vehicles neue Investitionsoportunitäten, die über den klassischen Fundraising-Markt nicht zu adressieren sind.

## Co-Investoren als Ausweg aus der Liquiditätsklemme

Die erfolgreiche Anbahnung einer Private-Equity-Transaktion zieht sich oft über mehrere Jahre hin. Der Beziehungsaufbau zu Entscheidungsträgern und das Entwickeln von konkreten Entwicklungsplänen für ein Unternehmen nach der Akquisition benötigt Zeit. Aufgrund der Arbeit der letzten Jahre bieten sich Akquisechancen für Private-Equity-Fonds, die aufgrund des komplexen Fundraising-Marktes schwer zu finanzieren sind. Viele Fondsmanager sind nicht in der Lage, den kompletten Eigenkapitalbedarf für eine Transaktion aus Eigenmitteln ihrer Fonds zu decken, da das Fondsvolumen noch deutlich von der Zielgröße entfernt ist. Andere Fondsmanager strecken das verfügbare Eigenkapital über mehr Transaktionen, um den Zeitpunkt hinauszuzögern, an dem sie wieder auf ihre Investoren für neues Kapital zugehen müssen. Dies gibt ihnen Zeit, das Portfolio noch weiter zu entwickeln und in einem späteren, hoffentlich freundlicheren Marktumfeld ihre Fundraising-Kampagne zu starten. Zusätzlich nutzen Fondsmanager Co-Investment-Transaktionen als Gelegenheit, Geschäftsbeziehungen zu neuen Investoren aufzubauen. Die enge Zusammenarbeit an einer Investition ermöglicht neuen Investoren sehr tiefe Einblicke in die Arbeitsweise eines Private-Equity-Fonds und steigert die Wahrscheinlichkeit, dass dieser Investor auch den Fonds des Managers zeichnen wird.

## Quantität und Qualität

Der Trend zu Continuation Vehicles und die Liquiditätsklemme bei vielen Fondsmanagern, gerade im unteren und mittleren Marktsegment, haben in den vergangenen Monaten das Angebot an Co-Investment-Opportunitäten erheblich anwachsen lassen. Obwohl die Private-Equity-Transaktionstätigkeit absolut gesehen stark rückläufig

war, ist die Penetration von Co-Investment-Opportunitäten in diesen Transaktionen massiv angestiegen. Während an gut vernetzte Investoren in Private-Equity-Fonds in der Vergangenheit drei bis vier Deals pro Monat herangetragen wurden, wird diese Zahl mittlerweile oft binnen einer Woche erreicht.

Da in diesem Marktumfeld, wie oben ausgeführt, fast nur Top Assets erworben werden, ist die Qualität der angebotenen Unternehmen für Co-Investoren überdurchschnittlich gut.

## Nicht jeder qualifiziert sich als Co-Investor

Die Umsetzung von Co-Investments in Private Equity ist komplex. Der Zugang zu Co-Investment-Opportunitäten bedarf eines umfangreichen Private-Equity-Portfolios, tiefer Marktkenntnisse und breiter Netzwerke, um überhaupt Kenntnis von einzelnen Transaktionen zu bekommen. Fondsmanager sind dann sehr sorgfältig bei der Auswahl ihrer Co-Investoren. Hier kommt es nicht nur auf die Kapitalstärke an, sondern ganz wesentlich auf die Transaktionssicherheit, die ein Co-Investor bieten kann. Dies bedeutet, dass der Co-Investor über die notwendige Expertise, Kapazitäten und Prozesse verfügt, um eine Transaktion in oft sehr engem Zeitrahmen zu prüfen und umzusetzen. Daneben präferieren Fondsmanager Co-Investoren, die auch als Investor in dem nächsten Fonds in Betracht kommen könnten beziehungsweise deren Reputation dem Fondsmanager bei zukünftigen Kapitalmaßnahmen hilfreich sein kann.

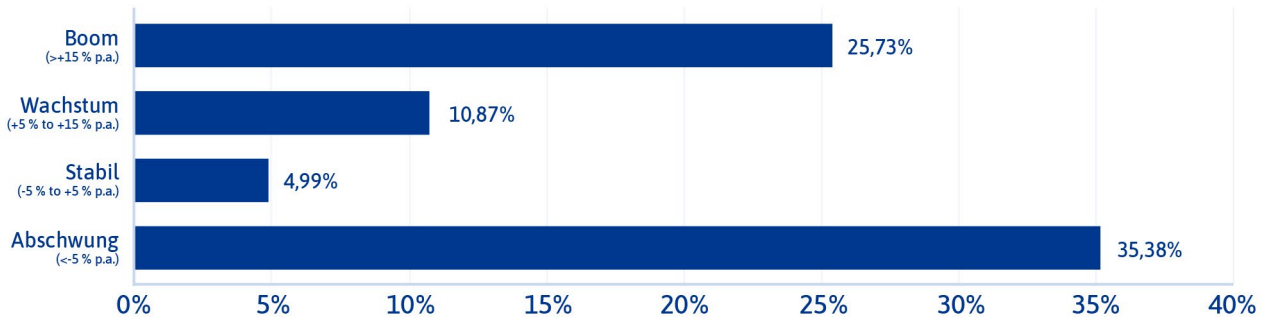
## Co-Investment-Fonds ermöglichen schnellen und diversifizierten Zugang

Investoren, die nicht über den Zugang, die Expertise oder die Prozesse verfügen, um sich direkt als Co-Investor zu engagieren, bietet sich die Möglichkeit der Beteiligung an einem Co-Investment-Fonds. Ein solcher Fonds bündelt Kapital von verschiedenen Investoren und erstellt als etablierter und erfahrener Investor ein diversifiziertes Portfolio von Co-Investments an der Seite erfahrener Private-Equity-Fonds.

Erfahrene Investoren nutzen Co-Investment-Fonds schon länger als Baustein in ihren sophistizierten Private-Equity-Portfolios, da diese durch die Weitergabe von Kostenersparnissen einen effizienten Zugang zu der Anlageklasse darstellen. Zusätzlich durchlaufen alle Einzelinvestments im Portfolio eine doppelte Prüfung durch den Fondsmanager und den Co-Investor, und auch die Diversifikation in Co-Investment-Fonds ist breiter als in den meisten klassischen Private-Equity-Fonds. Im Resultat ergibt sich ein hochattraktives Risiko-Rendite-Profil für den Investor.

# Günstige Aussichten für Private-Equity-Co-Investment-Fonds

## Alpha in verschiedenen Marktphasen



Quelle: Alpha Studie, Golding Capital Partners

Private Equity ist auch im aktuellen Umfeld ein wichtiger Portfolio- baustein. In der Vergangenheit hat die Anlageklasse gerade in Zeiten erhöhter Volatilität und Unsicherheit Überrenditen gegenüber vergleichbaren Transaktionen am Aktienmarkt erzielen können, wie Golding unter anderem zuletzt in seiner „Alpha-Studie“ mit Professor Oliver Gottschalg von der HEC School of Management Paris dargelegt hat.

Investoren, die gezielt die aktuellen Chancen im Private-Equity- Markt nutzen wollen, sollten Co-Investitionen als Beimischung ihres Private-Equity-Portfolios prüfen. Die Gelegenheit, mit den richtigen Partnern ein attraktives Co-Investment-Portfolio aufzubauen, war noch nie so gut wie heute.

### Kontakt und Autor:

**Golding Capital Partners GmbH**  
Einsteinstraße 172  
81677 München  
[www.goldingcapital.com](http://www.goldingcapital.com)

#### *Daniel Boege*

*Partner und Head of Buyout*

*Tel.: +49 89 419997 230*

*E-Mail: [Boege@goldingcapital.com](mailto:Boege@goldingcapital.com)*