

## Wann wir schreiten Seit' an Seit'

Von Patrick Eisele

**Die Verlegenheit, nicht genug Geld unterbringen zu können, die Pflege des Beziehungsmanagements und teure Gebühren zählen zu den Besonderheiten von Private Equity. Optimieren lassen sich diese Aspekte über Co-Investments. Das Interesse hierfür ist groß.**

Fundraising und Fremdkapital zu beschaffen, sind für Private-Equity-Fondsmanager derzeit leichte Übungen. Letzteres ist bekanntlich billig, und bezüglich Private-Equity-Renditen erwarten zwar viele, dass diese sinken. Erwartet wird aber auch, dass darum die Conclusio von Investoren sein wird, nicht weniger, sondern mehr zu committen. Schließlich werde Private Equity die Asset-Klasse mit der höchsten Renditeerwartung bleiben. Der Schuh drückt die Beteiligungsspezialisten dagegen beim Dealsourcing. Etwa ein Drittel der von Preqin im November 2016 befragten Fondsmanager bezeichnete es als „schwieriger“ gegenüber dem Vorjahr, attraktive Investmentopportunitäten zu finden. Nur zehn Prozent antworteten mit „einfacher“. Zunehmende Konkurrenz um attraktive Assets kommt von strategischen Investoren, von Direktinvestments suchenden Family Offices und auch durch den steigenden Appetit der eigenen Kundschaft auf Co-Investments. „Co-Investments werden zum Standard“, prophezeite Private-Equity-Legende David Rubenstein von Carlyle auf der diesjährigen Superreturn-Konferenz in Berlin. Manche Investoren sollen sogar für jeden in einen Fonds investierten Dollar erwarten, auch einen Dollar in Co-Investments unterbringen zu können.

Bei Co-Investments sprechen General Partner (GP) im Falle eines als attraktiv eingeschätzten, aber vom Volumen her für den Fonds schwer verdaubaren Asset die bestehenden Limited Partner (LP) eines Fonds an, ob diese nicht nur über den Fonds, sondern gemeinsam auch direkt in dieses Unternehmen investieren möchten. Andere Gründe für

den GP, seine LP extra anzuzapfen, können sein, dass der Fonds bereits an die selbstgesteckten Grenzen in Bezug auf einen Sektor oder eine Region stößt, oder der Fonds aktuell keine Finanzmittel abrufen kann. Zwar schwimmt die Branche in noch zu investierenden Geldern, das Dry Powder konzentriert sich aber seit der Finanzkrise bei den „Big Brands“ unter den GP. Mittels Co-Investments würden nun auch jüngere Fondsmanager und Manager von Small Buyouts von Extrakapital profitieren. Grundsätzlich könnte dieser zusätzliche Geldregen für die Asset-Klasse insgesamt aber einmal kritisch werden.

Ein sehr attraktives Asset für einen Co war zum Beispiel 2012 die Beteiligung am Luxemburger Energieversorger Enovos in Höhe von 330 Millionen Euro durch den Infrastrukturfonds III von Axa Private Equity, heute Ardian. Diese große Summe musste nicht mehr außerhalb des Fonds syndiziert werden, da manche Fondszeichner einen Betrag in Höhe ihres Fonds-Commitments auch direkt in den Versorger investierten. Bei einem Versorger im Herzen Europas, an dem auch das mit AAA geratete Großherzogtum und die Stadt Luxemburg große Anteile halten, scheint das Risiko auch gering zu sein. Teils sollen Investoren von Ardian mit diesem Co-Leckerli auch erst für ein Fonds-Commitment angefütert worden sein. Wer noch mehr beziehungsweise alles in Co-Investments anlegen möchte, wird bei dedizierten Co-Investmentfonds fündig, die wiederum verschiedenen Single-Fonds mit Extrakapital für zehn bis 20 Transaktionen aushelfen. Ardian möchte zum Beispiel mit seinem nächsten Co-Investment-Vehikel eine Milliarde Euro einsammeln. In Dollar sammelte Harbourvest für einen solchen Fonds diese Summe bereits 2014 ein.

Vorläufer von Co-Investments waren die vor der Krise üblichen Club Deals. Bei einem Club Deal schloss sich zum Beispiel ein halbes Dutzend Private-Equity-Firmen zusammen, um elf Milliarden Dollar für

den Kauf der Softwareschmiede Sungard zu stemmen. Schön für die Branche ist, dass sich im Erfolgsfall alle beteiligten Fonds als „Deal-Vater“ feiern können. „Wenn es dagegen weniger gut läuft, fühlt sich keiner verantwortlich dafür, die Kastanien aus dem Feuer zu holen. Darum paktieren die Fonds heute lieber mit ihren Investoren“, erklärt Berater Detlef Mackewicz von Mackewicz & Partner.

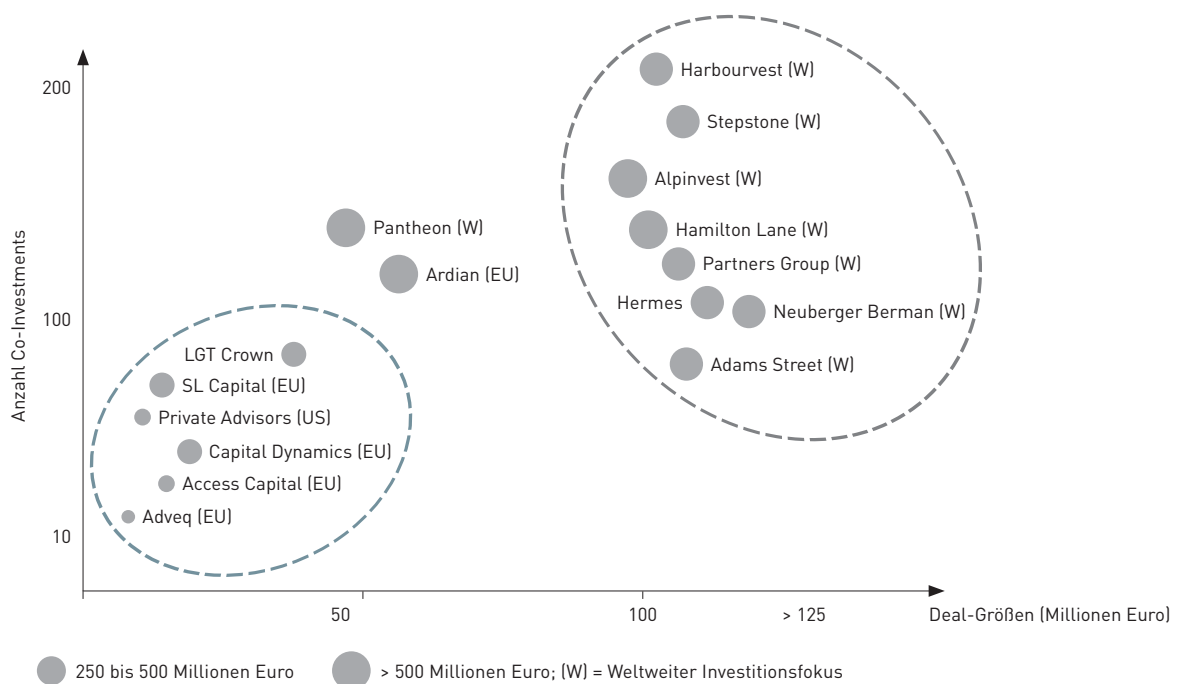
Bei einem Co tauscht der Limited Partner gegen ein Klumpenrisiko die Möglichkeit, ohne zusätzliche Gebühren mehr Geld zu investieren. Und weniger Gebühren bedeuten für den Investor eine höhere Performance – ein gerade bei sinkenden Renditeerwartungen für Private Equity wichtiger Effekt. „Private Equity ist eine ziemlich teure Asset-Klasse und Limited Partner erwarten geringere Kosten“, erläuterte David Smith, Managing Director and Co-Head of Co-Investments bei Capital Dynamics, auf der Superreturn im vergangenen Jahr. „Da sich die Fee- und Carry-Strukturen aber kaum geändert haben, bleiben Co-Investments der einzige Weg zu einer besseren Performance.“ Bei Co-Investmentfonds werden natürlich auch Gebühren fällig – allerdings in einem bescheideneren Rahmen. Mackewicz: „Die durchschnittliche Management Fee von Single-Fonds liegt bei etwa 1,6 Prozent, bei Co-Investmentfonds dagegen bei 0,8 Prozent.“ Auch die Gewinnbeteiligungsbasis fällt bescheidener aus. Während sich Singlefonds einen Carry von 20 Prozent gönnen, beziffert Mackewicz den Carry von Co-Investmentfonds mit vergleichsweise bescheidenen zehn Prozent. Unter dem Strich sind Investoren also bei Co-Investmentfonds mit deutlich weniger Gebühren als bei Dachfonds unterwegs und bekommen eine breitere Managerdiversifikation als bei Cos innerhalb eines Primary-Fonds.

Bei einem Co-Angebot innerhalb eines Primary-Fonds kann der Carry auch einmal bei null sein. „Zu einem solchen Ausnahmefall kann es kommen, wenn der Fondsmanager unbedingt einen Deal zeigen will, um sein Fundraising zu beschleunigen“, erläutert Philippe Roesch von Riam Alternative Investments. „Eine Ausnahme kann andererseits aber auch sein, dass, wenn der GP unter keinerlei Druck steht, er für das Co-Investment eine gesonderte Management Fee bekommt.“ Dies muss für den Investor nicht unbedingt ein Nachteil sein. Roesch sagt: „Wenn der LP eine Management Fee auf das Co-Investment bezahlt, kann er auch mehr Ansprüche bezüglich des Engagements des GP anmelden.“ Grundsätzlich dürften Investoren zusätzliche Gebühren aber kritisch sehen. „Wenn ein General Partner für ein Co-Investment eine Extra-Fee verlangt, geht bei uns die rote Flagge hoch. Das wäre ein starker Interessenkonflikt, weil sich der GP dann mehr mit den Co- als mit den sonstigen Fondsinvestments beschäftigen würde. Nur schwache GPs wollen eine Extragebühr“, so Jean-Francois Le Ruyet, Partner beim Multi-Family-Office Quilvest Private Equity, auf der Superreturn 2017. Quilvest ist ein fleißiger Co-Investor. „50 Prozent unserer Fondsinvestments entfallen auf Co-Investments.“

### Weniger Fees, mehr Risiko

Für Investoren bieten Co-Investments neben der verbesserten Kosteneffizienz noch weitere Vorteile. „Mit dem Angebot eines Co-Investments bekommt der Investor statt einer Blackbox Transparenz und die Möglichkeit, einen Investitionsfokus auf bevorzugte Sektoren und Regionen zu setzen“, nennt Philippe Roesch ein wichtiges Argument für einen Co. Ein dedizierter Co-Investmentfonds stellt dagegen

## Wettstreit der Co-Investment-Fonds: Auf der Suche nach den Gemeinschafts-Deals sind Häuser mit Dachfonds-DNA



wieder eine Blackbox dar. Weitere Argumente: Kommt das Geld schneller zum Arbeiten, verkürzt sich im Erfolgsfall die J-Curve. Zudem kommt es zu größeren Lerneffekten bezüglich Beteiligungsmanagement, das sich dereinst auch einmal für eigene Directs nutzen lässt, aber auch bezüglich dem Beteiligungsmanager selbst, beispielsweise wie dieser Deals sourct oder wie tief dessen Due Diligence tatsächlich ist. „Mit Co-Investments lernen wir unsere Fondsmanager besser kennen – und zwar nicht nur die Senior Manager, sondern auch die Junior Manager, also die nächste Generation“, erläuterte Edmond Ng, Gründer und Managing Partner des Dachfonds Axiom Asia Private Capital, auf der Superreturn. Gerade für größere Investoren, wie zum Beispiel Calpers, dürfte ein weiteres Motiv sein, die Anzahl der Geschäftsbeziehungen zu Fondsgesellschaften zu konzentrieren. Das Hauptmotiv bleibt aber die Fee-Reduzierung.

General Partners profitieren von Co-Investments in Form von mehr Flexibilität. „Ein zusätzlicher Zugang zu mehr passivem Kapital ist ein Vorteil“, erläutert Kristoffer Melinder von Nordic Capital Funds. Mag es zunächst für einen General Partner kompliziert sein, ein Co-Investment zu organisieren, so profitiert dieser anschließend davon, dass es sich beim Minderheitsanteil des Investors quasi um eine stille Beteiligung handelt. Damit einher geht eine stärkere Kundenbindung, die eventuell zu einer strategischen Partnerschaft ausgebaut werden kann. So sieht der European Investment Fund (EIF) Co-Investments als Erweiterung seines Primary-Programms: „Wir co-investieren nur mit unseren GPs, mit denen wir eine gute Geschäftsbeziehung haben. Wir folgen diesen aber nicht blind“, so Gabriele Todesca vom EIF. „Bei gleichem Exposure investieren wir damit kosteneffizienter.“ Im Idealfall kann der GP auch nicht nur passives Kapital nutzen, sondern erhält über den LP sogar noch „intellektuelles Kapital“.

Die Kehrseite der Flexibilitäts-Medaille der GP: „Für uns Investoren sind Co-Investments nicht vorhersagbar. Ansonsten würden die Anbieter ja einfach mehr Geld einsammeln. Wir Investoren verlieren somit an Flexibilität, wie wir unser Kapital allokatieren wollen“, erwähnt Gabriele Todesca einen kritischen Punkt von Cos. Für die Möglichkeit, an Co-Investments partizipieren zu können, erwarten die Anbieter eine hohe Entscheidungsgeschwindigkeit. „Uns ist ein schnelles Nein lieber als ein langsames Ja“, so Alisa Wood von KKR. Die GP haben aber auch die Möglichkeit, die Entscheidungsgeschwindigkeit der LP anzukurbeln. Wood sagt: „Wir kennen die Vorlieben unserer Kunden. Sind deren Interessen einem Fonds bewusst, reduzieren sich Risiko und Zeitbedarf.“ Dies bestätigt Le Ruyet von Quilvest Private Equity: „Wir erwarten, dass der GP unser Programm kennt. Schlecht ist, wenn wir uns die Arbeit mit einem Co-Investment machen und dann feststellen müssen, dass die Ticketgröße nicht zu unserem Programm passt.“ Anderen Investoren rät Le Ruyet zu einem ambitionierten Zeitmanagement: „Wir versuchen so diszipliniert zu sein, dass wir innerhalb von zwei bis drei Tagen sagen können, ob wir an einem bestimmten Co-Investment interessiert sind oder nicht.“ Der Rat von Philippe Roesch von Riam: „Um sehr schnell zu entscheiden und innerhalb von zwei Wochen das Kapital bereit zu stellen, braucht es

passende interne Prozesse. Wenn zum Beispiel das Investment-Komitee nur einmal im Monat tagt, wird es schwierig. Hilfreich ist, wenn dem Investor der betreffende Sektor bereits vertraut ist.“

Zu schnell darf aber nicht entschieden werden. Schließlich ist die große Frage, warum ein GP denn ein attraktives Asset syndiziert und ob nicht eher eine negative Selektion vorliegt. Andererseits hilft dem LP für eine schnelle Entscheidung, dass die Reputation des Fondsmanagers auf dem Spiel steht und dieser bereits eine Due Diligence gemacht hat. Vorsicht ist auf jeden Fall angebracht. „Zu beachten ist, dass sowohl Investoren als auch Dachfondsmanager in der Regel qualifizierte Teams für die Due Diligence von Fonds, aber nicht von Unternehmenstransaktionen haben. Im Normalfall sind Dachfondsmanager von den Transaktionen weiter weg“, so Detlef Mackewicz.

Transparenz wäre natürlich auch interessant darüber, in wie weit sich Cos unter dem Strich auszahlen. Mangels Statistiken muss man sich noch auf einzelne Erfahrungen und Schätzungen stützen. Preqin eruierte 2014 in einer Umfrage unter Limited Partners, dass sich laut deren Aussagen bei zwei Dritteln die Erwartung an bessere Renditen via Co-Investments im Vergleich zu Fondsrenditen erfüllt hat. Detlef Mackewicz macht die Rechnung auf, dass zum Beispiel bei einer Transaktion eines Beteiligungsfonds, die einen Brutto-Multiple von 2,4x ausweist, der entsprechende Netto-Multiple 1,8x beträgt. Der gleiche Deal eines Co-Investmentfonds weist aufgrund der geringeren Kostenbelastung einen geringfügig besseren Netto-Multiple von 2,0x aus. Und risikoadjustiert? Mackewicz meint: „Entscheidend ist – siehe oben – die Deal-Selektionsqualität der Fund of Funds.“

Unbedingt ebenso auf die Co-Prüfliste muss aber noch ein anderes Thema: Governance-Fragen! Gabriele Todesca erklärt: „Es braucht Transparenz, warum Cos manchen LPs angeboten werden und anderen nicht.“ Roesch nennt beispielsweise als von den Investoren bei Cos abzuklärende Punkte: Ist der GP tatsächlich knapp an Kapital oder Fachwissen? Hat der Fonds seine Investitionslimits in manchen Sektoren beziehungsweise Regionen erreicht? Wie gut sind die Due Diligence und Investitionsprozesse des GPs? Bekomme ich Schutzklauseln wie Vetorechte oder Vorkaufsrechte im Falle einer drohenden Verwässerung? Führt der Co zu steigenden Fondskosten? Letzteres verärgert bei entsprechender Kenntnis die anderen Limited Partner des Fonds. Noch mehr sind diese verärgert, wenn sie von einem erfolgreichen Co-Investment hören, das man ihnen nicht anbot.

Ein inoffizielles Entscheidungskriterium – auch für gute GP – könnte deren Risiko sein, dass er wegen eines schlecht performenden Co-Investment von dem investierten LP den Laufpass bekommt. Dies ist zumindest beim kanadischen Pensionsfonds OP Trust kein Grund zur Besorgnis. Für Sandra Bosela von OP Trust ist ein schlecht gelaufener Co allein kein Grund zur Beendigung von Geschäftsbeziehungen: „Um zu entscheiden, ob wir mit einem GP weiterarbeiten, schauen wir uns alle Fonds von ihm an.“ Ein weiteres Kriterium für Bosela: „Wir wollen nicht Limited, sondern Partner sein.“