

Zeitschrift für das gesamte  
**REDITWESEN**

76. Jahrgang · 15. August 2023

**16-2023**

**Digitaler  
Sonderdruck**

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse  
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

**2023**

**INSTITUTIONELLES  
ASSET MANAGEMENT**

**Co-Investments –  
Investieren mit Co-Pilot?**  
Michael Lindauer / Yves Meyer-Bülou

**SPENIALS  
FONDS**

Michael Lindauer / Yves Meyer-Bülow

# Co-Investments – Investieren mit Co-Pilot?

Co-Investments stellen eine Möglichkeit für Anleger dar, den Kapitaleinsatz zu beschleunigen und Schwerpunkte im Portfolio zu setzen. Fondsmanager, die sogenannten General Partners (GP), bieten dabei ihren Anlegern (Limited Partners – LP) mit Co-Investments die Gelegenheit, an der Seite eines Fonds in ein Portfoliounternehmen zu investieren. Dabei handelt es sich meistens um Minderheitsbeteiligungen. Am weitesten entwickelt ist der Markt insbesondere im Bereich Private Equity und Infrastruktur, wobei auch im Bereich Private Debt immer mehr Co-Investments getätigt werden. In den meisten Fällen ist der General

Partner federführend verantwortlich und betreut die Beziehung zum Unternehmen, in das investiert werden soll.

### Einsatzmöglichkeiten

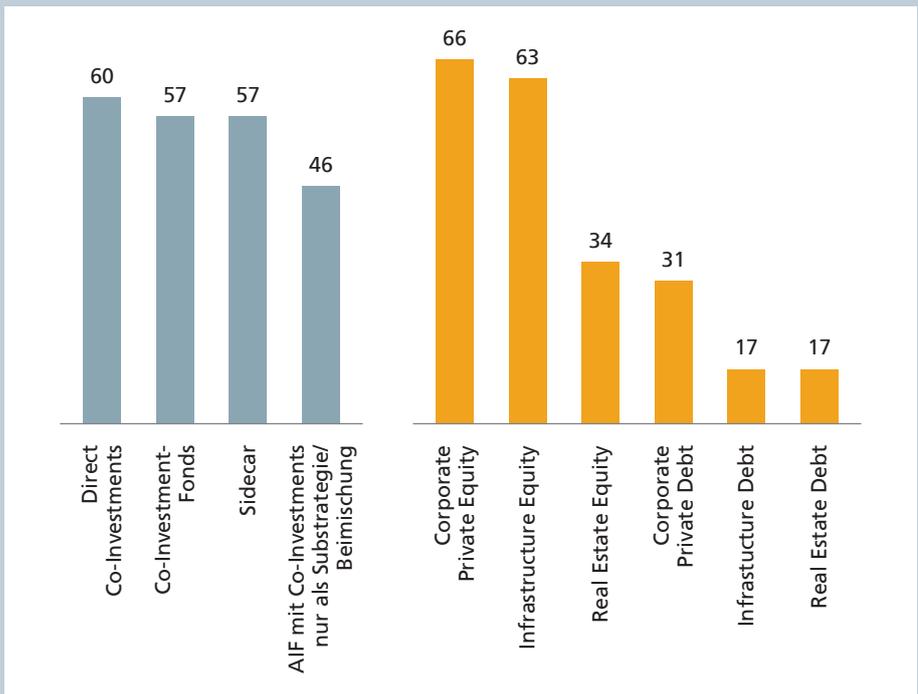
Grundsätzlich gibt es mehrere Arten, Co-Investments zu tätigen. Dies ist zum einen im Rahmen einer Fondsstruktur, also eines bereits bestehenden Investments in einen Fonds, und zum anderen außerhalb eines Fondsenagements möglich. Die erste Option bedeutet, dass Anleger bereits in einen Fonds investiert sein können, und dann zusätzlich parallel an der

Seite des Fonds ein Investment tätigen. Die zweite Möglichkeit bedeutet, dass Investoren an der Seite eines Fonds, in den sie nicht investiert sind, in ein Asset investieren. Darüber hinaus gibt es auch als dritte Möglichkeit über Co-Investment-Fonds Zugang zu diesen Anlagen zu erhalten. Bei dieser Variante bündelt ein Anbieter ein Portfolio aus von ihm gesourceten Co-Investments in einem Vehikel. Der Anleger erhält Zugang zu Direktinvestitionen, jedoch im Rahmen eines diversifizierten Ansatzes.

Erfahrung, Marktkenntnis und nicht zuletzt auch Marktzugang des Investors spielen eine entscheidende Rolle, für welche Option er sich entscheidet. Insbesondere kleinere Anleger greifen oft auf die dritte Möglichkeit zurück und investieren sozusagen mit der zusätzlichen Sicherheit, einen Co-Piloten an ihrer Seite zu haben, um Zugang zu Co-Investments zu erhalten.

Deutsche institutionelle Anleger haben erste Erfahrungen mit Co-Investments gesammelt. Am meisten verbreitet sind dabei laut BAI Co-Investments in den Bereichen Private Equity und Infrastrukturgebietskapital.<sup>1)</sup>

Abbildung 1: Verbreitung von Zugangswegen und Assetklassen bei Co-Investments nach Teilnehmern (in Prozent)



Quelle: BAI, BAI\_White\_Paper\_Co\_Investments\_05102020.pdf (bvai.de), Seite 35, 2020

### Bedeutung im Portfolio

Co-Investments sind aus Anlegersicht ein gutes Instrument, um Transaktionen zu tätigen, die – sei es aufgrund der Größe oder der Zielbranche oder Zielregion – nicht allein zu stemmen wären. Sie ermöglichen die Beschleunigung des Kapitaleinsatzes, da das Kapital häufig nicht wie bei einem Fonds über mehrere Jahre

abgerufen wird, sondern mit Closing der Transaktion. Darüber hinaus können durch Co-Investments auch die Beziehungen zwischen LP und GP weiter vertieft werden. Allerdings wird diese Möglichkeit zum Co-Investment meist nur einem kleinen Anlegerkreis angeboten.

Privilegierter Zugang zu Co-Investments entsteht dabei regelmäßig auf Basis eines möglichst breiten Portfolios und Programms an Fonds-Investments, das als Reservoir zum selektiven Sourcing von Co-Investment-Möglichkeiten zur Verfügung steht. Weiterhin sollten die internen Prozesse des Investors eine effiziente und vorhersehbare Abwicklung von Co-Investments sicherstellen. Diese Tatsache wird helfen, den Investor zu einem präferierten Partner für Fondsmanager zu machen.

### Netzwerke nutzen

Gerade Investoren, die schon lange in Private Markets investiert sind, verfügen in der Regel über ein belastbares und großes Netzwerk zu Fondsmanagern. Gute Beziehungen wollen gepflegt werden. Ein wesentliches Kriterium für die Attraktivität von Co-Investments sind die Gebührenvorteile, die insbesondere größere Anleger mit Blick auf eine lange Kundenbeziehung und das Anlagevolumen verhandeln können. Die Frage, ob Co-Investments angeboten werden, ist daher oft auch ein wesentlicher Bestandteil der GP-LP-Beziehung. Und auch das Rollenverständnis kann von dieser Beziehung bestimmt werden.

Während der eine LP eine aktive „Co-Pilotenrolle“ einnimmt, mag sich ein anderer Anleger wohler fühlen einen Co-Piloten vor sich zu haben, der die Beziehung zum GP für ihn übernimmt. Ein starker Co-Pilot wird sich zudem eher einbringen können und eingebunden werden und seine Vorstellungen, zum Beispiel auch im Hinblick auf die Einhaltung von ESG-Kriterien, durchsetzen können. Die Co-Investment-Governance wird für den Co-Investor zumindest einen vertieften Zugang zu Informationen vorsehen und den Schutz von Minderheitsrechten, aber

sie kann auch vorsehen, dass der Co-Investor im Verwaltungsrat des Unternehmens repräsentiert ist. Die Ausgestaltung hängt unter anderem vom absoluten und relativen Beitrag des Co-Investors ab.

### Renditepotenziale steigern

Co-Investments können, da regelmäßig keine zusätzlichen Gebühren auf Co-Investment-Ebene für den Co-Investor anfallen, erhebliche Kostenvorteile mit sich bringen. Wenn Bruttorendite gleich Nettorendite ist, kann die Rendite des Gesamtportfolios durch Co-Investments gehoben werden. Auch das aktive Management des jeweiligen Zielinvestments, in das als Co-Investment angelegt wurde, kann durch die enge Steuerung und Zusammenarbeit operative Verbesserungen ermöglichen und somit zu einem höheren Renditepotenzial führen.

Ein weiterer Punkt ist auch der geringere Ressourceneinsatz beim Sourcing, das typischerweise vom GP erfolgt. Unter Umständen kann auch das Gros der Due Diligence von diesem übernommen werden, was insbesondere für kleinere Anleger oft erst ein Co-Investment möglich machen kann. Bei erfahrenen und finanzkräftigen LPs hingegen steht die Möglichkeit im Vordergrund, dass Investitionsentscheidungen fundiert und schnell getroffen werden können, wobei häufig noch eigene Berater hinzugezogen werden.

Co-Investment-Fonds können LPs, die sich in einem neuen Bereich engagieren wollen oder ihr Engagement verstärken wollen, helfen, Investmentchancen gezielt zu nutzen. Darüber hinaus ist auch der beschleunigte Kapitaleinsatz durch den Einsatz von Co-Investments ein wichtiger Aspekt für Anleger. Ein Co-Investment-Portfolio kann bei vorhandener breiter Sourcing-Basis recht kontinuierlich aufgebaut werden und entsprechende Fonds werden eine Laufzeit von 10 Jahren, analog zu direkten Fonds aufweisen. Ein Portfolio von Primärinvestments (das heißt bestehend aus einzelnen neuen Fondsinvestments) wird generell zu einem deutlich längeren Kapitalabruf- und Rückfluss-Profil führen und entsprechen-



Foto: Allianz Global Investors



Michael Lindauer

CIO Private Equity, Allianz Capital Partners, München



Foto: Allianz Global Investors



Yves Meyer-Bülou

Head Infrastructure Funds & Co-Investments, Allianz Capital Partners, München

Co-Investments sind laut den Autoren für institutionelle Investoren eine Möglichkeit, den Kapitaleinsatz zu beschleunigen und Schwerpunkte im Portfolio zu setzen. Vor allem im Bereich Private Equity und Infrastruktur kommen demnach Co-Investments zum Einsatz. Ein wesentliches Kriterium für die Attraktivität von Co-Investments seien dabei die Gebührenvorteile, die insbesondere größere Anleger mit Blick auf eine lange Kundenbeziehung und das Anlagevolumen verhandeln können. Davon profitiere am Ende auch die Rendite, wenn Bruttorendite gleich Nettorendite sei. Gestiegene Zinsen und eine verlangsamt M&A-Aktivität machen zudem den beschleunigten Kapitaleinsatz von Co-Investments bei verringerten Kosten besonders interessant. Daher glauben Michael Lindauer und Yves Meyer-Bülou, dass Co-Investments bei Anlegern in Private Markets eine zunehmend wichtige Rolle spielen werden. (Red.)

de Vehikel werden daher Laufzeiten von 14 Jahren oder länger haben. Der beschleunigte Kapitaleinsatz und die reduzierte Gebührenbelastung begrenzen auch den J-Curve-Effekt im Portfolio, welcher das Renditeprofil im Zeitablauf abbildet.

### Wichtige Rolle bei Schwerpunktbildung

Eine Veränderung der Investmentstrategie und der Zielallokation kann somit schneller und kostengünstiger als über

Primärinvestments erreicht werden. Somit können Co-Investments auch für die Portfoliodiversifikation, beziehungsweise Schwerpunktbildung eine wichtige Rolle spielen. Aber auch hier ist es wichtig, über das entsprechende Wissen zu verfügen, um eine Co-Investment-Offerte beurteilen und auch abbilden zu können. Nicht ausreichende Erfahrung und mangelnde Expertise, um ein Co-Investment

als noch vor 18 Monaten bei der Kreditaufnahme gegenübersteht.

Darüber hinaus sind Banken zunehmend zurückhaltender in der Kreditvergabe. Unternehmen müssen sich also Gedanken machen, wie sie ihre Kapitallücke schließen können. Private Equity kann hier an Bedeutung gewinnen. Immer mehr Unternehmen, die in Familienbesitz

ren und zur Möglichkeit in Unternehmen zu investieren, die Anlegern noch bis vor Kurzen nicht zugänglich waren.

### „Banken sind zunehmend zurückhaltender in der Kreditvergabe.“

auch in kurzer Frist beurteilen zu können, sind die größten Hürden, die Investoren bei Co-Investments laut BAI sehen.<sup>2)</sup>

Co-Investments sollten immer auch im Portfoliokontext gesehen werden, denn sie können gegebenenfalls auch zu Klumpenrisiken führen, was insbesondere bei illiquiden Anlageklassen wie Private Equity und Infrastruktureigenkapital-Anlagen zu berücksichtigen ist.

#### Private Equity

Private Equity gilt als eine der am weitesten entwickelten Anlageklassen im Bereich der alternativen Anlagen. Die Allianz investiert zum Beispiel seit über einem Vierteljahrhundert in Private Equity und arbeitet über den Inhouse Asset Manager Allianz Capital Partners mit über 200 Fondsmanagern zusammen. Die ACP verwaltet in Private Equity Vermögenswerte in Höhe von knapp 30 Milliarden Euro. Co-Investments machen dabei ungefähr 10 bis 20 Prozent des jetzigen Portfolios aus.

Seit vergangem Jahr ist „Bewegung“ in den Private-Equity-Markt gekommen. Die Verlangsamung der Transaktionstätigkeit am Markt, die vermutlich auch noch eine gewisse Zeit anhalten wird, trifft auch Private Equity. Die gestiegenen Zinsen haben die Bedingungen für die Aufnahme von Fremdkapital erschwert. Diese Problematik trifft auch den deutschen Mittelstand, der bedeutend anderen Konditio-

nen sind, zeigen sich offener für den Einstieg von Private-Equity-Fonds, um ihre Kapitaldecke zu stärken und Investitionen angehen zu können. Dabei profitieren sie auch von dem „frischen Wind“, den ein Investor oft mit sich bringen kann, und den Möglichkeiten, neue Kapitalquellen zu besseren Konditionen anzuzapfen.

Dies ist eine Entwicklung, die sich in den vergangenen Jahren immer mehr abgezeichnet hat. Von den nicht börsennotierten Unternehmen geht AGI zudem zurzeit von einer steigenden Anzahl von Firmen aus, die über einen Einstieg von Private-Equity-Gesellschaften in ihr Unternehmen nachdenken. Dies könnte dann auch zu einer steigenden Zahl von Transaktionen im Co-Investmentbereich füh-

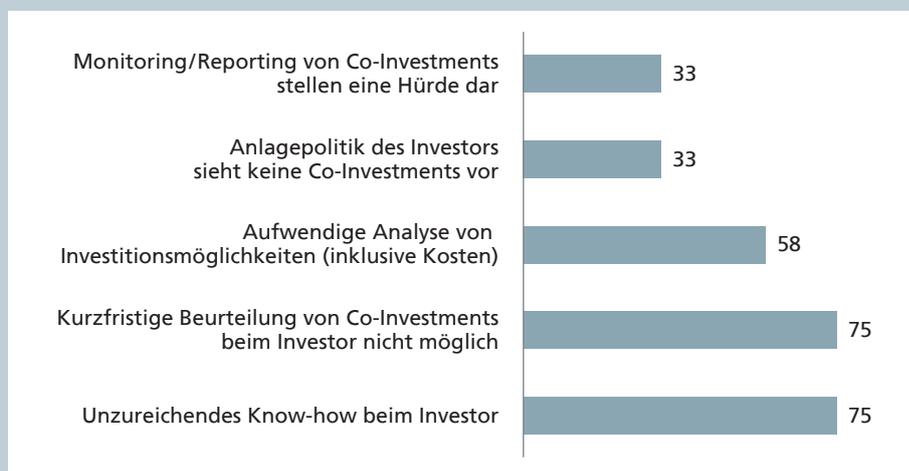
#### Die Infrastruktur

Infrastrukturanlagen sind bei institutionellen Anlegern weiterhin hoch im Kurs. Ein Grund dafür ist, dass Infrastrukturprojekte häufig essenzielle Leistungen bereitstellen, wie zum Beispiel Strom, Wasser und Daten, die zur Daseinsvorsorge zählen. Das hat nicht zuletzt die Bedeutung der Anlageklasse in der Pandemie untermauert. Die notwendigen Investitionen im Zuge der Energiewende und der digitalen Transformation der Wirtschaft brauchen erhebliches Kapital.

Um allein die von der Bundesregierung für 2030 gesteckten Klimaschutzziele zu erreichen, sind laut einer Studie von EY und dem BDEW Investitionen von schätzungsweise insgesamt 600 Milliarden Euro im Zeitraum bis 2030 erforderlich.<sup>3)</sup> Man steht jedoch schon heute vor einem gewaltigen Investitionsstau. Ein hoher Anteil der Infrastruktur allein in Deutschland ist über 50, 60 Jahre alt und muss ersetzt oder modernisiert werden.

Die Staatshaushalte der Länder in Europa sind unter Druck. Die vielen Krisen und die gestiegenen Zinsen haben die Lage weiter verschärft, sodass privates Kapital

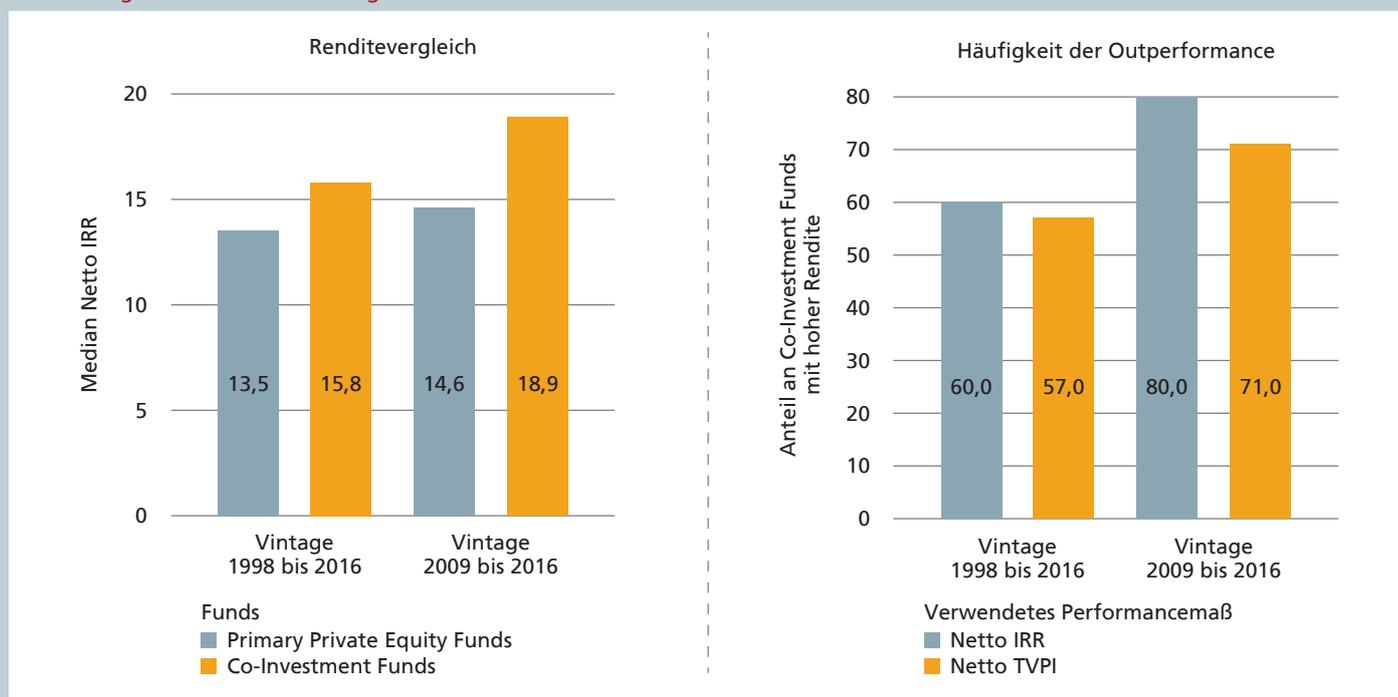
Abbildung 2: Hürden der Investoren bei Investitionen in Co-Investments (in Prozent)



Quelle: BAI, BAI\_White\_Paper\_Co\_Investments\_05102020.pdf (bvai.de), 2020, Seite 43



Abbildung 3: Performancevergleich Co-Investments (in Prozent)



Quelle: BAI, Darstellung des BAI nach Beaton/McCauley (2020), BAI\_White\_Paper\_Co\_Investments\_05102020.pdf (bvai.de), 2020, Seite 34

nötig ist, um die notwendigen Infrastrukturinvestitionen angehen zu können.

### Positive Effekte öffentlich-privater Partnerschaften

Zur Einordnung: Die Allianz ist mit einem verwalteten Vermögen von 27 Milliarden Euro einer der größten institutionellen Infrastruktur-Anleger weltweit und seit mehreren Jahren auch im Bereich der Fonds- und Co-Investments aktiv. Allianz Capital Partners hat in diesem Segment in den vergangenen acht Jahren knapp 60 indirekte Investments getätigt und ein verwaltetes Vermögen von mehr als 10 Milliarden Euro aufgebaut, sowohl für die Allianz-Gruppe als auch für Drittkunden.

Unter den gegebenen Vorzeichen ist ein weiterer Anstieg der Co-Investment-Möglichkeiten im Bereich der Infrastruktur zu erwarten. Sofern auch öffentlich-private Partnerschaften, die in Deutschland bisher eher verhalten betrachtet werden, in den nächsten Jahren häufiger zustande kommen sollten, kann das Investmentvolumen noch weiter zunehmen.

Dabei können Anleger oft von der besonderen Marktposition von Infrastruktur profitieren, die grundsätzlich von stabiler Nachfrage, Eintrittsbarrieren und hoher Inflationsbindung geprägt ist und daher insbesondere für langfristige Anleger eine interessante Anlageklasse darstellt.

Die gestiegene Inflation und die hohen Zinsen haben aber auch die Anlageklasse Infrastruktur verändert. Die hohe Inflationsbindung ermöglicht häufig zumindest einen Teil der gestiegenen Zinsaufwendungen und Diskontraten aufzufangen, wobei das stark vom jeweiligen Geschäftsmodell abhängt. Umso mehr sollte man bei Co-Investments den Einzelfall genau prüfen.

### Den Unterschied machen

Wie oben ausgeführt, können Co-Investments häufig von der Reduzierung des J-Curve-Effekts profitieren und bei beschleunigtem Kapitaleinsatz Kosteneffekte nutzen, die somit zu einer höheren Rendite im Vergleich zu Primärfonds führen können.<sup>4)</sup>

Co-Investments werden bei Anlegern in Private Markets eine zunehmend wichtigere Rolle spielen. Anstehende Investitionen wie zum Beispiel in die Energiewende und innovative Geschäftsmodelle gehen mit einem großen Kapitalbedarf einher, der auf ein begrenztes Kapitalangebot trifft. Gestiegene Zinsen und eine verlangsamte M&A-Aktivität machen zudem den beschleunigten Kapitaleinsatz von Co-Investments bei verringerten Kosten besonders interessant. Gerade im momentan herausfordernden Marktumfeld werden spezialisierte Anbieter mit einer langjährigen positiven Erfolgsbilanz dabei am besten positioniert sein, um Zugang zu entsprechenden Anlagemöglichkeiten zu erhalten und diese auch im Investmentzyklus aus dem Cockpit steuern zu können. Dabei kann ein guter Co-Pilot im komplexen Anlageuniversum von Private Markets über Co-Investments den Unterschied machen.

#### Fußnoten

- 1) BAI\_White\_Paper\_Co\_Investments\_05102020.pdf (bvai.de), Seite 35
- 2) BAI\_White\_Paper\_Co\_Investments\_05102020.pdf (bvai.de), Seite 43
- 3) EY Fortschrittsmonitor 2022 | Energiewende
- 4) Darstellung des BAI nach Beaton/McCauley (2020), BAI\_White\_Paper\_Co\_Investments\_05102020.pdf (bvai.de), Seite 34

# Private Debt Secondaries: Zweitmarkt erster Klasse

Chancen nutzen, wenn sie sich ergeben. Setzen Sie gemeinsam mit uns auf das Wachstum des Private-Debt-Sekundärmarktes. Warum? Einzelrisiken können durch Diversifikation reduziert werden, es besteht die Chance auf hohe laufende Zinserträge und Wertsteigerung der Kredite, kürzere Laufzeiten sind ebenso möglich wie erhöhte Liquidität – viele Vorteile, gepaart mit dem erstklassigen Marktzugang und der Erfahrung der Allianz. Profitieren Sie von unserem partnerschaftlichen Ansatz, der langfristig ausgerichtet ist und auf das gesamte Private-Debt-Risikospektrum setzt.

Setzen Sie auf Private Debt Secondaries mit uns an Ihrer Seite.

Mehr Informationen finden Sie unter:

[de.allianzgi.com](https://de.allianzgi.com)