

INVESTMENT PERSPECTIVES

CapitalDynamics
TRULY INVESTED.



MÄRZ 2021

PRIVATE EQUITY CO-INVESTMENTS: PERFORMANCE NACH DER KRISE



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.

Die empirische Forschung von Capital Dynamics 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 der intelligenten Portfoliokonstruktion von Capital Dynamics 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-IRRs 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.

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).

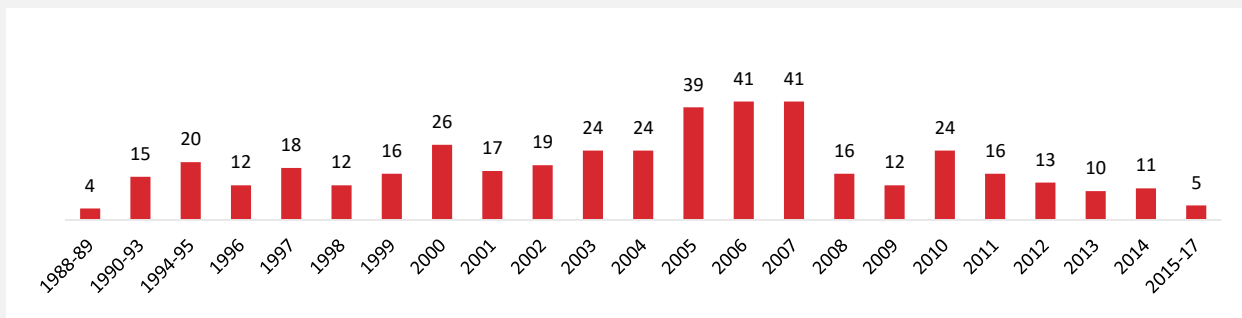
³ Capital Dynamics' Schätzung

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 Capital Dynamics im Rahmen seiner 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 abgeschrieben 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 INVESTITIONSDATUM (ANZAHL)



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

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

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

GESAMTERGEBNIS

Nicht ganz unerwartet, variierte die Performance der Transaktionen im Datensatz erheblich. Über 80% der Co-Investments (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,

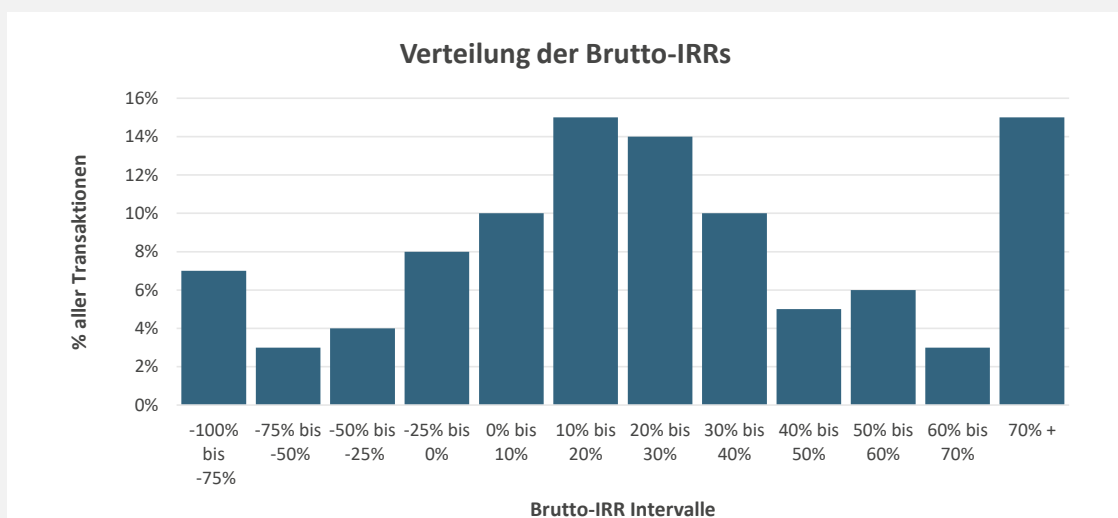
wobei die obersten 15% der Stichprobe eine Brutto-IRR von 70 % oder mehr erwirtschafteten, was darauf hindeutet, dass eine intelligente Portfoliokonstruktion und ein breiter Zugang zum Dealflow entscheidend sind. Diese Ergebnisse stimmen mit denen anderer Forscher wie Braun, Jenkinson und Schemmerl, 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)

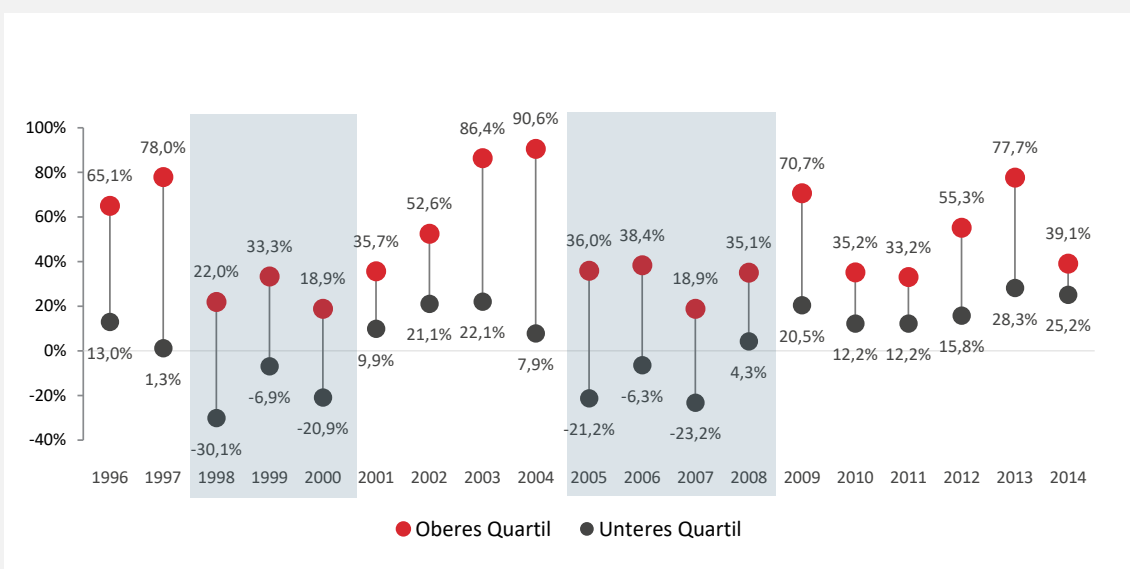


CO-INVESTMENT-PERFORMANCE ÜBER ZYKLEN

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 INVESTITIONSDATUM



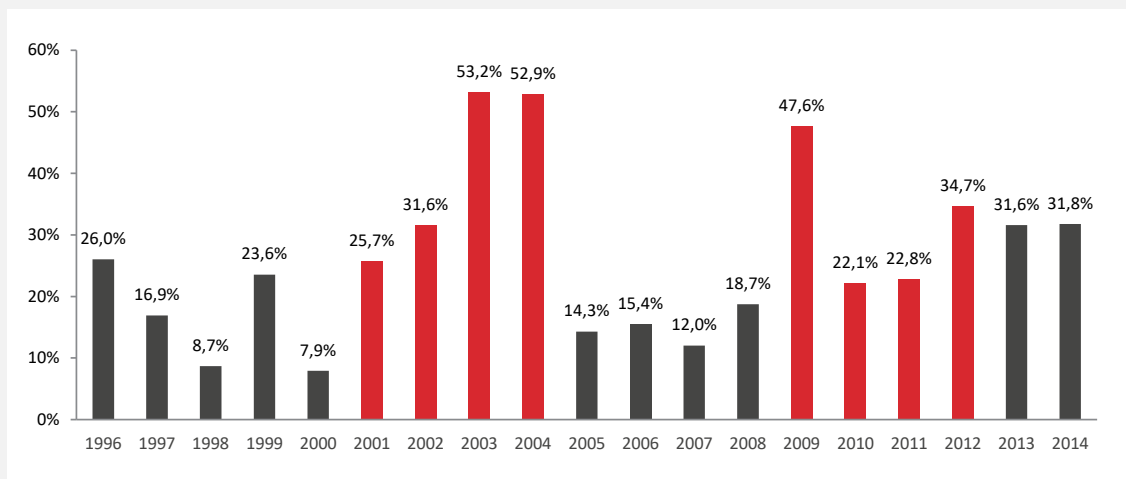
Die vertikalen Linien zeigen den Interquartilsbereich Jahr für Jahr, gemessen an der Brutto-Rendite. Es wird deutlich, dass die Renditen in den Perioden der erhöhten wirtschaftlichen Aktivität, während der Dotcom-Blase und vor der Finanzkrise (die schattierten Regionen in **Abbildung 4** oben), generell 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.

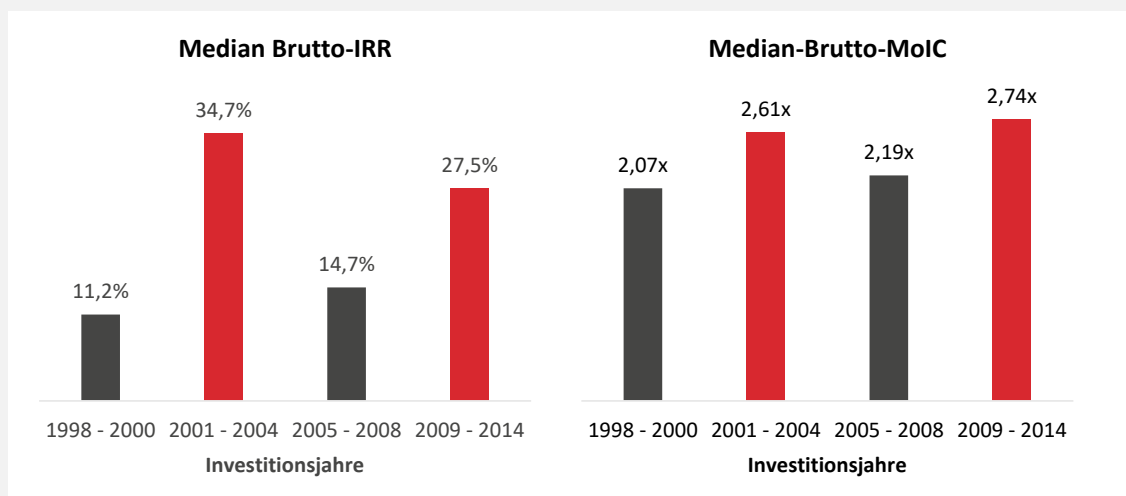
ABBILDUNG 5: BRUTTOMEDIAN DER CO-INVESTMENTRENDITEN NACH INVESTITIONSAHR (IRR)



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

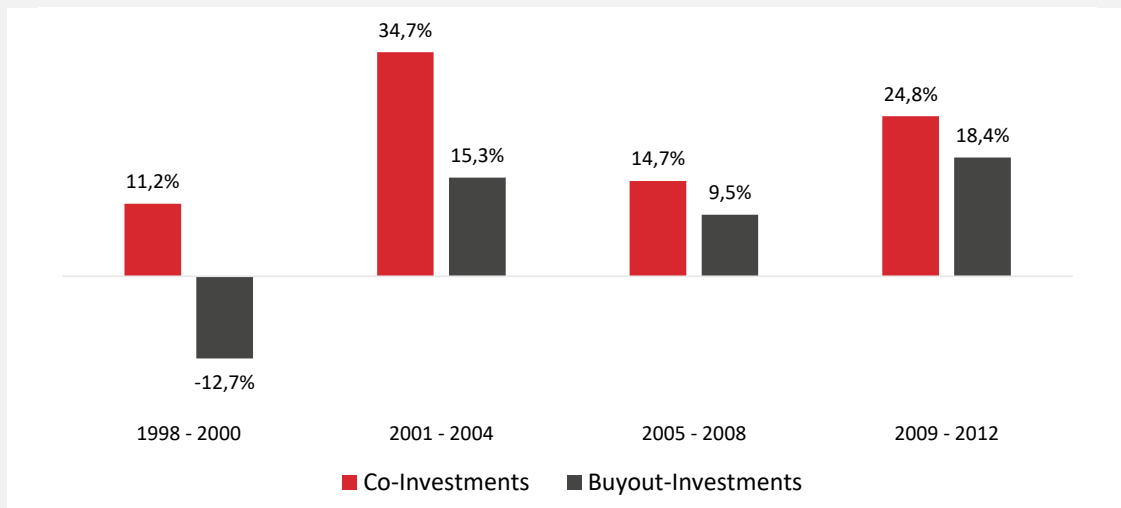


VERGLEICHENDE CO-INVESTMENT-RENDITEN ÜBER ZYKLEN

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-IRRs (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 hindeuten scheinen, dass "der Vergleich zwischen Co-Investments und anderen

Private Equity Transaktionen [die nicht für Co-Investments angeboten werden] keine Anzeichen für Selektionsverzerrungen, weder positiv noch negativ, ergab".

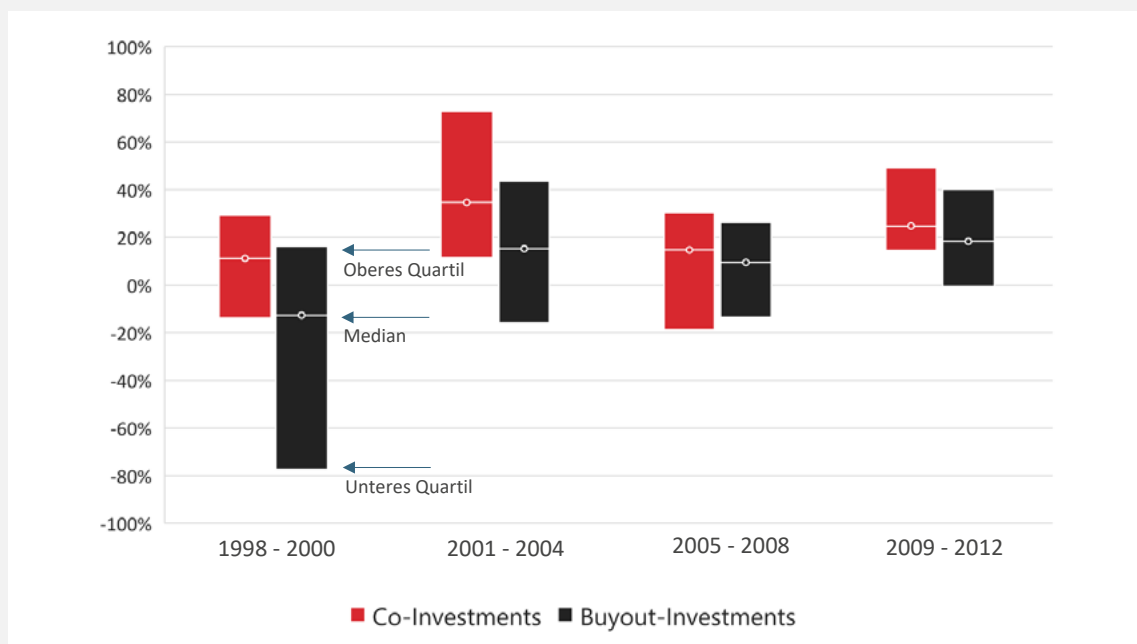
⁶ Braun, Reiner, Jenkinson, Tim und Schemmerl, Christoph, Adverse Selection and the Performance of Private Equity Co-investments (2016).

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 Capital Dynamics 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 Zyklicität 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.

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

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 der intelligenten Portfoliokonstruktion von Capital Dynamics 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-IRRs 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.

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
+49 89 2000 418 13
kgierling@capdyn.com

Markus Langner

Managing Director, Business Development,
DACH & Netherlands
+49 89 2000 418 14
mlangner@capdyn.com

ÜBER CAPITAL DYNAMICS

Capital Dynamics ist eine unabhängige globale Vermögensverwaltungsgesellschaft, die sich auf private Vermögenswerte einschließlich Private Equity, Private Credit und Clean Energy Infrastructure konzentriert. Capital Dynamics bietet ein breit gefächertes Angebot an maßgeschneiderten Angeboten und individuellen Lösungen für einen breiten, globalen Kundenstamm, darunter Unternehmen, Family Offices, Stiftungen sowie vermögende Privatpersonen, Pensionsfonds und andere. Das Unternehmen betreut mehr als 15 Mrd. USD an verwaltetem Vermögen und Beratungsmandaten¹. Capital Dynamics zeichnet sich durch tiefe und nachhaltige Partnerschaften mit Kundenaus, eine Kultur, die unternehmerische Vordenker anzieht und das Engagement, innovative Ideen und Lösungen für seine Kunden zu liefern.

Die Wurzeln von Capital Dynamics reichen zurück bis ins Jahr 1988, dem Jahr der Gründung unseres Vorgängers Westport Private Equity in Großbritannien. Unser Hauptsitz wurde 1999 in Zug in der Schweiz eingerichtet. Das Unternehmen beschäftigt weltweit rund 160 Mitarbeiter und unterhält weitere Büros in New York, London, Paris, Tokio, Hongkong, San Francisco, München, Mailand, Florida, Birmingham, Dubai und Seoul.

Im Jahr 2020 wurde Capital Dynamics von den Principles for Responsible Investment mit der höchsten Bewertung (A+) für (i) Strategie & Corporate Governance, (ii) Private-Equity-Strategie und (iii) Strategie für saubere Energieinfrastruktur ausgezeichnet. Für weitere Informationen besuchen Sie bitte:

www.capdyn.com

¹ Per 31. Dezember 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.



www.capdyn.com

