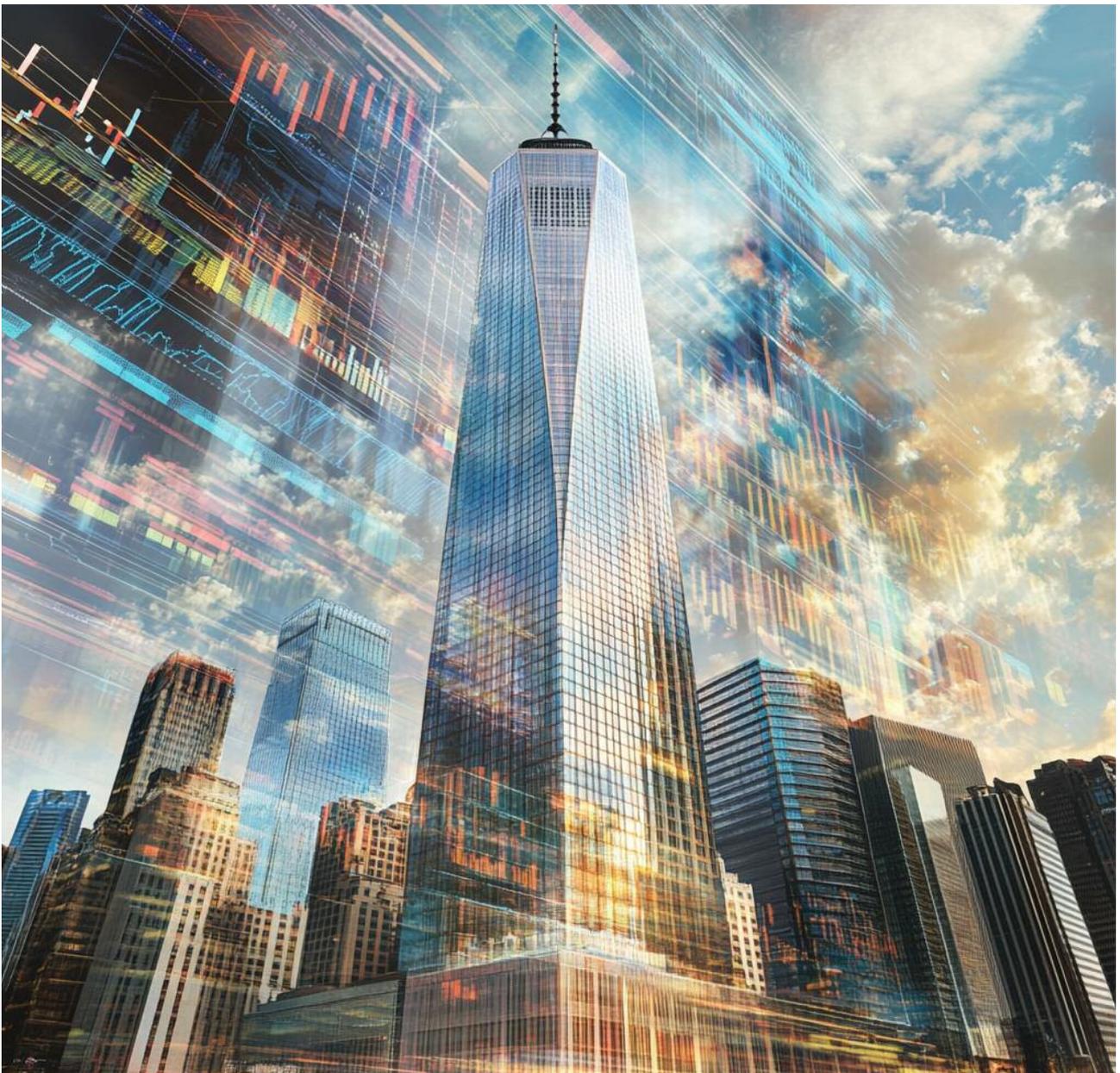


# Private Equity, Infrastruktur und Private Debt

Hohe Resilienz und gute Perspektiven

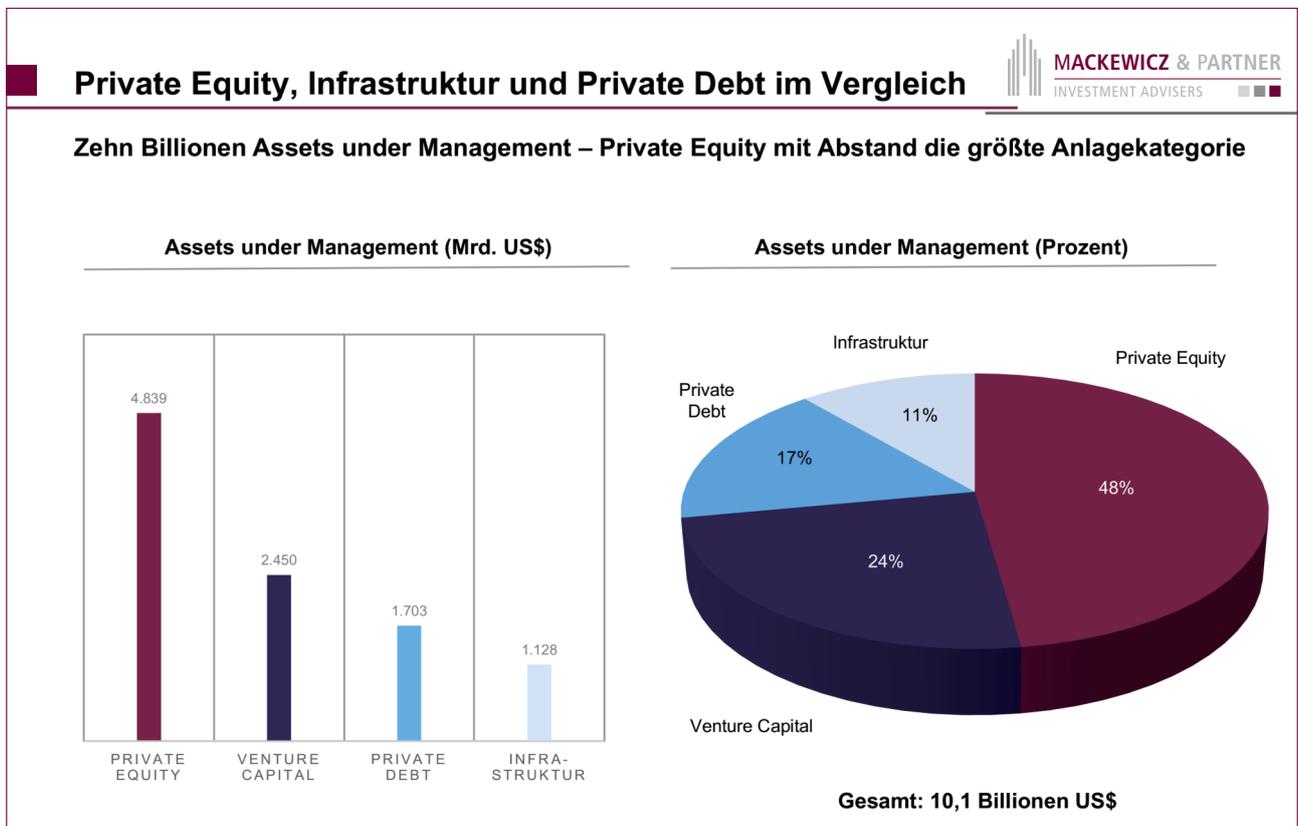


Das wirtschaftliche und geopolitische Umfeld bleibt weiterhin anspruchsvoll. Dennoch scheinen die alternativen Anlagesegmente Private Equity, Infrastruktur und Private Debt das Schlimmste hinter sich zu haben. Alle drei Segmente haben ihre Robustheit und Reife unter Beweis gestellt und den Auswirkungen von Inflation und geopolitischen Spannungen erfolgreich getrotzt. Zudem gelingt es den Managern in den drei Anlagesegmenten wieder, attraktive Vermögenswerte zu identifizieren und Transaktionen abzuschließen oder neue Fonds einzuwerben. Alternative Assets dürften das Beste noch vor sich haben. Anlegern sollte bewusst sein, dass der Markt stark konzentriert ist und sich in zwei Lager teilt: Große Investoren suchen Stabilität und Skaleneffekte in großen Fonds, kleine Investoren suchen höhere Renditen und wählen kleinere Fonds. Eine weitere Entwicklung ist, dass Asset Manager sich auch durch Zukäufe zu international tätigen Generalisten entwickeln. Wenn der Asset Manager zu wertvoll ist, bleibt oft nur der Börsengang.

Als die Zentralbanken weltweit Anfang 2022 die Zinssätze in vorher nie gekannter Geschwindigkeit erhöhten, haben Transaktionsaktivitäten, Exits und die Fundraising-Bemühungen der Anbieter von Alternativen Investments nach mehreren guten Jahren erheblich gelitten. Trotzdem hat das verwaltete Vermögen in den drei alternativen Anlagesegmenten Private Equity, Infrastruktur und Private Debt in dieser schwierigen Phase die zehn Billionen US\$-Marke überschritten. Private Equity ist mit knapp fünf Billionen US\$ oder einem Anteil von 48 Prozent das größte Anlagesegment, gefolgt von Venture Capital (24 Prozent), Private Debt (17 Prozent) und Infrastruktur (11 Prozent).

## Längere Zeiträume, weniger Exits und Distributionen

Der Faktor Zeit hat den Fondsmanagern in den vergangenen Jahren kräftig zugesetzt. Die Haltedauern der Unternehmen in den Portfolios haben sich in die Länge gezogen, die

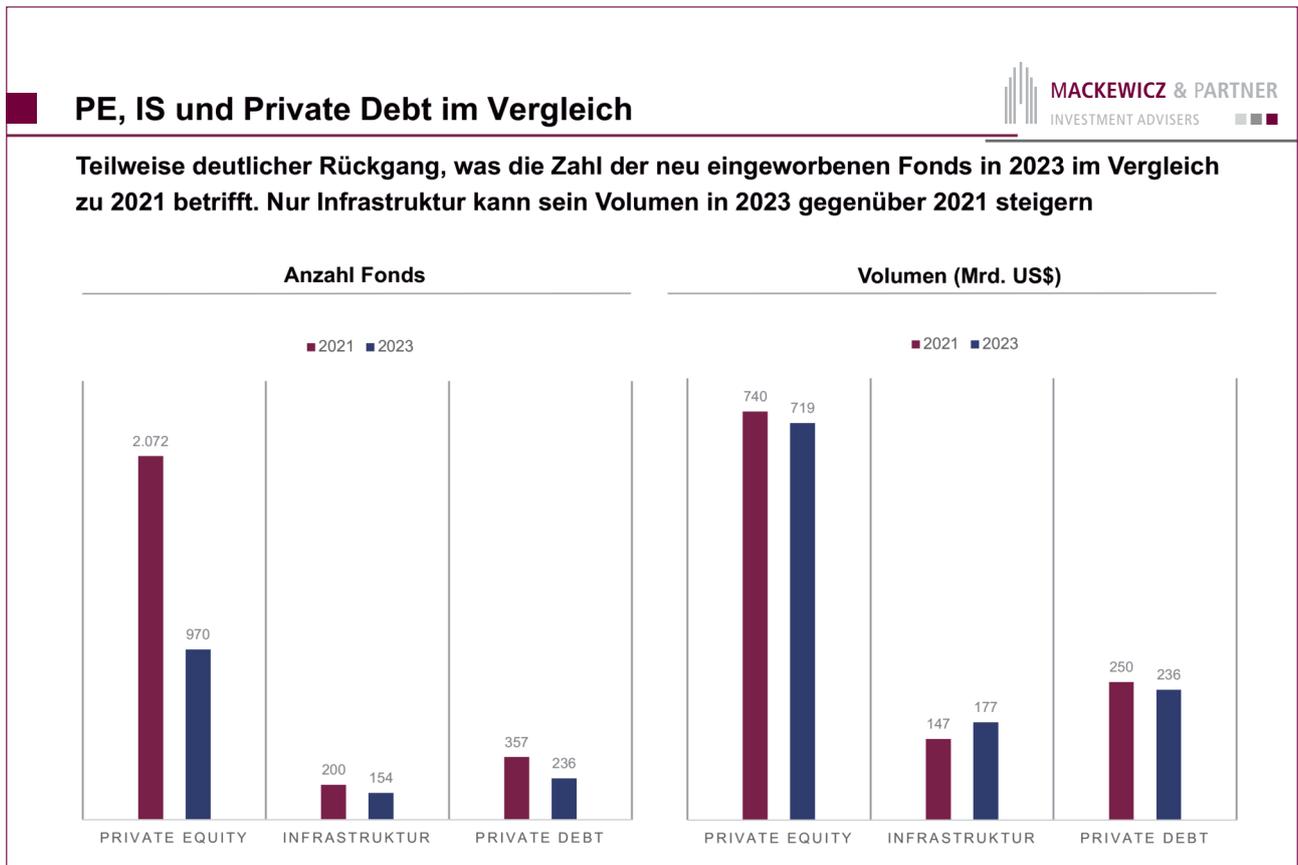


Fondslaufzeiten mussten verlängert werden und das Fundraising für neue Fonds nahm nicht selten zwei Jahre oder länger in Anspruch. Die Zeit hat aber leider einen entscheidenden Einfluss auf die Berechnung des internen Zinsfußes (IRR, Internal Rate of Return). Wir befürchten daher durchaus die eine oder andere wenig erfreuliche Überraschung bei der Performance mancher Private Market Fonds aus den Jahrgängen, die von diesen Effekten betroffen sind.

Auf der Exit-Seite hat die Transaktionsaktivität in allen drei Segmenten (Venture Capital sei hier unter Private Equity zusammengefasst und wurde in einem unserer früheren Newsletter eingehend behandelt) eine gewisse Schwerfälligkeit gezeigt. Diese Trägheit liegt in einer immer noch bestehenden Bewertungsdifferenz zwischen Verkäufern und Käufern begründet. Die Spreads haben sich zwar verringert, andererseits sind die Finanzierungskosten nach wie vor relativ hoch, da die Basiszinssätze nahe ihren zyklischen Höchstständen liegen. Die aktuellsten Cashflow-Daten (Q

2024) zeigen, dass die Nettodistributionen im achten aufeinanderfolgenden Quartal negativ ausgefallen sind. Dies hat zu Liquiditätsproblemen bei den Limited Partners (LPs) geführt, die darum ihre Fondsinvestments anpassen bzw. reduzieren mussten. Obwohl einige Manager ihre jüngsten, neuen Fonds schließen konnten und ihre Fundraising-Ziele teilweise sogar überschritten haben, stellt das Fundraising für den breiten Markt immer noch eine große Herausforderung dar. Venture-Capital- und Wachstumsfonds tragen die Hauptlast der geringeren Investitionsneigung der Investoren, die wie erwähnt mit Liquiditätsproblemen und auch dem Denominatoreffekt konfrontiert waren oder immer noch sind.

Wie die Zahlen von Preqin zeigen, konnten im Vergleich zum Rekordjahr 2021, als 2.072 Private Equity Fonds weltweit ein Volumen von 740 Mrd. US eingeworben haben, 2023 nur noch 970 Fonds immerhin 719 Mrd. US\$ einwerben. Von den drei Anlagesegmenten konnten nur Infrastruktur-



Quelle: Preqin, Analyse Mackewicz & Partner

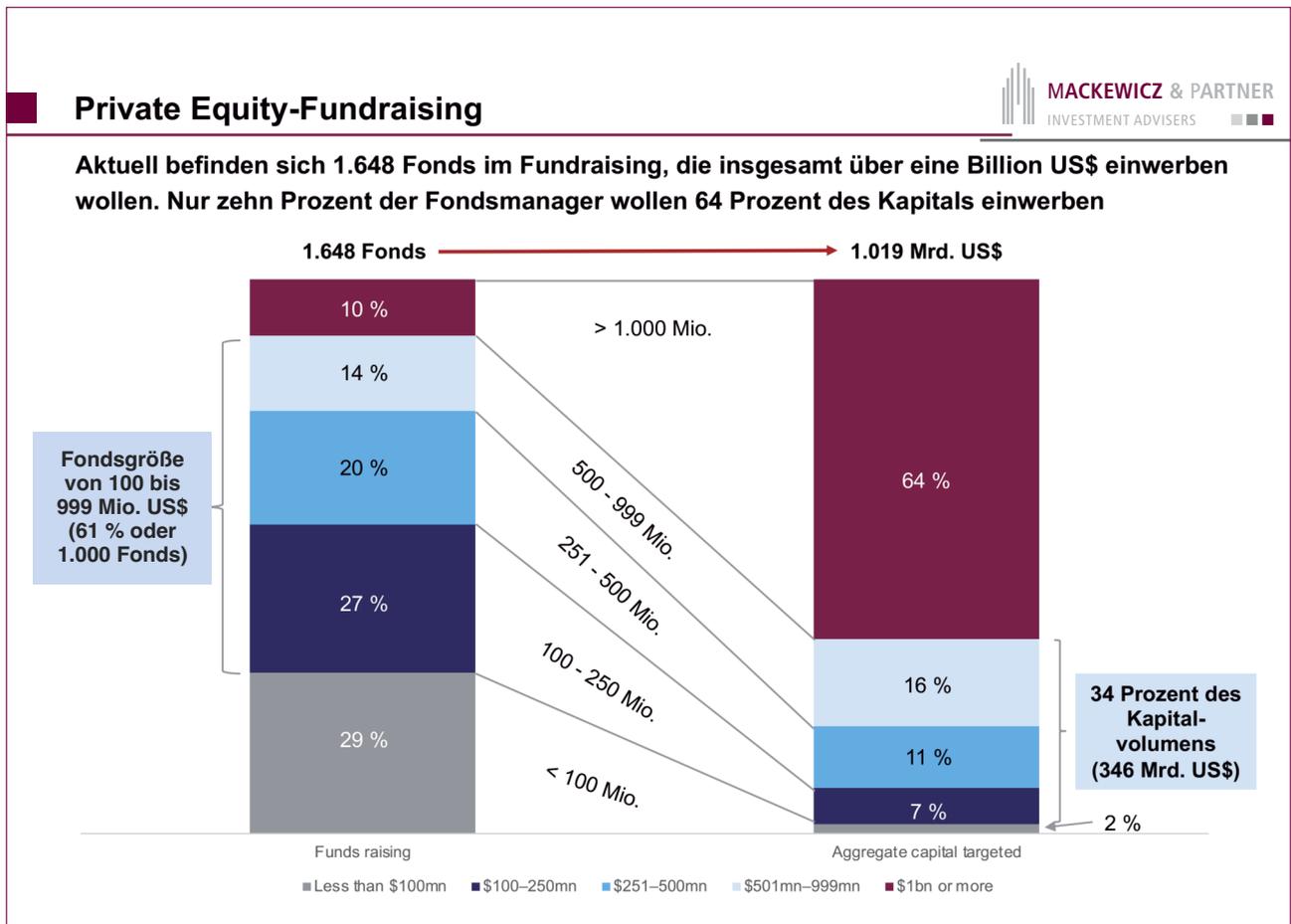
fonds in diesem Zeitraum das eingeworbene Volumen steigern, nämlich von 147 Mrd. US\$ in 2021 auf 177 Mrd. US\$ in 2023.

## Einige wenige Fonds sammeln den Großteil an Zusagen ein

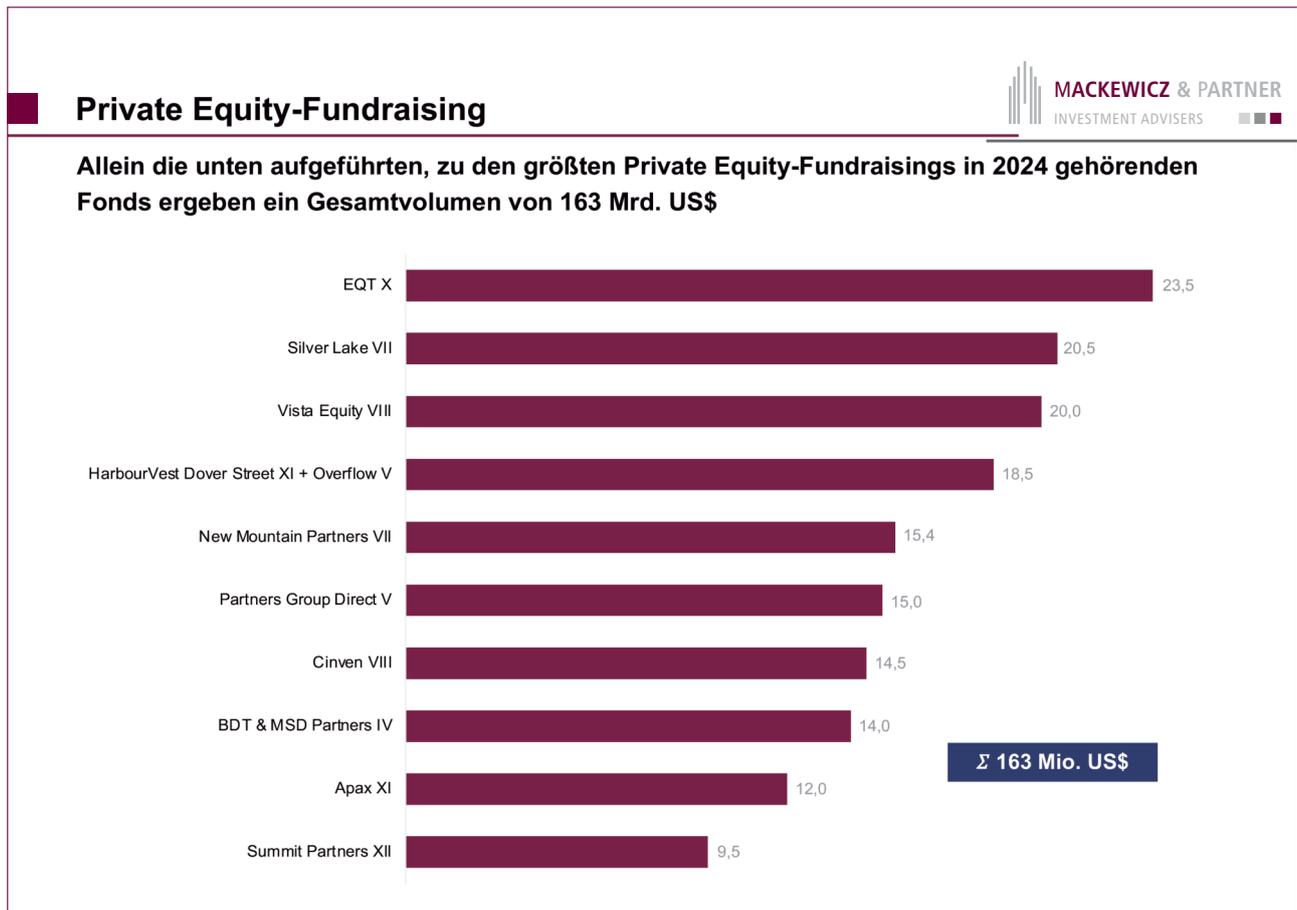
Aktuell befinden sich 1.648 Private Equity-Fonds im Fundraising, die insgesamt etwa eine Billion US\$ an Kapital einwerben wollen. Betrachtet man die Fundraising-Situation genauer, ist ein Ungleichgewicht im Markt bzw. eine hohe Konzentration des Kapitals auf wenige Fondsanbieter zu erkennen. So beabsichtigen Preqin zufolge allein zehn Prozent der im Markt befindlichen Manager etwa zwei Drittel des Kapitals einzuwerben. Über 60 Prozent der im Markt befind-

lichen Fonds sind in der Größenklasse von 250 Mio. US\$ bis eine Mrd. US\$ unterwegs und verfolgen das Ziel, etwa ein Drittel des Kapitalvolumens einzuwerben. Etwa 1.000 Fondsmanager haben also die Absicht, insgesamt „nur“ 346 Mrd. US\$ aufzunehmen.

Gestützt wird die starke Konzentration des Kapitalvolumens auf wenige große Fondsmanager von den im bisherigen Verlauf des Jahres 2024 veröffentlichten Fundraising-Erfolgen von Fondsmanagern wie EQT, die für ihre zehnte Fondsgeneration ein Volumen von 23,5 Mio. US\$ einwerben konnten. Mit Silverlake (20,5 Mrd. US\$) und Vista Equity (20 Mrd. US\$) haben zwei weitere Fondsmanager die 20 Mrd. Marke übertroffen. Insgesamt haben allein die von uns aufgeführten zehn Fondsmanager (siehe nächste Seite) in diesem Jahr über 160 Mrd. US\$ absorbiert.



Quelle: Preqin



Quelle: Mackewicz & Partner

Bei näherer Betrachtung ergibt sich das Bild eines komplexen Zusammenspiels von Wettbewerbsvorteilen für große Fondsmanager sowie Chancen und Herausforderungen für kleinere Akteure im Markt. Chancen und Herausforderungen ergeben sich aber auch für Investoren.

## Die strukturellen Vorteile der geschlossenen Welt

Erfolg macht erfolgreich! Übertragen auf Private Equity-Fonds heißt dies, dass Performanceerfolge Vertriebsfolge nach sich ziehen. Die überzeugenden Renditen der Private Equity-Fonds können mit der aufwändigen Fundamentalanalyse der Private Equity Manager sowie ihrem hohen strategischen und operativen Einsatz bei den Portfoliofirmen erklärt werden. Im Gegensatz zur „liquiden Welt“ halten Pri-

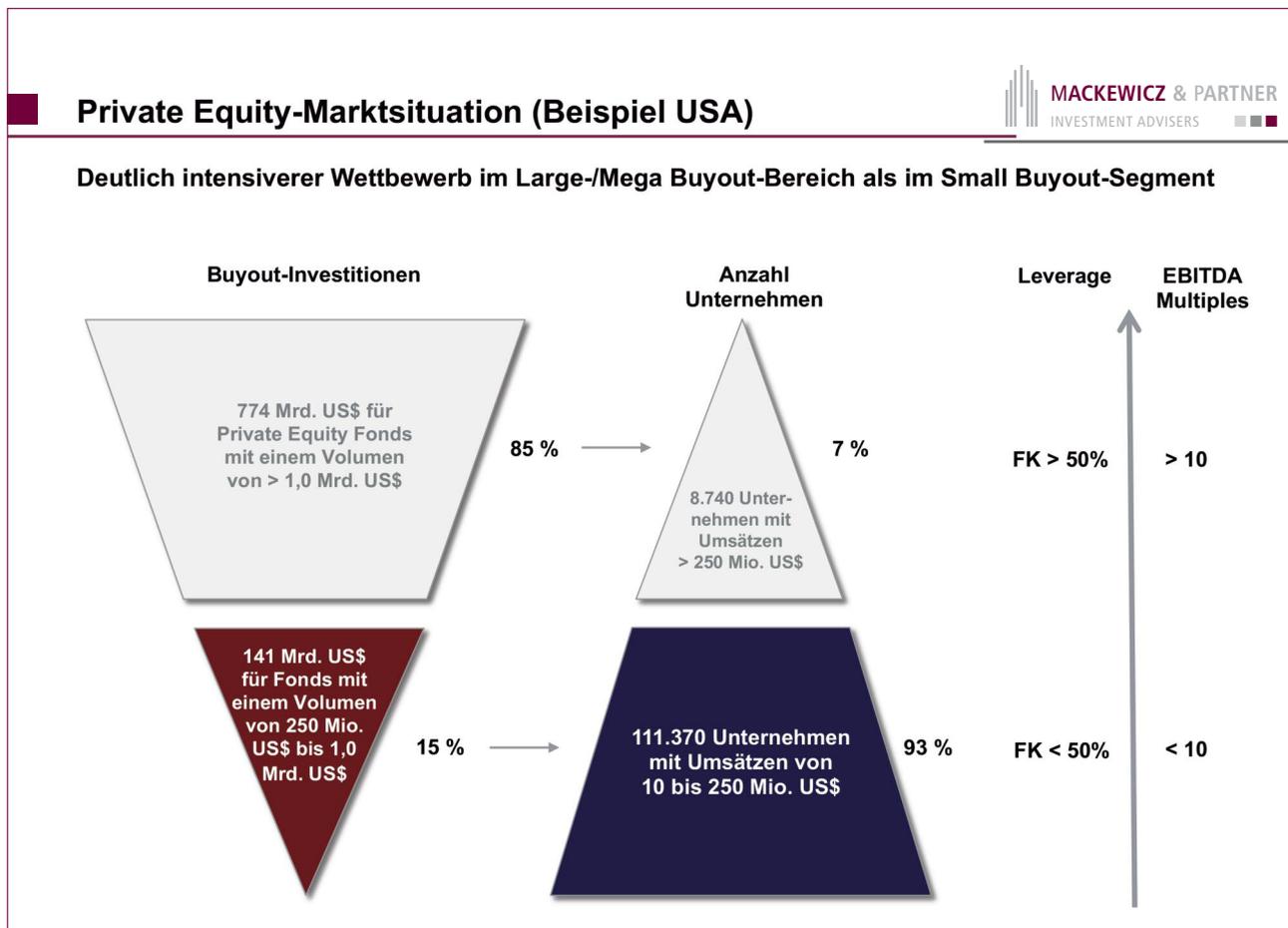
ivate Equity Manager häufig eine Mehrheit am Zielunternehmen und haben außerdem weniger Portfoliounternehmen im Bestand als ein Aktienfonds. Insofern liegt der Fokus auf weniger Unternehmen und die Chance, ein höheres Wertschöpfungspotenzial zu realisieren, steigt deutlich an. Auch die Art und der Zeitpunkt eines Verkaufs weichen erheblich von der „liquiden Welt“ ab. Private Equity Manager denken häufig bereits beim Einstieg in ein Unternehmen über den optimalen Exit-Kanal nach. Darüber hinaus können geeignete Marktfenster für eine Veräußerung abgewartet werden. Nicht zu vernachlässigen ist bei Private Equity auch das höhere Alignment of Interest: Der Private Equity Manager steigt meist selbst mit eigenem Kapital ein (bei Aktienfonds völlig unüblich), und auch die Vergütung hängt nicht zuletzt maßgeblich vom Erfolg der Investitionen ab.

Zudem heißt „aktiv“ bei Private Equity wirklich „aktiv“: Während ein Aktienmanager selbst eines „aktiv gemanagten“ Fonds (von ETFs ganz zu schweigen) im Allgemeinen eher passiv auf eine Wertsteigerung seiner ausgewählten Aktien „setzt“, können gute Beteiligungsmanager erheblich zum Gelingen einer guten Performance beitragen. Bei manchen macht der operative Einsatz im Portfoliounternehmen gar den Löwenanteil ihrer Arbeit aus.

### Kleinere Fonds haben mehr Opportunitäten

All diese Aspekte gelten für Private Equity. Bei den Renditen dürfte sich dieses Vorgehen künftig wohl vor allem bei Fonds niederschlagen, die auf kleine und mittelgroße Buyouts spezialisiert sind. Unter Berücksichtigung der Zahl der abgeschlossenen Transaktionen wird deutlich, dass die

Wettbewerbsintensität im Small Buyout/unteren Mid Market Buyout-Segment deutlich geringer ist als im Large Buyout-Segment, wo die Private Equity-Gesellschaften wesentlich weniger Unternehmen in den Fokus nehmen können. Aus Investorensicht erscheint das kleinere Segment damit sehr attraktiv, weil die einzelnen Transaktionen auf moderater Preisbasis zustande kommen und der Einsatz von Fremdkapital in einem deutlich gemäßigeren Umfang erfolgt als im Large Buyout-Segment. Hinzu kommen die Potenziale für operative Verbesserungen und damit die Möglichkeit, die Wertschöpfung in den Unternehmen zu steigern, die in den meisten Fällen erstmals mit Private Equity in Berührung kommen (während Unternehmen, die schon ein- oder mehrmals im Besitz von Private Equity-Gesellschaften waren, ihre Optimierungspotenziale weitgehend ausgeschöpft haben).



Am Beispiel des Lower Mid Markets in den USA (Fonds < 1 Mrd. US\$) wird deutlich, wie stark der Konzentrationsprozess ausgeprägt ist. Im Lower Mid Market in den USA existieren etwa 1.000 Fondsmanager, die in einem Becken „fischen“ können, in dem sich mehr als 90 Prozent der Unternehmen in den USA befinden. Demgegenüber sind in den Fonds mit mehr als einer Mrd. US\$ etwa 85 Prozent des Kapitals allokiert, welches auf nur sieben Prozent der Unternehmen in den USA gerichtet ist.

Aus Investorensicht stellen die Mega Buyout-Fonds mit Volumina von mehr als fünf Mrd. US\$ also nur einen Ausschnitt des Private Equity-Universums dar. Ein nach Branchen, Regionen und Wirtschaftszyklen/Vintagejahren breit diversifiziertes Private Equity-Portfolio sollte auch Small-/Mid-Market Buyout-, Distressed-, Turnaround- und Secondary- sowie mit

einem kleineren Anteil auch Venture Capital-Fonds enthalten. Ein Private Equity-Portfolio, das allein aus Large- und Mega Buyout-Fonds gebildet wird, wäre nur unzureichend breit diversifiziert und liefe damit Gefahr, die Renditeziele zu verfehlen.

## Was große und kleine Investoren unterscheidet

Wir beobachten unter den institutionellen Investoren den Trend, die Zahl der Private Equity-Fonds in ihren Portfolios zu reduzieren und größere Beträge je Fonds-Commitment bereitzustellen. Unter diesem Einfluss belaufen sich die sogenannten „Ticketgrößen“ der Institutionellen Investoren – also die Kapitalzusagen für die einzelnen Fondsbeteiligungen – auf mindestens 20 Mio. Euro, häufig aber auch auf

### Beispiele für M&A-Aktivitäten in Private Markets



**International operierende Asset Manager sind stetig darum bemüht, ihre Produktpalette zu diversifizieren und ihre regionale und fachliche Präsenz auszubauen (Beispiele)**

Käufer	Zielunternehmen	Strategie	Transaktionsdetails	Jahr
Bank Vontobel	Ancala Partners	Infrastruktur	bedeutende Minderheitsbeteiligung	2024
Amundi	Alpha Associates	PE, Infrastruktur, Private Debt	100% Übernahme	2024
General Atlantic	Actis	Infrastruktur	100% Übernahme	2024
Blackrock	Global Infrastructure Partners	Infrastruktur	Übernahme für 12,5 Mrd. US\$	2024
Investcorp	Corsair Capital Infra	Infrastruktur	50%-Beteiligung	2023
Bridgepoint	Energy Capital Partners	Infrastruktur	100%-Übernahme für 835 Mio. GBP	2023
CVC Capital Partners	DIF Capital Partners	Infrastruktur	100%-Übernahme für 1,0 Mrd. Euro	2023
Blue Owl	Stonepeak	Infrastruktur	Minderheitsbeteiligung	2023
Samsung Life	Meridiam	Infrastruktur	20%-Beteiligung	2023
Digital Bridge	AMP Infrastructure	Infrastruktur	100%-Übernahme für 316 Mio. US\$	2023
Permira Growth Opps II	AltamarCAM	PE, Infrastruktur, Private Debt	40%-Beteiligung	2023
Oaktree Capital Management	17 Capital	Private Credit	Mehrheitsübernahme	2022
ARES Management Corp.	Landmark	PE Secondaries	100%-Übernahme für 1,1 Mrd. US\$	2021
Franklin Templeton	Lexington Partners	PE Secondaries	100%-Übernahme für 1,75 Mrd. US\$ plus weitere Leistungen	2021
PGIM	Montana Capital	Private Equity-Secondaries	100%-Übernahme	2021
CVC Capital Partners	Glendower	Private Equity-Secondaries	100% Übernahme	2021
Onex Corporation	Falcon Investments	Private Debt	100% Übernahme, die teilweise wieder rückabgewickelt wurde	2020
Brookfield Asset Management	Oaktree Capital Mgmt.	Private Credit	62%-Übernahme	2019
KKR & Co.	Avoca Capital	Private Credit in Europa	100% Übernahme	2013
Carlyle Group	Alpinvest	Private Equity und Infrastruktur	100%-Übernahme	2011
Affiliated Managers Group (AMG)	Pantheon	PE, Infrastruktur, Private Debt	Mehrheitsbeteiligung für 775 Mio. US\$	2010

Quelle: Recherche Mackewicz & Partner

deutlich höhere Beträge je Fonds (manche Versicherung oder Pensionskasse gibt Kapitalzusagen über 75 Mio. oder mehr ab). Gleichzeitig unterliegen diese Investoren der Beschränkung bzw. der Diversifikationsregel, mit ihrem Fondsinvestment nicht mehr als zehn Prozent des gesamten Fonds zeichnen zu können. Private Equity-Fonds unter 500 Mio. Euro und selbst mancher Fonds, der ein Volumen von einer Mrd. Euro anstrebt, sind damit für viele große Investorengruppen zu klein.

Auf der anderen Seite beobachten wir bei kleineren Investorengruppen (kleinere Family Offices, Pensionskassen oder Stiftungen) oft kognitive Verzerrungen, wenn es um eine Investition in die großen Buyout-Fonds geht. Mega Buyout-Fonds verlangen zwar häufig hohe Mindestinvestitionsbeträge (z.B. 10 Mio. US\$), die für kleine Family Offices schwer zu erreichen sind (obwohl wir die Erfahrung gemacht haben, dass die Fondsmanager oft auch kleinere Tickets akzeptieren). Kleinere Investorengruppen haben möglicherweise auch nicht genügend Kapital, um in mehrere Fonds gleichzeitig zu investieren und ein breit diversifiziertes Portfolio aufzubauen. Möglicherweise haben kleinere Investorengruppen auch nicht die Kapazität, umfassende Due-Diligence-Prüfungen durchzuführen oder die komplexen Strukturen und Strategien großer Buyout-Fonds umfassend zu analysieren. Zu guter Letzt haben die Vertreter kleinerer Investorengruppen im Vergleich zu den großen institutionellen Investoren offensichtlich oft das Gefühl, Investoren zweiter Klasse zu sein.

Häufig hören wir auch die Bemerkung: „Die Großen leben von der Management Fee und die Kleinen leben vom Carried Interest“. Diese Aussage bringt einige interessante Punkte über die unterschiedlichen Geschäftsmodelle und Anreizstrukturen großer versus kleiner Private-Equity-Fonds zum Ausdruck. Während große Fonds durch Management Fees stabilere Einnahmen erzielen können, sind kleinere Fonds oft stärker auf den Erfolg ihrer Investitionen angewiesen und profitieren mehr vom Carried Interest (der aber durchaus auch für die großen Fonds eine wichtige Einnahmequelle

darstellt). Beide Modelle haben ihre Vor- und Nachteile und spiegeln unterschiedliche Strategien wider.

## Die Spaltung der Private Equity-Welt

Insgesamt beobachten wir seit einiger Zeit die Entstehung zweier Lager im Private-Equity-Markt – eines, das auf Stabilität und Skaleneffekte setzt (große Investorengruppen die in große Fonds investieren), und eines, das auf Flexibilität und potenziell höhere Renditen fokussiert ist (kleinere Investoren, die in kleinere Fonds investieren). Diese Spaltung ist sowohl mit Chancen als auch mit Herausforderungen für Investoren und Manager in beiden Lagern verbunden. Der Private-Equity-Markt weist eine hohe Komplexität auf und hat viele Nuancen entwickelt. Eine der Besonderheiten besteht auch in den ständigen Bemühungen der Asset Manager, ihre Produktpalette zu diversifizieren und ihre regionale und fachliche Präsenz auszubauen. Diese Diversifizierungsstrategien der international operierenden Asset Manager haben mehrere bedeutende Implikationen für die Investoren.

So bringt die Diversifizierung international operierender Asset Manager sowohl Chancen als auch Herausforderungen für die Anlageklasse Private Equity und die Investoren mit sich. Während sie den Zugang zu neuen Märkten und innovativen Strategien ermöglichen kann, erfordert sie auch eine sorgfältige Balance zwischen Wandel und der Aufrechterhaltung stabiler Beziehungen sowie bewährter Praktiken im Investmentprozess. Letztlich hängt der Erfolg dieser Diversifizierungsstrategien davon ab, wie gut die Asset Manager in der Lage sind, diese Dynamiken zu navigieren und gleichzeitig den langfristigen Wert für ihre Investoren zu maximieren und an sich zu binden.

Private Equity ist ein sehr dynamischer Markt. Derzeit ist insbesondere zu beobachten, dass sich die Anbieterseite in unterschiedliche Richtungen entwickelt. Einerseits sammeln große und bekannte Häuser immer mehr Geld ein, andererseits finden sich im Lager der Small und Mid Buyout-Fonds spannende Renditechancen. ■

## HAFTUNGSAUSCHLUSS

Mackewicz & Partner übernimmt keinerlei Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen. Haftungsansprüche gegen Mackewicz & Partner, welche sich auf Schäden materieller oder ideeller Art beziehen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der in diesem Newsletter aufbereiteten Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind grundsätzlich ausgeschlossen. Die Vollständigkeit, Richtigkeit und Zuverlässigkeit der aus den verschiedenen Quellen gewonnenen Informationen konnte Mackewicz & Partner nicht im Einzelnen überprüfen und übernimmt daher hierfür auch keine Verantwortung, Gewährleistung oder Garantie. Dieser Newsletter dient lediglich Informationszwecken und ist weder ein Verkaufsprospekt, noch eine Werbung oder eine Empfehlung für bestimmte Fondsangebote. Soweit in unseren Analysen Prognosen oder Erwartungen formuliert werden, sind diese als vorausschauende Angaben ohne Zusicherungscharakter zu verstehen. Mackewicz & Partner nimmt insoweit keine Garantenstellung ein. Naturgemäß sind solche - in die Zukunft gerichteten - Aussagen mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Ergebnisse können daher wesentlich von den in der Analyse geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. Hier können Marktmechanismen wirken, die das Analyseergebnis negativ beeinträchtigen können. Darüber hinaus können unsere Analysen bestimmte Annahmen zu Vereinfachungszwecken enthalten. Mackewicz & Partner steht nicht dafür ein, dass sich diese Annahmen auch bewahrheiten.

---

## Mackewicz & Partner

Investment Advisers

Ohmstraße 22 | 80802 München

Telefon: +49 89 89 520 790

E-Mail: [info@mackewicz-partner.de](mailto:info@mackewicz-partner.de)

Mitglied im:



Für weitere Informationen:

[www.mackewicz-partner.de](http://www.mackewicz-partner.de)