



## White Paper Co-Investments

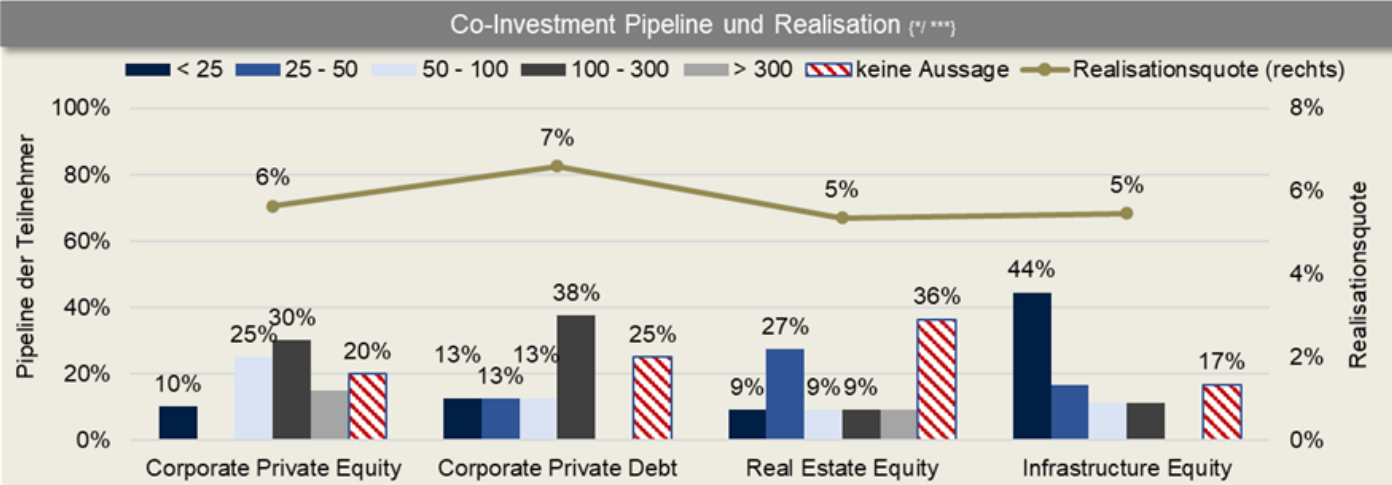
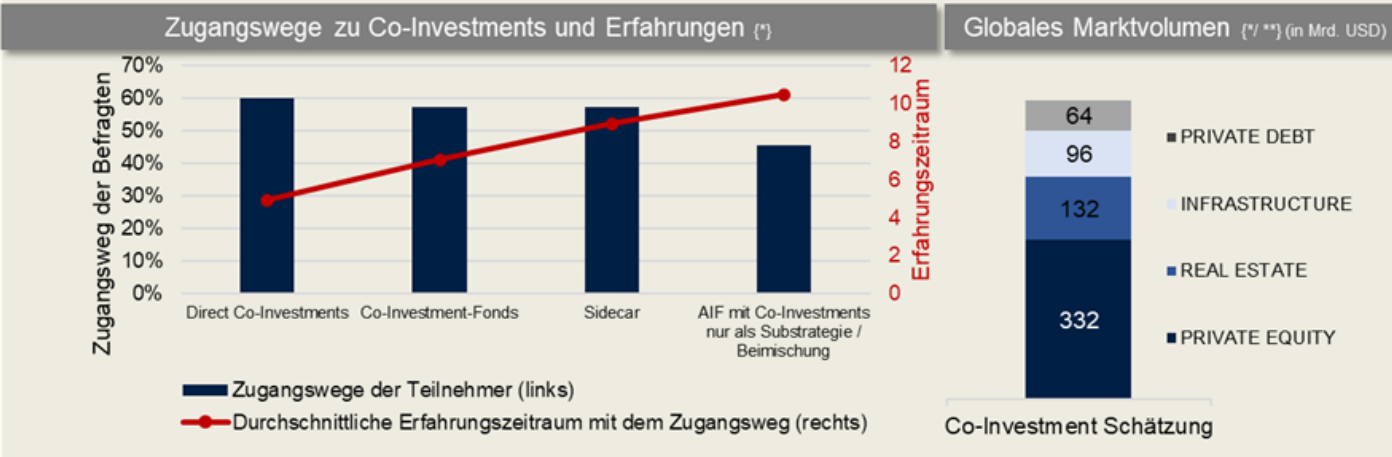
Arten, Analyse, Assetmanager-Survey  
und Investoren-Interviews

© Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)

Oktober 2020

## Wesentliche Ergebnisse des BAI Co-Investment Surveys mit in Deutschland tätigen Assetmanagern und aus Interviews mit deutschen institutionellen Investoren {beides Stand September 2020}

Survey: Sicht der Assetmanager	Interviews: Sicht der Investoren
– Das Angebot von Co-Investments folgt der gesteigerten Investorennachfrage	– Co-Investments erlauben die überproportionale Gewichtung von attraktiven Investitionsoportunitäten
– Für die Zukunft erwartet wird eine weiter steigende Nachfrage nach Co-Investments	– Motivation für Co-Investments ist der beschleunigte Kapitaleinsatz
– Besonders etabliert sind Co-Investments im Equity-Bereich; die stärkere Verbreitung bei Debt ist fortschreitend	– Weitere Motivation sind Gebührenvorteile
– Co-Investments sind gleichermaßen verbreitet über Sidecars, Direct Co-Investments und Co-Investment-Fonds	– Die Intensität der Einbindung des Investors hängt von der Art des Co-Investments ab
– Co-Investoren sind meist größere Versicherungen, Pensionskassen /-fonds und Versorgungswerke	– Investitionsentscheidungen sind innerhalb weniger Wochen zu treffen
– Der geschätzte Anteil von Co-Investments am Volumen pro Assetklasse liegt bei 5-10%	– Voraussetzung sind langjährige Erfahrung in der Assetklasse und hinreichende Kapazität



\* Eigene Darstellungen auf Basis des BAI Co-Investment Surveys 2020  
 \*\* Marktvolumen Co-Investments basiert auf dem durchschnittlichen prozentualen Schätzwert des Anteils von Co-Investments an der Assetklasse sowie Marktdaten von PreqinPro  
 \*\*\*Infrastruktur Debt und Real Estate Debt nicht abgebildet, da die Survey-Ergebnisse hierzu nicht aussagekräftig sind

## Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung .....	1
2	Definition und Klassifizierungen von Co-Investments .....	2
2.1	Klassifizierung nach Anlageklassen .....	2
2.2	Klassifizierung nach Zugangswegen .....	3
2.3	Klassifizierung nach Investitionszeitpunkt .....	14
3	Intensität der Involvierung von Investoren.....	18
4	Co-Investments aus der Sicht der Investoren .....	21
4.1	Chancen und Vorteile von Co-Investments .....	21
4.2	Risiken und Nachteile von Co-Investments .....	23
5	Co-Investments aus der Sicht der Assetmanager .....	26
5.1	Chancen und Vorteile aus Sicht der Assetmanager.....	26
5.2	Risiken und Nachteile von Co-Investments aus Sicht der Assetmanager .....	27
6	Co-Investments aus der Sicht des Zielunternehmens.....	28
7	Mögliche Interessenkonflikte bei Sidecars .....	29
8	Empirie .....	31
9	BAI Co-Investment Survey bei Assetmanagern .....	35
10	Investoreninterviews zu Co-Investments.....	54
10.1	Perspektive einer deutschen Pensionseinrichtung auf Sidecar Co-Investments .....	54
10.2	Perspektive eines deutschen Versicherungsunternehmens auf Direct Co-Investments.....	55
10.3	Perspektive eines anderen deutschen Versicherungsunternehmens auf Co-Investment-Fonds ..	57
11	Rechtliche und steuerliche Aspekte .....	59
12	Zusammenfassung und Ausblick .....	62
13	Literaturverzeichnis .....	64
14	Appendix .....	66



## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Abgrenzung Co-Investments, Primaries, Secondaries .....	2
Abbildung 2: Gegenüberstellung Debt / Equity Co-Investments .....	3
Abbildung 3: Sidecars .....	5
Abbildung 4: Alternativen Direct Co-Investments .....	7
Abbildung 5: Co-Investment-Fonds .....	8
Abbildung 6: Vergleich stilisierter J-Curves .....	9
Abbildung 7: Ausprägungen von Co-Investment-Fonds .....	10
Abbildung 8: Co-Investments als Beimischung .....	11
Abbildung 9: Renditeerhöhungen durch Beimischungen .....	12
Abbildung 10: Ablauf Investmentprozess .....	15
Abbildung 11: Involvierung von Investoren nach Investitionsphasen .....	18
Abbildung 12: Investitionsformen und Aktivitätsgrade .....	20
Abbildung 13: Prozentuale Marktschätzung .....	32
Abbildung 14: Marktvolumen nach Assetklassen .....	33
Abbildung 15: Outperformance von Co-Investment-Fonds .....	34
Abbildung 16: Verbreitung von Co-Investments .....	35
Abbildung 17: Zugangswege und Anlageklassen .....	36
Abbildung 18: Motivationen für das Angebot von Co-Investments .....	38
Abbildung 19: Zugangswege in Abhängigkeit der Investitionsphase .....	39
Abbildung 20: Co-Investment Investoren .....	41
Abbildung 21: Aktivität nach Zugangsform .....	42
Abbildung 22: Ablehnungsgründe von Investoren .....	43
Abbildung 23: Entwicklung der Nachfrage .....	45
Abbildung 24: Potentiale Co-Investments nach Anlageklasse .....	46

Abbildung 25: Gebühren .....	48
Abbildung 26: Anteilsschätzungen nach Anlageklassen.....	49
Abbildung 27: Transaktionsgrößen nach Zugangswegen.....	50
Abbildung 28: Transaktionsgrößen nach Anlageklassen.....	51
Abbildung 29: Investitionsgeschwindigkeit .....	52
Abbildung 30: Angebotsfrequenz und Realisationsquoten .....	53
Abbildung 31: Alternative Investments im Überblick.....	66
Abbildung 32: Co-Investment-Fonds im Vergleich zu Dach- und Einzelfonds .....	67

## Abkürzungsverzeichnis

AIF .....	Alternative-Investment-Fonds
AuM .....	Assets under Management
AV .....	Anlagevermögen
BAI .....	Bundesverband Alternative Investments e.V.
Bp .....	Basispunkt
Col .....	Co-Investment
CSSF .....	Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg
ESG .....	Environment, Social, Governance
ESMA .....	European Securities and Markets Authority
GP .....	General Partner
IPO .....	Initial Public Offering
IRR .....	Internal Rate of Return
KMU .....	Kleine und mittlere Unternehmen
LP .....	Limited Partner
Mio .....	Million
Mrd .....	Milliarde
PE .....	Private Equity
SPV .....	Special Purpose Vehicle
TVPI .....	Total Value to Paid-in Ratio
UK .....	United Kingdom
USA .....	United States of America
USD .....	U.S. Dollar

## 1 Einleitung

Unter Alternative Investments werden oft Investments in Fonds im Bereich Private Markets verstanden. Doch außer den sogenannten Primaries als Zugangsweg, gibt es auch Secondaries (weiterveräußerte Investitionen) und Co-Investments, welche beide mit wachsender Erfahrung von institutionellen Investoren an Bedeutung gewinnen. Ein Co-Investment ist beispielsweise eine gesonderte Zusatzinvestition von einem strategischen und einem Finanzinvestor außerhalb oder parallel zu einer existierenden Fondsstruktur. Aber es gibt auch diverse weitere Gestaltungsformen, die später erläutert werden.

Im Vergleich zu klassischen Fondsinvestments sind bei Co-Investments durch geringere Gebühren höhere Nettoerrenditen erzielbar und Kapital kann schneller für Investitionen eingesetzt werden. Längere „Dry Powder“ Perioden wie z. B. bei üblichen „Primary Funds“ sind entsprechend vermeidbar und auch die Rückflüsse aus den Investments starten früher. Weitere Motivation von Investoren ist, dass mit Co-Investments eine bewusste Ausrichtung des Portfolios beschleunigt umgesetzt werden kann, z. B. eine Übergewichtung nach vordefinierten Schwerpunkten (regionaler Fokus, ESG-Schwerpunkte, etc.).

Für Assetmanager bieten Co-Investments ebenfalls diverse Vorteile, da hiermit u.a. auch größere Transaktionen eingegangen und beschleunigt werden können. Renommierte Co-Investoren haben zudem eine positive Signalwirkung für das Co-Investment selbst, aber auch für parallele Fonds.

Ziel dieses White Papers ist eine systematische Zusammenstellung aller Arten von Co-Investments, insbesondere unter Erläuterung der gängigsten Formen: Sidecars, Direct Co-Investments und Co-Investment-Fonds. Zudem werden Vor- und Nachteile aller Beteiligten bei Co-Investments analysiert und auch ein Einblick in die Empirie gegeben.

Um das Marktgeschehen insbesondere aus Sicht von Praktikern umfassend darzustellen, führte der BAI im Sommer 2020 einen Survey mit Assetmanagern aus dem BAI Mitgliederkreis durch, dessen aufschlussreiche Auswertung in diesem White Paper ebenfalls enthalten ist.

Auch die Investoren kommen zu Wort: im September 2020 wurden vom BAI exemplarisch drei Interviews mit deutschen institutionellen Investoren zu unterschiedlichen Formen von Co-Investments geführt, deren Ergebnisse hier präsentiert werden.

## 2 Definition und Klassifizierungen von Co-Investments

Unter dem Begriff Co-Investments werden sehr unterschiedliche Investitionsarten verstanden, die in diesem Kapitel erläutert werden.

Grundsätzlich sind Co-Investments gemeinsame Investitionen von Finanz- und / oder strategischen Investoren in Zielunternehmen außerhalb einer existierenden Fondsstruktur<sup>1</sup>. Sie differenzieren sich von den Zugangsarten Primaries und Secondaries wie folgt:

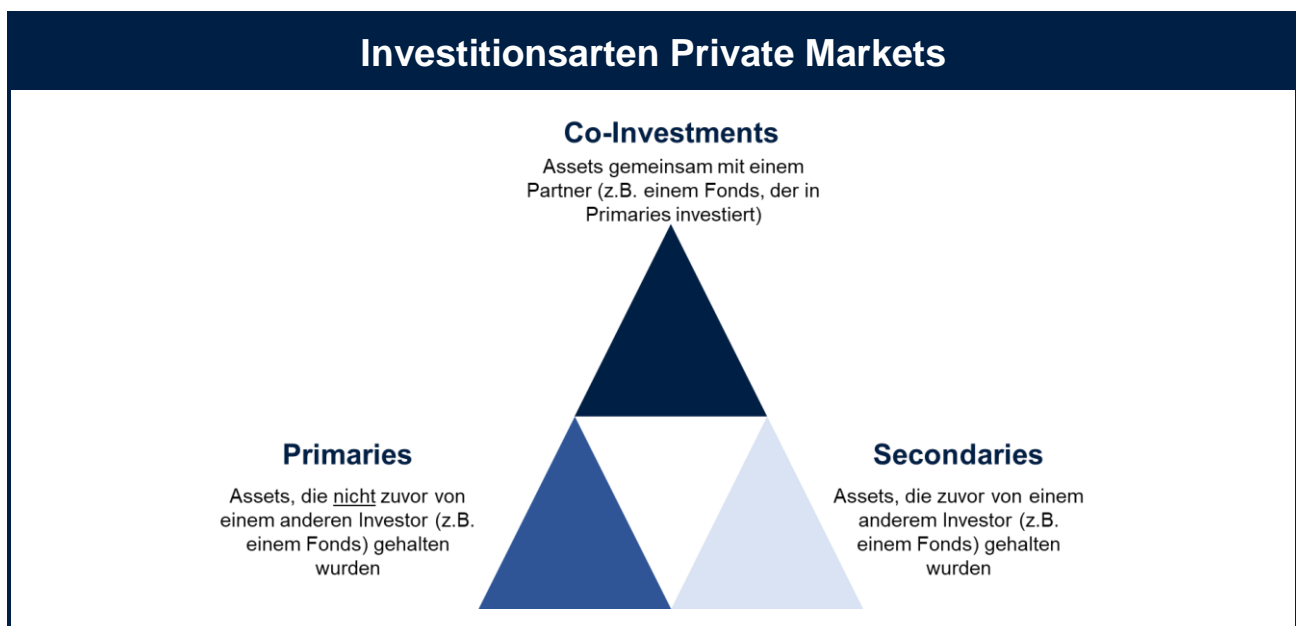


Abbildung 1: Abgrenzung Co-Investments, Primaries, Secondaries<sup>2</sup>

### 2.1 Klassifizierung nach Anlageklassen

Co-Investments unterscheiden sich zunächst nach den Anlageklassen, in denen sie genutzt werden. Grundsätzlich bewegen sich die Co-Investments in den Alternative Investments, die in [Anhang 1](#) weiter definiert sind.

Am etabliertesten sind Co-Investments bei Private Equity, aber seit Jahren auch schon in den Anlageklassen Immobilien und Infrastruktur Equity. Auch bei Private Debt sind Co-Investments zunehmend verbreitet, dort insbesondere im Direct Lending für mittlere und kleinere Unternehmen,

<sup>1</sup> Jesch; Striegel; Boxberger (2020), S.169

<sup>2</sup> Quelle: Eigene Darstellung



meist bei weniger komplexen Transaktionen. Co-Investments kann es zudem auch bei Hedgefonds geben.<sup>3</sup>

Vergleich Co-Investments in Debt und Equity		
	Equity	Debt
<b>Investitions-geschwindigkeit</b>	Mehrere Wochen, da i. d. R. vollständige Due Diligence etc. durchzuführen ist. Zudem umfangreiche Vertragsverhandlungen.	Gerade bei kleineren Finanzierungen kürzer: Review insbesondere des Term Loan Agreements und ggf. des Intercreditor Agreements, aber auch des zugrunde liegenden Financial Models
<b>Rendite</b>	Je nach Strategie, aber meist höher als bei Debt	Abhängig vom individuellen Risikoprofil
<b>Risiko</b>	Abhängig von jeweiliger Strategie	Kann gerade im Falle besicherter Kredite deutlich geringer sein als bei Equity
<b>Angebots-vielfalt</b>	Hohes Angebot durch sehr viele Manager	Angebot vermehrt, aber noch von weniger Managern
<b>Potentielle Interessens-konflikte</b>	Innerhalb unterschiedlicher Eigenkapitalklassen und zwischen Equity und Debt	Zwischen Junior und Senior Debt und zwischen Debt und Equity
<b>Governance</b>	Mitsprache und aktive Mitwirkung des Co-Investors in Geschäftsführung oder Beirat des Zielinvestments etc. in Abhängigkeit von Investmenthöhe und jeweiliger Aktivitätspräferenz	Mitwirkung primär über Entscheidungsrechte/ Quoren in den Loan Agreements. Zinssatzänderungen bedürfen z.B. der Zustimmung aller Investoren, Zustimmungen bei Change of Control sind hingegen schon oft mit (Zweidrittel)-Mehrheit möglich.

Abbildung 2: Gegenüberstellung Debt / Equity Co-Investments<sup>4</sup>

## 2.2 Klassifizierung nach Zugangswegen

Co-Investments werden nach Ihrer spezifischen Ausgestaltung differenziert in (indirekte) „Sidecars“, direkte Co-Investments<sup>5</sup>, Co-Investment-Fonds und Fonds-Beimischungen. Ferner gibt es Sonderformen, auf die ebenfalls im Folgenden eingegangen wird.

<sup>3</sup> Zelezen; Fitch; Kaplan (2019), S. 1

<sup>4</sup> Quelle: Eigene Darstellung

<sup>5</sup> Greenberger (2007)

## Sidecars (Indirekte Co-Investments / LP-Co-Investments)

Sidecars werden auch als LP-Co-Investments oder indirekte Co-Investments bezeichnet. Hierbei investieren institutionelle Investoren ihr Vermögen in einen Fonds (auch „Sponsor Fund“, Parallel- oder Primärfonds genannt), der von einem Assetmanager (General Partner - GP)<sup>6</sup>, geführt wird. Die Investoren sind entsprechend die Limited Partner (LP). Der GP bietet den LPs zusätzlich zum Fondsinvestment Co-Investments über ein paralleles Co-Investment Vehikel („Special Purpose Vehicle“, SPV) an, über das wiederum die einzelnen Zielinvestments getätigt werden. Dieses Vehikel nutzen Investoren individuell, d.h. Anzahl und Höhe der realisierten Co-Investments können von Investor zu Investor unterschiedlich sein. Sie werden daher über investorenspezifische „Compartments“ innerhalb des SPV abgewickelt. Im Ergebnis investiert dann einerseits der GP / LP-Fonds und zugleich parallel auch das Co-Investment Vehikel. Im allgemeinen Sprachgebrauch ist mit dem Begriff Co-Investments in aller Regel diese Ausgestaltung gemeint.

Die Beziehung zwischen dem Fondsvehikel und den LP-Co-Investoren beim Sidecar wird schematisch in der folgenden Grafik dargestellt. Hier sind die LPs „2“ und „3“ neben dem Fondsinvestment auch als Co-Investoren beim Zielinvestment „Target C“ investiert.

---

<sup>6</sup> Auch Sponsor genannt

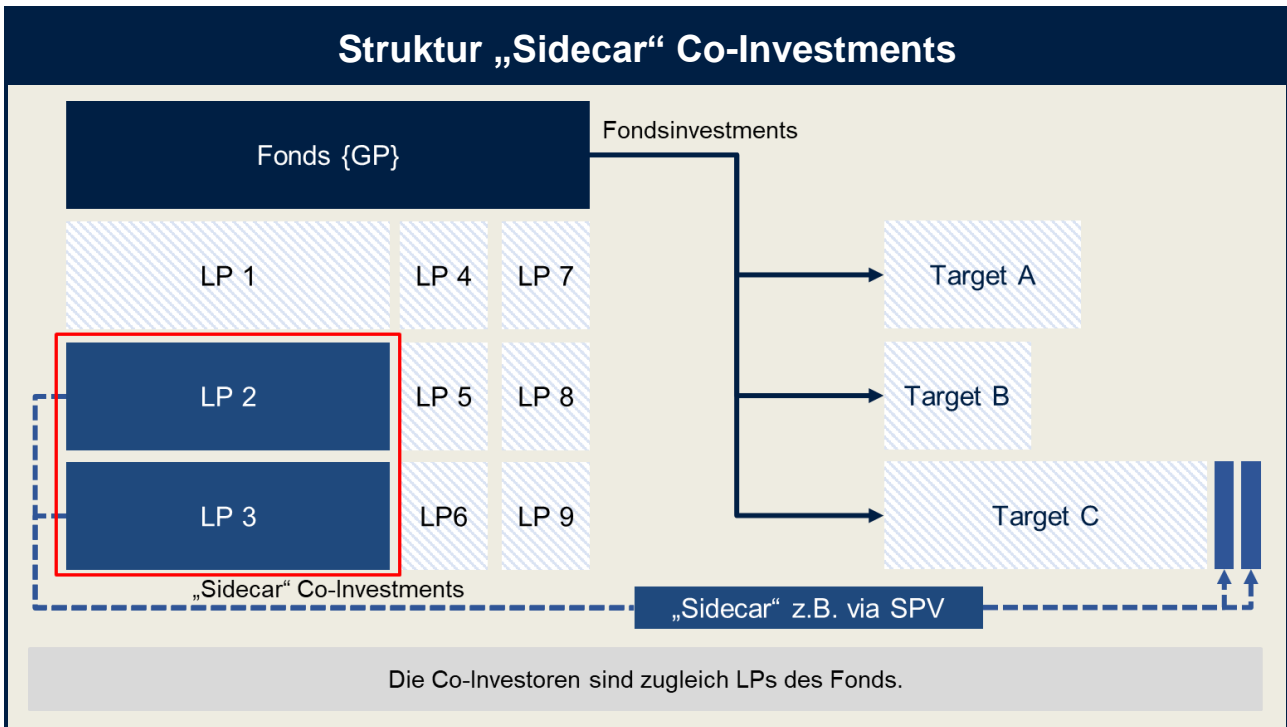


Abbildung 3: Sidecars<sup>7</sup>

### Direct Co-Investments

Diese Co-Investments bezeichnen Strukturen, in denen mehrere Investoren direkt, somit unabhängig und außerhalb einer Fondsstruktur bzw. eines Co-Investment SPVs investieren. Zu differenzieren sind:

- Investitionen ohne Involvement eines Assetmanagers, somit Investitionen eines (strategischen) Lead-Investors („Fundless Sponsor“) mit anderen Investoren, sog. Co-Investoren. Diese Konstellation ist z. B. unter Führung größerer Family Offices möglich (Alternative 1).
- Investitionen, bei denen ein Assetmanager (oder auch ein Kreditinstitut) „Lead Investor“ ist und entweder mit anderen GPs (oder auch anderen strategischen Co-Investoren, die nicht zugleich LP sind) ohne Zwischenschaltung eines SPV direkt gemeinsam investiert (Alternative 2).

<sup>7</sup> Quelle: Eigene Darstellung

Beide Formen werden manchmal auch als Club Deal oder Club Structure bezeichnet.

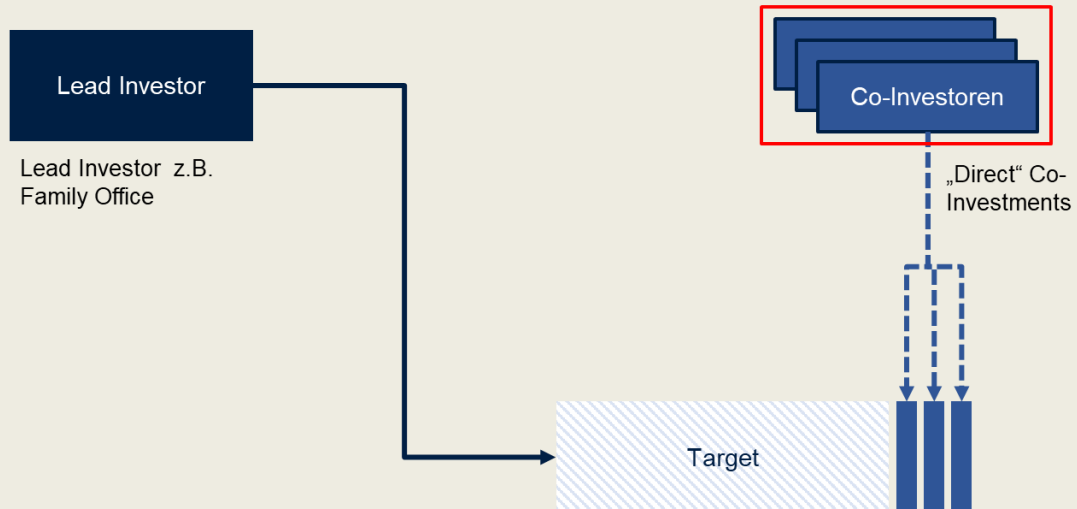
Ein geläufiges Unterscheidungskriterium zwischen direkten Co-Investments und Sidecars ist, dass bei Letzteren primär Minderheitsanteile erworben, wobei mit der direkten Alternative ggf. auch Mehrheitsbeteiligungen eingegangen werden.

Die beiden Formen der Direct Co-Investments werden in der folgenden Grafik schematisch dargestellt.



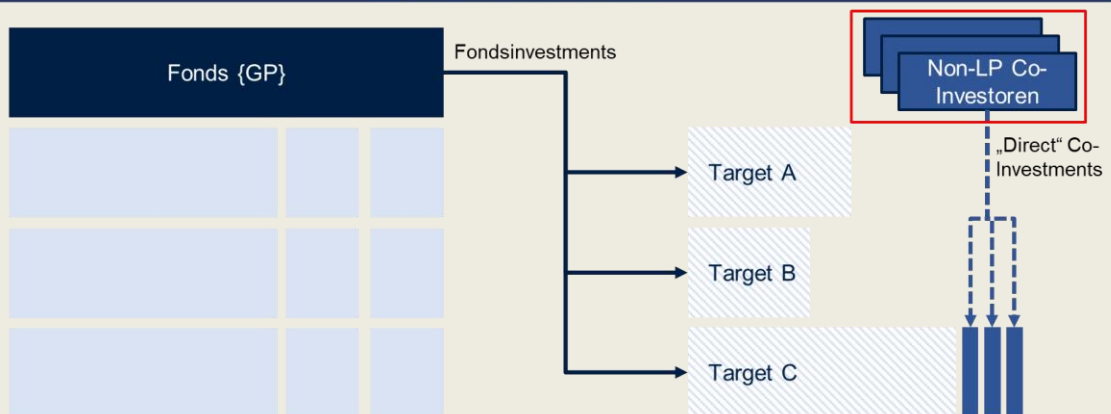
### Strukturen Direct Co-Investments

#### Ohne GP als „Lead-Investor“



Das Co-Investment wird **nicht** von einem Fonds initiiert.

#### Mit GP als „Lead-Investor“



Die Co-Investoren sind **nicht** zugleich LPs des Fonds. Das Co-Investment wird von einem Fonds initiiert.

Abbildung 4: Alternativen Direct Co-Investments<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Quelle: Eigene Darstellung

### Co-Investment-Fonds

Zusätzlich zu den bisher genannten Investitionsformen gibt es reine Co-Investment-Fonds. In einem solchen Fonds sind mehrere institutionelle Kapitalanleger passiv investiert. Der Fondsmanager selektiert die Co-Investments nach zuvor festgelegten Kriterien z. B. hinsichtlich Region, Strategie (z. B. Private Equity Buyout), Branche oder Lead-Investoren und ermöglicht z. B. anderen Primary Single Fonds durch Co-Investments die Realisierung größerer Investitionen. Co-Investment-Fonds werden auch als Multi Manager Funds oder Multi Sponsor Funds bezeichnet im Gegensatz zu den vorerwähnten Sidecars als Single Manager Funds, da dort nur ein GP die Co-Investments generiert und durchführt (das Anlageuniversum also begrenzter ist). Die nachstehende Grafik fasst die Struktur von Co-Investment-Fonds schematisch zusammen.

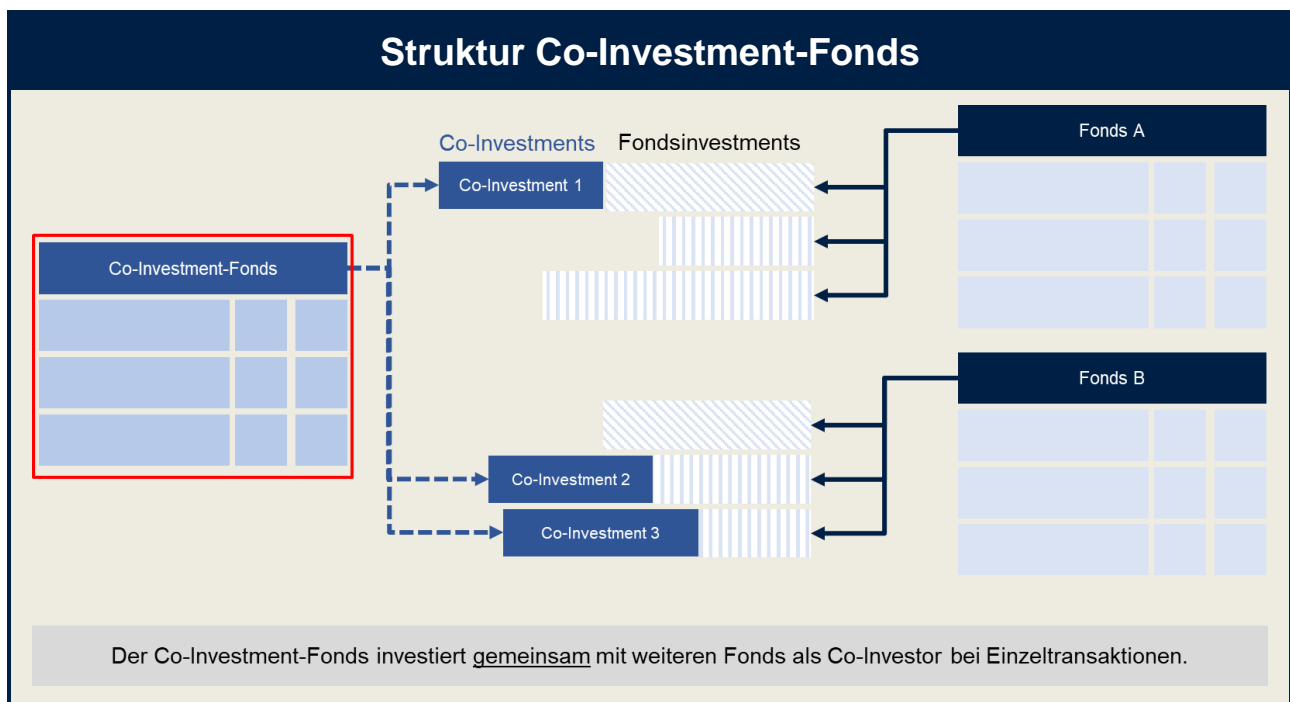


Abbildung 5: Co-Investment-Fonds<sup>9</sup>

Für Investoren sind diese Fonds interessant, da sowohl Management Fee als auch Carry mitunter nur halb so hoch sind wie bei gängigen Einzelfonds.<sup>10</sup> Z. B. bei Infrastruktur-Co-Investments werden bei diesen Gebühren anstelle der üblichen 1,5 % / 20 % eher 1,0 % / 10 % berechnet.<sup>11</sup> Hierdurch

<sup>9</sup> Quelle: Eigene Darstellung  
<sup>10</sup> Eisele (2017), S. 17 und 18  
<sup>11</sup> Lauper et al. (2019), S.4

erzielen Co-Investments Fonds oft höhere Renditen als vergleichbare Dachfonds und PE-Einzelfonds ohne Co-Investments.<sup>12</sup> Die „J-Curve“, welche den typischen Renditeverlauf eines Fonds aus Sicht der Investoren beschreibt (zunächst Anlaufverluste u.a. aus Managementgebühren, später Erträge des Zielinvestments), ist aufgrund des Gebühreneffektes entsprechend steiler und früher im positiven Bereich wie folgende Grafik zeigt (siehe ferner Kapitel 8):<sup>13</sup>

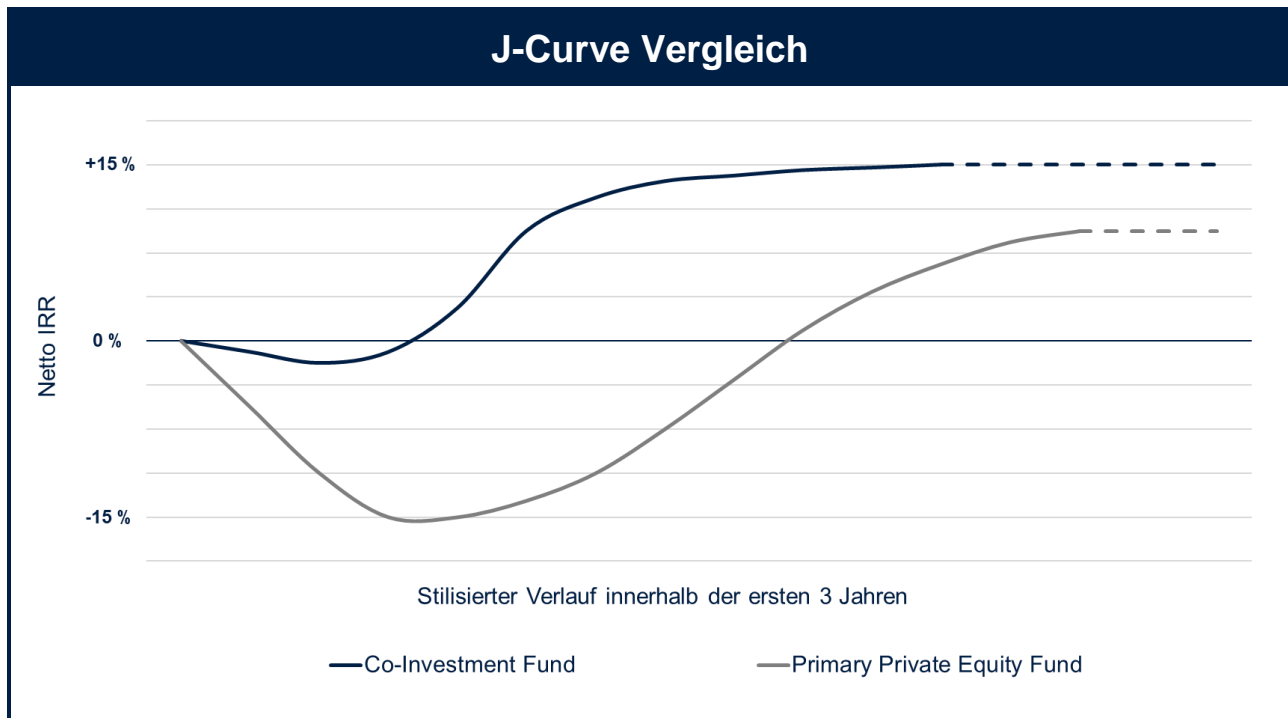


Abbildung 6: Vergleich stilisierter J-Curves<sup>14</sup>

Investitionen in Co-Investment-Fonds können passiv getätigt werden, d.h. ohne große Einbindung der Anleger in den Investitionsprozess. Anders als bei Sidecars oder direkten Co-Investments ist nicht die Beurteilung einzelner Zielinvestments für den Investor relevant, sondern die Selektion des Fondsmanagers (im Wesentlichen nach den Kriterien „Track-Record“<sup>15</sup>, Strategie, Team, Struktur und Konditionen). Co-Investment-Fonds umfassen häufig ca. 10–20 einzelne Co-Investments.<sup>16</sup>

<sup>12</sup> Gierling; Schumann (2019), S.21

<sup>13</sup> Beaton, McCauley (2020), S.5

<sup>14</sup> Annahme geringerer Management- und Performancegebühr für den Co-Investment Fund. Quelle: Eigene Darstellung nach HarbourVest (ohne Datum a), S.3

<sup>15</sup> Erfolgs- und Erfahrungshistorie eines Assetmanagers

<sup>16</sup> Frank (2016), S.50

Bei Co-Investment-Fonds sind verschiedene Ausrichtungen z.B. hinsichtlich Transaktionsgrößen, Anzahl an Transaktionen und geographischer Ausrichtungen möglich, wie die folgende Abbildung gegenüberstellt:

Arten von Co-Investment-Fonds			
	Breit diversifiziert mit großen Transaktionen	Diversifiziert mit Fokus auf mittelständische Unternehmen	Konzentriert mit regionalem Fokus
<b>Transaktionen</b>	Mehr als 50 p.a. mit großem Volumen (Unternehmenswert > 1 Mrd. EUR)	20 – 30 p.a. mit kleinerem bis mittlerem Volumen (50 Mio.-1 Mrd. EUR)	Weniger als 20 mit kleinerem bis mittlerem Volumen (50-200 Mio. EUR)
<b>Geografischer Fokus</b>	Weltweit	Weltweit	Regional
<b>Diversifikation</b>	Hoch	Geringer	Gering
<b>Betreuung</b>	Passive Beteiligung, enge Betreuung von Einzelinvestments oft nicht möglich	Aktiv Beteiligung, engere Betreuung möglich	Aktive Beteiligung, engere Betreuung möglich und ob der Unternehmensgröße oft erforderlich
<b>Rendite / Risiko</b>	Rendite-Risiko-Profil analog zu einem Index	Ausgewogenes Risiko-Rendite-Profil	Höheres Risiko-Rendite-Profil
<b>Besonderheiten</b>	Ggf. hoher Fremdkapitaleinsatz	Aktive Selektion z.B. von Zielbranchen, möglich	Hohe Heterogenität kleinerer Unternehmen hinsichtlich finanzieller Stabilität in Krisensituationen

Abbildung 7: Ausprägungen von Co-Investment-Fonds<sup>17</sup>

Im Vergleich zu anderen Co-Investments ist durch Co-Investment-Fonds eine vergleichsweise höhere Diversifikation möglich und sinnvoll. Wie sich Co-Investment-Fonds von anderen Investitionsformen unterscheiden, zeigt zudem [Anhang 2](#).

### Co-Investments als Fonds-Beimischung

Zusätzlich zu Co-Investment-Fonds gibt es auch Alternative Investment Einzelfonds und auch Dachfonds („Fund of Funds“), die Co-Investments auf Basis entsprechender Anlagerichtlinien als

<sup>17</sup> Quelle: Eigene Darstellung nach Gierling; Langner (2019), S. 4



Substrategie bzw. Beimischung aufnehmen. Dies erfolgt dann üblicherweise nur mit einem kleineren Anteil des Gesamtinvestments.

Mitunter ist dieser Zugangsweg die erste Erfahrung respektive der erste Entwicklungsschritt des GPs im Bereich Co-Investments. Mit wachsender Expertise werden dann später auch andere Zugangswege von Co-Investments angeboten, bei denen sie einen größeren Anteil haben.

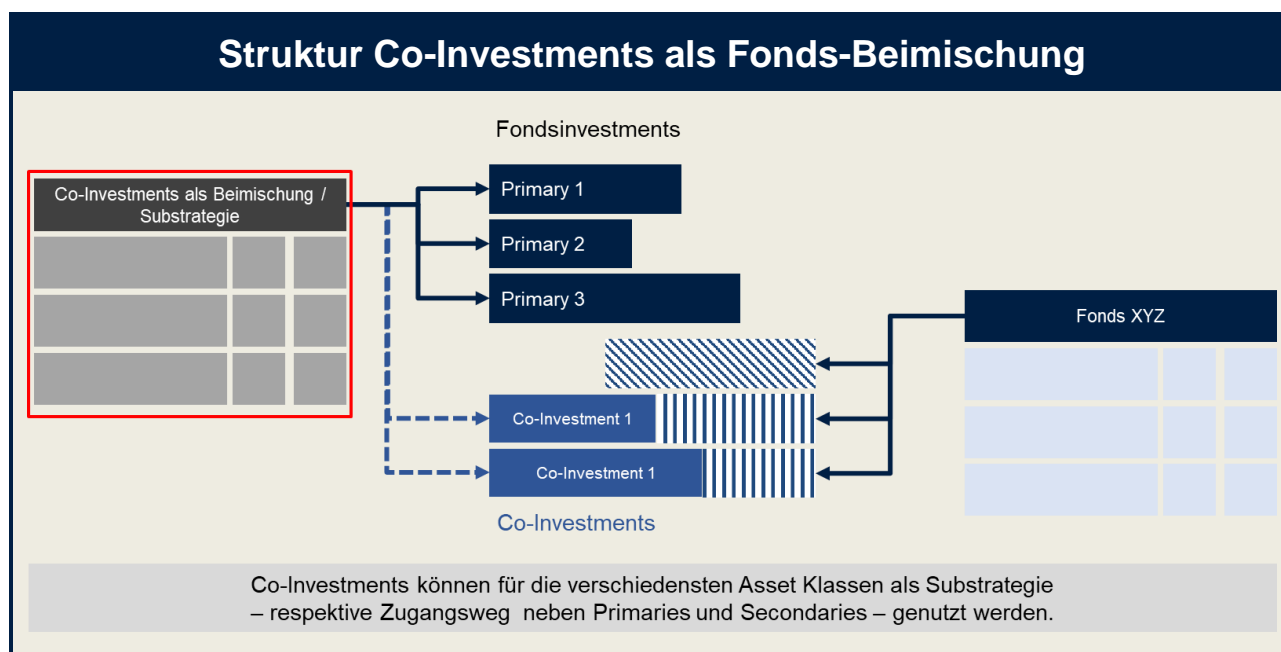


Abbildung 8: Co-Investments als Beimischung<sup>18</sup>

Co-Investments als Beimischungen werden häufig genutzt, um u.a. durch die erläuterten Gebührenvorteile Renditesteigerungen zu erlangen (wie folgende Grafik zeigt) und auch zusätzliche Investitionsoportunitäten zu generieren:

<sup>18</sup> Quelle: Eigene Darstellung

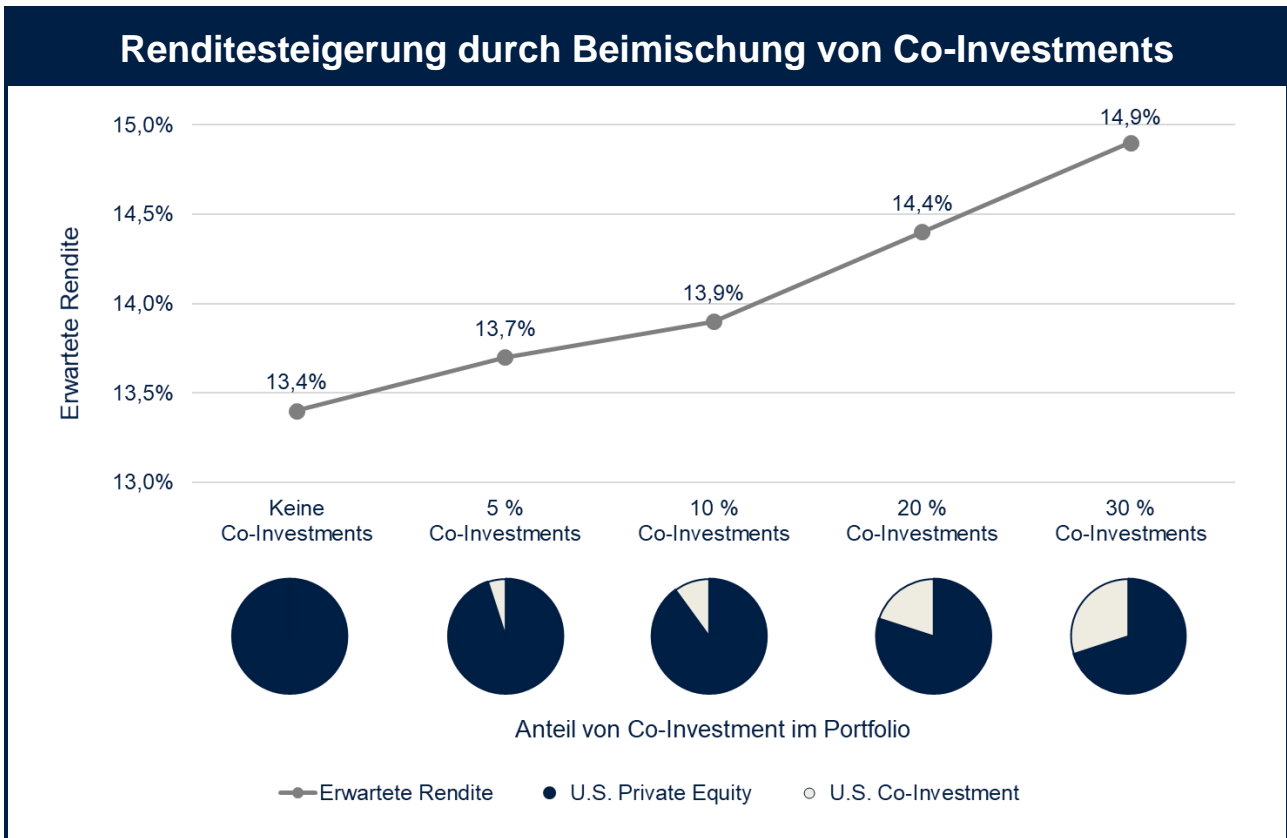


Abbildung 9: Renditeerhöhungen durch Beimischungen<sup>19</sup>

Neben den bisher genannten Grundformen, gibt es folgende Begriffe, die im Kontext von Co-Investments verwendet werden:

### Co-Investment-Programms

Dieser Begriff wird in zwei verschiedenen Weisen genutzt:

Einige Anbieter im Markt bieten sogenannte Co-Investment Programme an<sup>20</sup>. Diese sind nicht mit Co-Investment-Fonds gleichzusetzen, da eher vereinzelt und sehr finanzstarken Investoren die Möglichkeit zu Co-Investments geboten wird. Die Grenze zwischen sog. Co-Investment-Programmen und Co-Investment-Fonds ist jedoch fließend. Diese Investitionsform mit sehr wenigen Investoren ähnelt eher einem „Club Deal“<sup>21</sup>. Die **Club-Investoren** teilen dabei in der Regel Co-

<sup>19</sup> Quelle: Eigene, illustrative Darstellung nach Auerbach et al (2015), S.5. Annahmen: durchschnittliche US Private Equity Rendite aus einem Zeitraum über 25 Jahre bis einschließlich Q3 2018 (13,4 % Net IRR) und Co-Investment Renditen mit einem prognostizierten Mehrertrag von 500 bps.

<sup>20</sup> Z. B. Lexington Partners

<sup>21</sup> Auch „Exclusive Deal“ genannt.

Investments, die Ihnen wiederum aus Ihrem Umfeld (z. B. von GPs) offeriert werden, pro rata mit den andern Clubmitgliedern.<sup>22</sup>

Der Begriff Co-Investment-Programm wird aber auch dann verwendet, wenn ein Investor selbst oder ein Assetmanager für einen Kunden einen **maßgeschneiderten Gesamtansatz** für Co-Investments entwickelt, der z. B. auch ESG-Ziele berücksichtigt oder je nach Präferenz des Investors darauf abzielt, die Beziehungen zu bestehenden GPs zu intensivieren oder eher neue GP-Kontakte aufzubauen. Beim Aufsetzen solcher Co-Investment-Programme ist eine klare Definition wichtig, was ihren Erfolg ausmacht und wie er gemessen wird.<sup>23</sup>

## Exkurs: Co-Investment Program als Gesamtansatz

In einem Fallbeispiel zu einem individuellen Gesamtansatz beauftragte ein großer Pensionsfonds ein Co-Investment-Programm mit folgenden Zielen:

- Ausbau der eigenen Fähigkeiten als Co-Investment-Partner, um insgesamt stärker und komplementär zur bestehenden GP-Basis zu investieren
- Entwicklung eines maßgeschneiderten Ansatzes um Outperformance zu realisieren oder spezifische Ziele kurzfristig zu erreichen
- Höhere Wertgenerierung aus dem bereits bestehenden GP-Netzwerk und Co-Investment Dealflow

Die Implementierung des hierauf abgestimmten Co-Investment-Programms umfasste u.a. folgende Elemente:

- Erstellung eines jährlich rollierenden Plans mit Maßnahmen für den Aufbau des Investmentportfolios unter Berücksichtigung der Ziele zu Investment Stage (Reifegrad des Unternehmens), Unternehmensgröße und regionaler Allokation
- Integrierte und intensiviert Zusammenarbeit u.a. mit dem Investment- und IT-Team des Investors sowie auch mit Banken, seiner Verwahrstelle und administrativen Einheiten, um flexible und zügige Abläufe zu gewährleisten
- Wissenstransfer u.a. durch „hands-on“ Trainings des Assetmanagers für den Pensionsfonds zum Ausbau seiner eigenen Expertise

<sup>22</sup> Beispiel für eine derartige Transaktion ist eine Kapitalbereitstellung der Co-Investment AG von 15 Mio. EUR für den Online-Optiker Mister Spex im Februar 2020 (siehe Homepage Co-Investor AG)

<sup>23</sup> Cambridge Associates (2019), S.5

- Unterstützung bei einzelnen Due Diligence Durchführungen für Co-Investments soweit im Einzelfall vom Anleger beauftragt
- Beratung bei interner und externer Kommunikation des Anlegers zur Steigerung des am Markt wahrgenommenen Profils als potentieller Co-Investor.

## Co-Investment Managed Accounts

„Separately Managed Accounts“ für Co-Investments sind ein Investitionsweg, wenn Investoren eine höhere Mitsprache bei grundsätzlichen Allokationsvorgaben haben, sich durch Fokussierung eine besonders zügige Umsetzung des Investments erhoffen oder aus anderen Gründen (z. B. hinsichtlich von Liquiditäts- oder Rechtsvorgaben) eine „maßgeschneiderte“ Investmentlösung nutzen wollen.<sup>24</sup> Anders als in den vorgenannten Programmen streben sie aber eher eine passivere Rolle bei der Selektion und in der späteren Begleitung der einzelnen Investments an.

## GP-Team Co-Investments

Hierbei handelt es sich um Investitionen des Managements des GP als eigene finanzielle Beteiligung in einen bestimmten Fonds, die einen Interessengleichlauf zwischen Investoren und Fondsmanager, also zwischen LPs und GP, sicherstellen soll und damit zugleich als Performanceanreiz für den Manager dient. Auch wenn diese Eigenbeteiligungen mitunter ebenfalls als Co-Investments bezeichnet werden<sup>25</sup>, wird auf diese Form nicht weiter eingegangen.

## 2.3 Klassifizierung nach Investitionszeitpunkt

Für die Klassifizierung kann auch der Zeitpunkt innerhalb des Investment Prozesses herangezogen werden. Grundsätzlich unterschieden werden Co-Investments in folgenden Phasen:

---

<sup>24</sup> Eine ähnliche Sonderform ist auch ein „Fund of one“, bei dem der Manager ebenso volle Entscheidungsgewalt über den Fonds hat. SBAI (ohne Datum), S.4

<sup>25</sup> Jesch; Striegel; Boxberger (2020), S. 170



- Pre Signing / Closing
- Post Signing / Closing
- Mid Life

Bevor auf diese Alternativen im Einzelnen eingegangen wird, sei zunächst der Ablauf einzelner Co-Investment Transaktionen kurz zusammengefasst:



Abbildung 10: Ablauf Investmentprozess<sup>26</sup>

## Exkurs: Phasen des Investmentprozesses

### Pre Signing / Closing

Die Pre Signing / Closing Phase umfasst die folgenden Prozessschritte:

**Sourcing** bezeichnet die Suche nach potentiellen Investments, für die lange und tiefe Markterfahrung sowie ein ausgezeichnetes Netzwerk zu Investmentbanken, Kanzleien und Beratern aber auch strategischen Investoren / Unternehmen essentiell sind. Vereinzelt sind Investoren schon allein deshalb bereit, „Management Fee“ und „Carry“ zu zahlen, nur um genau an dieser „Origination Capability“ eines Assetmanagers für Co-Investments zu partizipieren.

Die **Evaluierungsphase** beinhaltet die umfassende Analyse und Beurteilung einer Transaktion mit einer Due Diligence, oft auch mit Vor-Ort Besuchen und Gesprächen mit dem Management des Zielinvestments. Diese Phase mündet in der eigenen Definition eines Maximalpreises für die angebotene Transaktion / Akquisition.

**Verhandlungen** der Vertragsdokumentation beginnen oft schon in der Evaluierungsphase und werden anschließend auf Basis der Due Diligence finalisiert. Werden in der Due Diligence besondere Risiken festgestellt, richtet der Käufer bei der Kaufvertragsverhandlung über das Zielinvestment das Augenmerk gerade auf die vertraglichen Gestaltungen, die Konsequenzen bei Eintritt eines dieser Risiken definieren (möglich sind hier z. B. die sofortige Reduktion des

<sup>26</sup> Quelle: Eigene Darstellung

Kaufpreises, spätere Ausgleichzahlungen des Verkäufers, Garantien, besondere Zusicherungen etc.). Bei den Verhandlungen ist zudem auch immer die Berücksichtigung steuerlicher und bilanzieller Aspekte (gerade auch den Goodwill betreffend) wichtig.

In der Regel wird zudem in einem gesonderten Gesellschaftervertrag („Shareholder Agreement“) über Rechte und Pflichten der Gesellschafter des Zielinvestments verhandelt. Relevant sind hier insbesondere Mitsprache- und Mitwirkungsrechte, also z. B. auch die Vertretung in Geschäftsführung und Beiräten (oder ähnlichen Organen), Rechte etwaiger Minderheitsgesellschafter, und Regelungen im Falle des Verkaufs (vollständig oder einzelne Gesellschaftereinteile umfassend) oder der Auflösung des Zielinvestments. Auch die Finanzierung des Zielinvestments ist regelmäßig Gegenstand intensiver Verhandlungen, zu der einerseits der Cash-Zufluss zählt (Eigen-, Fremdkapital, Gesellschafterdarlehen, Zuschüsse) und andererseits der Rückfluss an die Gesellschafter (Dividenden, Kapitalherabsetzungen und die Bedienung von Gesellschafterdarlehen).

Bei **Signing** werden der Kaufvertrag und oft auch noch weitere Nebendokumente unterzeichnet. Sofern z. B. kartellrechtliche Zustimmungen oder bestimmte Involvierungen von Arbeitnehmervertretern erforderlich sein sollten, ist das **Closing** der Transaktion, welches dann auch die Kaufpreiszahlung bedeutet, erst danach möglich. Zwischen Signing und Closing können durchaus auch längere Zeiträume liegen. Werden die Closing-Voraussetzungen nicht erfüllt, muss im schlechtesten Fall die Transaktion rückabgewickelt werden, was mitunter Zahlungen des Käufers an den Verkäufer auslösen kann („Break-up Fee“).

## Post Signing/ Closing

Während der Investition ist ein konstantes **Monitoring** des Investments durch den Co-Investor (bzw. bei passiven Investoren den GP) erforderlich, um hinreichende Transparenz zur Geschäftsentwicklung und zum Cash Flow des Zielinvestments etc. zu haben.

Der **Exit** ist analog zu den Alternativen bei Private-Equity-Transaktionen: IPO (Börsenplatzierung) oder der Verkauf des Investments an andere Investoren.

Schlechtester Fall ist die Insolvenz eines Zielinvestments, sofern sie zur Auflösung des Zielinvestments und somit zur Beendigung des Co-Investments führt.

Nach dem Timing im Investmentprozess werden folgende Co-Investment-Arten unterschieden:

## Pre Signing / Closing Co-Investments

Co-Investments in dieser frühen Phase erfolgen oft mit sehr aktiven und finanzstarken Investoren, die zu relativ hohen Commitments bereit sind und zudem eigene Investmentteams für die Due Diligence und auch das spätere Monitoring vorhalten. Co-Investoren werden dann z. B. bei „Small / Medium Buyout“ Transaktionen vom GP angesprochen.

Eine weitere Variante, die Co-Investoren ebenfalls oft sehr früh im Prozess involviert, sind Investitionen in „Growth Equity“. Die für diese Art erforderlichen Kenntnisse und Kapazitäten sind zwar identisch zu den vorgenannten Alternativen, oft sind die Investitionsbeträge bei Unternehmen in der Wachstumsphase aber geringer als bei „Buyout“.

## Post Signing / Closing Co-Investments

Bei Post Signing/ Closing Co-Investments werden Co-Investments, die ein Lead Investor zunächst in einem größeren Volumen erworben hatte (z. B. als Underwriter oder Co-Underwriter), breiter syndiziert. Auf diese Weise kann z. B. bei dem betreffenden GP ein überproportionales Einzelinvestment vermieden werden.

## Mid Life Co-Investments

Gerade auch vor dem Hintergrund der Covid-19 Krise werden verstärkt sogenannte „Mid Term“ oder „Mid Life“ Co-investments erwartet. Im Fokus stehen dabei schon seit einiger Zeit im Portfolio von Private-Equity-Gesellschaften befindliche Zielunternehmen. Bereits dort investierte oder auch neue Co-Investoren finanzieren die Unternehmen entweder bei vorübergehenden Liquiditätsengpässen oder auch bei Expansion. Im aktuellen Marktumfeld können weitere Gründe erschwerte und verzögerte Exits sein, die eine temporäre Finanzierung z. B. bis zum IPO erforderlich machen.

Es ist zudem möglich, dass sich mit Covid-19 neue Private-Equity-Transaktionen gerade im Bereich „Buyout“ zunächst weiter verzögern, so dass die Investorennachfrage entsprechend auf „Mid Life“ ausweicht.

### 3 Intensität der Involvierung von Investoren

Hinsichtlich des Grades der Involvierung des Investors bei der Selektion von Co-Investments treten in der Praxis grundsätzlich drei Ausprägungen auf: passiv, semi-aktiv und aktiv<sup>27</sup>:

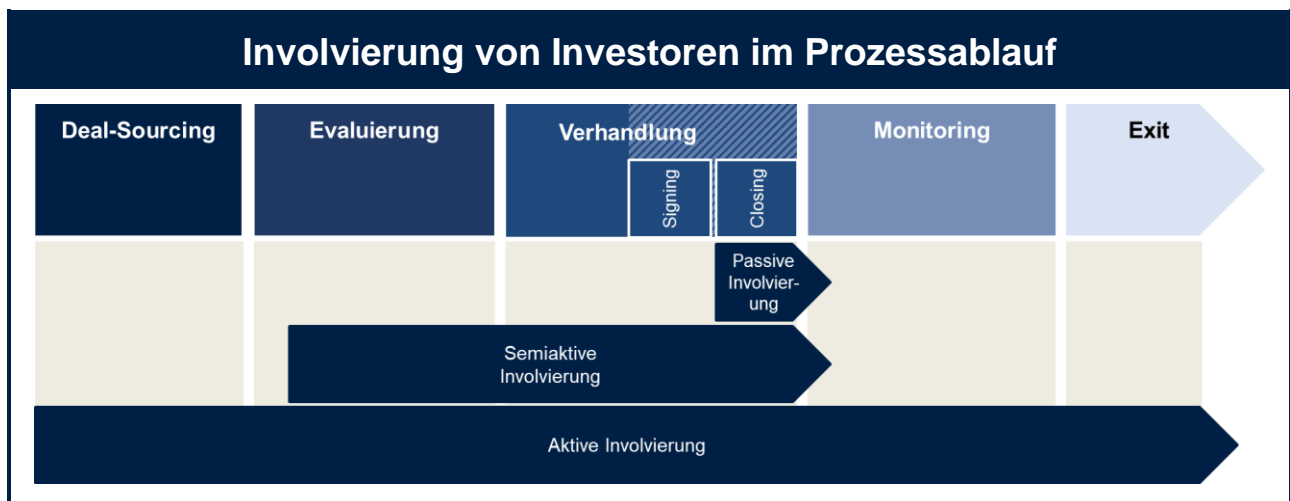


Abbildung 11: Involvierung von Investoren nach Investitionsphasen<sup>28</sup>

#### Passive Co-Investoren

Passive Co-Investoren sind oft Anleger in Co-Investment-Fonds oder auch in Sidecars, nur in Ausnahmen in Direct Investments. Solche Investoren vereinbaren einen Gesamt-Co-Investmentbetrag mit dem GP, der die Co-Investments völlig selbständig selektiert und den Investor hierüber regelmäßig informiert. Mitunter werden vom Investor auch Höchstgrenzen pro (Einzel-) Investment oder z. B. pro Land vorgegeben.

Bei diesem passiven Ansatz kommt der Selektion des Assetmanagers große Bedeutung zu, wobei gerade die Sourcing-Kompetenz und die bisherige Erfolgs- und Erfahrungsgeschichte („Track Record“) hinsichtlich von Co-Investments wesentliche Beurteilungskriterien sind.

<sup>27</sup> Die Klassifizierung erfolgt mit Blick auf institutionelle Endinvestoren, wobei natürlich auch Fonds aktive Co-Investoren sein können.

<sup>28</sup> Quelle: Eigene Darstellung nach HarbourVest (ohne Datum b), S. 2



## Semiaktive Co-Investoren

Diese Investoren unterscheiden sich von den Passiven dadurch, dass sie sich vor Eingehen eines jeden Co-Investments vom GP ein Kurz-Exposé vorlegen lassen, welches die wesentlichen Informationen hierzu zusammenfasst. Dabei verlassen sie sich auf die Due Diligence des GP, lassen sich aber zusätzlich zum Exposé mitunter auch die Gutachten Dritter (z. B. technische Gutachten), die der GP im Rahmen der Due Diligence erhält, weiterreichen<sup>29</sup> und entscheiden auf Basis dieser Unterlagen individuell, ob ein Co-Investment eingegangen oder abgelehnt wird.

## Aktive Co-Investoren

Diese Co-Investoren greifen aktiv in die Selektion und auch in die Due Diligence bei Co-Investments ein und entscheiden eigenständig. Hierzu ist hinreichende Expertise zu oft in kurzen Zeiträumen erfolgenden Due-Diligence-Prozessen, aber auch z. B. zur Beurteilung von Businessplänen und der Erstellung von Bewertungsmodellen Voraussetzung. Diese Kenntnisse sind essentiell und oft auch nur mit einem dedizierten Inhouse-Team und / oder mit vorselektierten und ggf. auch in Rahmenverträgen vormandatierten externen Beratern möglich. Zwingende Voraussetzung ist auch, dass interne Genehmigungsprozesse beim Investor schnell genug durchlaufen werden können, was z. B. bei einem nur monatlich tagenden Anlageausschuss nicht der Fall ist.

Die Aktivität dieser Investoren fängt meistens bereits beim Sourcing an, indem sie sich proaktiv einen Namen als kompetenter, finanzstarker, schnell agierender und zuverlässiger Investor machen und hierzu auch zielgerichtet ihr Netzwerk aufbauen und nutzen. Professionalität, Agilität und Visibilität sind somit von zentraler Bedeutung. Dabei kann das Unterstreichen besonderer Kompetenzen hilfreich sein, z. B. hinsichtlich der Durchführung von Due-Diligence-Prozessen oder z. B. auch mit Bezug auf branchenspezifisches Know-How.<sup>30</sup>

Im Falle von Sidecars sind Rechte, die sich die Investoren für dieses Vehikel und in Bezug auf Zielinvestments einräumen lassen vom Aktivitätsgrad abhängig. Aktive Investoren drängen entsprechend auf weitergehende Rechte als passive (siehe ferner Kapitel 10).

---

<sup>29</sup> Hierzu ist i.d.R. vorab eine gesonderte schriftliche Vereinbarung mit dem Verfasser des Gutachtens erforderlich, ein sog. Non-Reliance Letter.

<sup>30</sup> HarbourVest (ohne Datum), Teil 2, S.3

Aktive Co-Investoren sind besonders in den am längsten etablierten Anlageklassen Immobilien und Private Equity vertreten, da hier auch bereits sehr viele Investoren langjährige Erfahrungen haben. Für Private Debt Investments sind gerade passive und semi-aktive Ansätze bei institutionellen Endinvestoren verbreitet.

Zusammengefasst verteilen sich die Investitionsstile wie folgt:

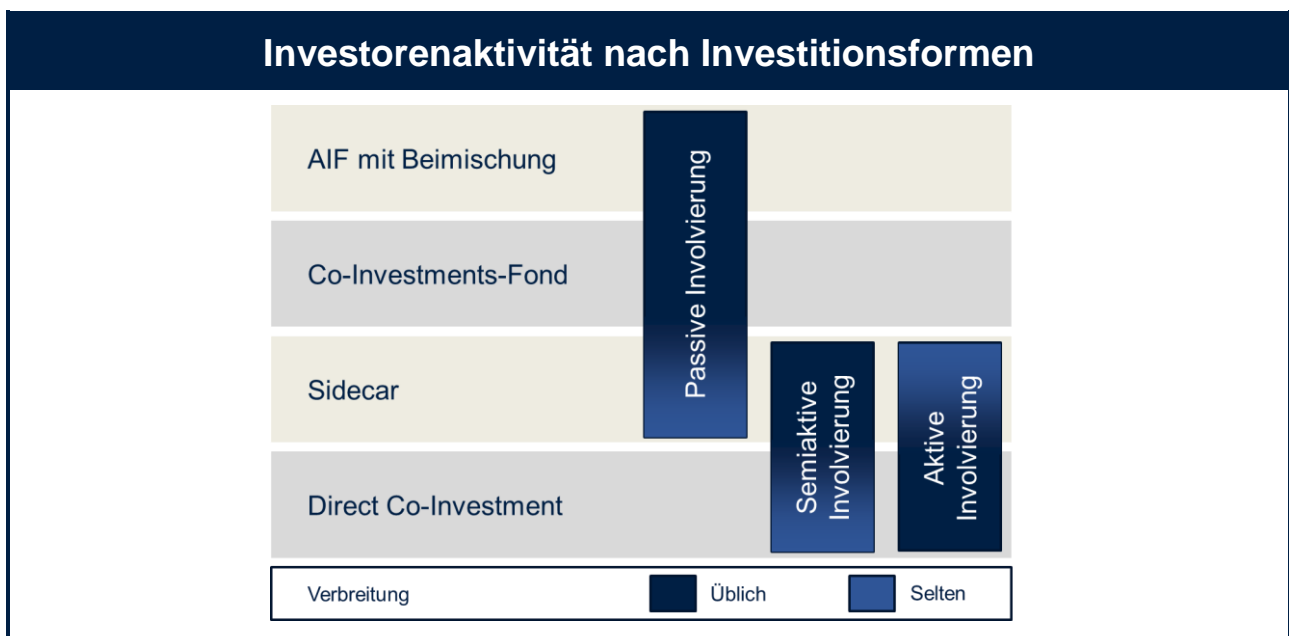


Abbildung 12: Investitionsformen und Aktivitätsgrade<sup>31</sup>

<sup>31</sup> Quelle: Eigene Darstellung

## 4 Co-Investments aus der Sicht der Investoren

Bevor institutionelle Investoren Co-Investments tätigen, bedarf es einer intensiven Analyse der Vor- und Nachteile sowie der Voraussetzungen und Konsequenzen.

### 4.1 Chancen und Vorteile von Co-Investments

- Gebührenbelastungen bei Co-Investments sind in aller Regel geringer als bei anderen Investitionsformen. Der **Gebührevorteil** von Co-Investments wird z. B. für US-Private Equity auf 725 Basispunkte geschätzt, abgeleitet aus der durchschnittlichen Differenz zwischen Brutto- und Nettorenditen. Die geringeren Gebühren heben die J-Curve nicht nur an, sondern verkürzen sie zudem, da das Kapital schneller investiert wird. Dieser Verkürzungseffekt ist in dem genannten Gebührevorteil nicht berücksichtigt.<sup>32</sup>

Erwartungen der Investoren hinsichtlich der reduzierten Co-Investment-Gebühren sind häufig abhängig von der zugrundeliegenden Strategie. Bei Infrastruktur z. B. werden gerade für Core-Brownfield Investments die üblichen Gebühren für klassische Fonds mit Bezug auf das Risk / Return-Profil als zu hoch erachtet, was Co-Investments entsprechend attraktiv macht.<sup>33</sup>

- Der Investor hat über Co-Investments einen **schnelleren Kapitaleinsatz**, da er z. B. im Falle von Sidecars zusätzlich zum Fondsinvestment noch einen weiteren Betrag in Zielinvestments investiert. Während die Investitionszeit bei einem Private Equity Fonds z. B. 2–3 Jahre dauert, sind Co-Investments meist innerhalb weniger Monate realisierbar.
- Institutionelle Investoren haben über Co-Investments einen **stärkeren Gestaltungsfreiraum**, je nach Präferenz gezielt z. B. in bestimmte Branchen, Währungen oder Zielinvestments mit gesonderten Selektionskriterien (z. B. hinsichtlich ESG) zu investieren. Investoren können zudem zwischen den **Phasen** wählen, somit ob sie eher Co-Investments Pre Signing oder Post Signing eingehen oder auch eine Mischung aus beiden<sup>34</sup>
- Anleger erhalten über Co-Investments **besseren Kontakt zu Anbietern**. Beispielsweise haben Co-Investoren in Real Estate die Erwartung, auf diese Art zukünftig direkt Angebote

<sup>32</sup> Cambridge Associates (2019), S. 2

<sup>33</sup> Probitas (2018), S. 16

<sup>34</sup> Eisele (2020), S.29

von Immobilienveräußerern zu erhalten, ohne zusätzlich noch Makler-Gebühren zahlen zu müssen.

- Co-Investments sind zudem oft mit der Erwartung auf **Skaleneffekte** verbunden, wenn sich ein Investor über Co-Investments erstmal einen Namen als zuverlässiger Marktteilnehmer gemacht hat.
- Durch Co-Investments sind gerade aktive Investoren deutlich **näher am Zielinvestment** als bei herkömmlichen Fondsinvestments, z. B. durch tiefere Einblicke in die Due Diligence und/ oder sogar durch ein Mitwirken in Gremien.
- Über Co-Investments-Sidecars entsteht zwischen GP und LP ein viel **intensiveres Verhältnis** als bei klassischen Fondsinvestments. Im günstigen Fall kann dies eine solide Basis für weitere gute Kooperationen sein. Im schlechteren Fall sind Schwächen des GP (vielleicht aber auch des LP) so transparent, dass von einer zukünftigen Zusammenarbeit eher abgesehen wird. Nicht auszuschließen sind auch Dissonanzen zwischen GP und LP z. B. dann, wenn es um die Fremdfinanzierung oder um Art und Zeitpunkt des Exits aus einem Investment geht.
- Durch die diversen Arten und Zugangswege zu Co-Investments ist es dem Investor möglich, eine für ihn optimale Form hinsichtlich von **Bilanzierung** (bei Direct Investments auch Konsolidierung) und regulatorischer **Quotenanrechnung** zu selektieren.
- Sofern ein aktiver Investor z. B. sehr ausschlaggebende Kenntnisse für die Due Diligence einer Transaktion mitbringt (sog. „Enabler“), ist für ihn sogar verhandelbar, ggf. nicht an möglichen **„Dead Deal Costs“** beteiligt zu werden.<sup>35</sup> Dies sind Kosten z. B. für externe Due Diligence Gutachten etc. im Falle nicht abgeschlossener Transaktionen (entweder weil der Investor auf Basis der Due Diligence mit Blick auf bestimmte „Red Flags“<sup>36</sup> nicht länger an der Transaktion interessiert ist oder wenn die Transaktion nicht zustande kommt, da andere Kaufinteressenten in diesen üblicherweise kompetitiven Prozessen mit einem höheren Kaufpreis den Zuschlag erhalten).

---

<sup>35</sup> Lee; Robson (2019), S. 60

<sup>36</sup> Erkenntnisse aus einer Due Diligence, die zur Ablehnung der Transaktion führen

## 4.2 Risiken und Nachteile von Co-Investments

- Zu nennen ist hier zunächst eine **Reduzierung der Diversifikation**, da mit den Co-Investments im Vergleich zu einer breiten Streuung in „Primary Funds“ ggf. überproportionale Einzelinvestments (z. B. bei Sidecars: Zielinvestment über den Fonds und zusätzlich noch über ein Co-Investment) getätigt werden, was im Falle der Underperformance oder des Scheiterns von Zielinvestments mit entsprechend gravierenden Negativkonsequenzen für das Gesamtportfolio verbunden ist.
- Zu beobachten ist, dass nur knapp ein Viertel der LPs, die über Co-Investment-Rechte verfügen, hiervon auch regelmäßig Gebrauch machen. Bei vielen bleibt es bei einem „Testballon“.<sup>37</sup> Sofern der Investor nicht auch eine gute Streuung seiner Co-Investments nach Branchen, Ländern, GPs und insbesondere Vintage-Jahren verfolgt, besteht bei Co-Investments das Risiko der **Prozyklizität** (gerade dann, wenn zahlreiche große Co-Transaktionen innerhalb eines begrenzten Zeitfensters getätigt werden). Da Co-Investments zu direktem Kapitalabfluss führen, kommt daher der jeweiligen Beurteilung der Positionierung im Marktzyklus bzw. der kurzfristigen Marktvolatilität besondere Bedeutung zu.
- Investoren zahlen möglicherweise **„Lehrgeld“**: sowohl, wenn bei einem aktiven Investitionsansatz noch keine hinreichende Expertise bei der Due Diligence oder z. B. bei der Verhandlung von Mitspracherechten und sonstigen Vertragsmodalitäten („Terms & Conditions“) das Co-Investment betreffend besteht, als auch wenn im Falle eher passiver Investments in Sidecars oder Co-Investmentfonds kein hinreichender Manager Research erfolgt. Bei dieser Analyse sollte insbesondere Augenmerk darauf gerichtet werden, ob und welche Erfahrungen der GP bereits mit Co-Investments hat und wie stark sein Sourcing ist.
- Bei direkten Co-Investments mit einem „Fundless Sponsor“ sollten insbesondere dessen **Finanzstärke sowie Investitions- / Projekterfahrung** bei der Selektion Berücksichtigung finden.<sup>38</sup>
- Auch wenn Co-Investoren im Falle aktiver Beteiligung tiefere Einblicke in das Investment haben, sind mögliche Entscheidungs-verzögernde **Ineffizienzen und Divergenzen** bei einem Mitwirken mehrerer Co-Investoren nicht zu unterschätzen.

<sup>37</sup> Lee; Robson (2019), S.56

<sup>38</sup> GCM Grosvenor (2019), S.3.



- Gerade im Falle aktiver Co-Investments ist der damit einhergehende **zeitliche Aufwand** und auch die dafür erforderliche Kompetenz im eigenen Team von großer Relevanz. Der Investor muss auch dann mit den Co-Investments umgehen können, wenn z. B. ein Projekt mit anderen Geschäftsabläufen oder gleichzeitigen Co-Investment Offerten zeitlich kollidiert oder ein auf diesem Gebiet erfahrener Mitarbeiter ausfällt (= „Key Man Risk“ beim Investor). Insbesondere für aktive Investoren endet die Arbeit nicht mit dem Closing der Transaktion. Gerade wenn die Entwicklung des Zielinvestments hinter den Erwartungen zurückbleibt, ist die Investition ggf. dauerhaft betreuungsintensiv.
- **Kompetenz und Kapazität eines Inhouse Teams** bedeutet finanziellen Aufwand. Die Kosten zur Gewinnung und Bindung von entsprechend hoch qualifiziertem Personal mit langer Erfahrung können erheblich sein, zumal die erforderlichen Spezialisten oft aus branchenbedingten Gehaltsstrukturen kommen, die über denen des institutionellen Investors liegen. Aktive Investoren sollten sich ferner der zusätzlichen Kosten (Büromiete, Backoffice etc.) bewusst sein, die auch dann anfallen, wenn wenig / keine geeigneten Transaktionen anfallen. Auch zu tragende, Deal-spezifische „Dead Deal Costs“, somit Kosten für jene Transaktionen, die niemals zum Closing kommen, sind nicht zu vernachlässigen.
- Co-Investments sind ggf. **langfristige Klumpenrisiken**. Die grundsätzliche Illiquidität sollte jedem Investor und besonders auch seinen Entscheidungsgremien bewusst sein. Gleiches gilt für das Risiko möglicher Nachschusszahlungen in Krisensituationen. Es kann dann zu unbequemen Entscheidungen kommen: entweder zusätzliches Geld für ohnehin problembehaftete Investments bereitstellen oder das Investment weit unter Einstand weiterveräußern, sofern das unter den ausgehandelten Verträgen überhaupt zulässig ist und sofern sich in einer solchen Situation überhaupt ein Käufer findet. Die Entscheidung wird weiter dadurch erschwert, dass im Falle eines ausbleibenden Nachschusses zudem auch der Ruf, ein zuverlässiger Investor zu sein, möglicherweise leiden kann, was sich entsprechend schlecht auf zukünftiges Sourcing auswirkt.<sup>39</sup>
- Vor Eingehen eines Co-Investments sollte jeder Investor gründlich prüfen, welche Wirkung die Investition auf sein internes sowie das regulatorisch vorgegebene **Reporting** und die Anforderungen seines **Risikomanagements** hat. Zu beachten sind in diesem Kontext auch mögliche Ausweispflichten im Jahresabschluss etc., mögliche Währungsrisiken im Falle von

<sup>39</sup> Mitchall; Robson (2018), S.50 ff.

Co-Investments in Fremdwährung sowie die damit ggf. verbundenen Hedging-Auswirkungen bezogen auf Liquidität und Bilanzierung.

- Aufgrund der relativen Größe und damit verbundener Visibilität von Co-Investments empfiehlt sich vor Eingehen derselben die Prüfung, inwiefern das Investment den allgemeinen Unternehmensgrundsätzen („**Corporate Governance**“) des Anlegers entspricht, z. B. hinsichtlich von ESG-Zielen oder Länderrestriktionen. Auch können ökonomisch attraktive Co-Investments ggf. trotzdem abgelehnt werden, wenn ein „Headline Risk“<sup>40</sup> beim Investor gesehen wird (Investitionen in Krematorien sind z. B. nicht jedermanns Sache).
- Von Investoren ist im Einzelfall zu hinterfragen, ob das **Überschreiten von Limits des parallelen Fonds** durch den Einsatz von Co-Investments grundsätzlich überhaupt erwünscht ist oder es konkrete Gründe gegen Sidecars gibt.

---

<sup>40</sup> Z. B. Negative Presseschlagzeilen oder Informationen in den sozialen Medien

## 5 Co-Investments aus der Sicht der Assetmanager

### 5.1 Chancen und Vorteile aus Sicht der Assetmanager

Co-Investments bieten GPs diverse Vorteile, die auch erklären, warum sie Investoren zusätzlich Co-Investment Opportunitäten anbieten<sup>41</sup>:

- Co-Investments können Managern beim **Deal Sourcing** hilfreich sein, da sie dann schneller z. B. auch größere Kapitalbeträge für Investitionen generieren. Gerade auch für Asset Manager mit eher kürzerem Track Record sind Co-Investments entsprechend attraktiv.
- Die **Transaktionssicherheit** lässt sich durch die Zusammenarbeit mit verlässlichen Co-Investoren erhöhen.
- Gerade durch Sidecars können Investitionen auch dann getätigt werden, wenn die **Grenzen des Fonds** z. B. hinsichtlich des Maximalbetrages pro Einzelinvestment, Region oder Branche oder das bestehende Commitment der Fondsinvestoren insgesamt ausgeschöpft sind. Sie bieten den Managern somit eine größere Flexibilität und tragen dazu bei, dass attraktive Investments trotz der genannten Restriktionen umgesetzt werden können.<sup>42</sup>
- Hilfreich fürs Sourcing kann auch die **Kooperation mit namhaften Co-Investoren** sein, da deren Reputation und Netzwerk das Eingehen von Transaktionen ohne Auktionen oder Bieterwettbewerbe, somit einen exklusiver Zugang zu Investitionen ermöglicht.<sup>43</sup> Namhafte Co-Investoren, sofern ihre Beteiligung öffentlich bekannt sein darf, steigern auch die Attraktivität des Investments (nicht nur des Co-Investments, sondern auch des parallelen Fonds) für andere Investoren.
- Als Co-Investoren werden ggf. Unternehmen gewonnen, die **besondere Expertise** zur Beurteilung eines Zielinvestments mitbringen (z. B. tiefe Branchen- oder Landeskunde). Ein **starker lokaler Partner** bei Auslands-Transaktionen ist z. B. von großem Vorteil, da Erfahrung und Präsenz vor Ort beim Eingehen des Investments aber auch fortlaufend hohe Transparenz und eine erfolgreiche Investitionsumsetzung deutlich wahrscheinlicher machen.

<sup>41</sup> Bereits 2017 war dies z. B. der Fall bei 76% der Private Real Estate Funds. Prequin (2017), S.5

<sup>42</sup> Mitunter wird dieses Vorgehen aber auch kritisiert, da eine Quasi-Umgehung der Limite vermutet wird.

<sup>43</sup> BHF Bank AG, Co-Investor AG und EVP Capital Management AG, „Mittelstand Co-Investment Portfolio“, 28.2.2011, S.5

- Weiterer Anreiz für einen GP kann darin bestehen, eine Investitionsoportunität lieber mit **(vertrauten) Co-Investment-Partnern** zu realisieren als mit Mitbewerbern.

## 5.2 Risiken und Nachteile von Co-Investments aus Sicht der Assetmanager

- Das Mitwirken eines Co-Investors kann zu **Zeitverzögerungen** führen, z. B. wenn der Investor noch keine hinreichende Expertise in Co-Investments hat oder auch die Dauer seiner internen Entscheidungswege zur Prozessverlangsamung führt. Prozessabläufe eines Assetmanagers können sich ggf. auch dann verzögern, wenn ein aktiver Co-Investor sehr detailliert in die Due Diligence des Zielinvestments einsteigt. Das ist einerseits positiv, da dann ggf. bisher unerkannte Risiken aufgedeckt werden. Andererseits führt es aber eventuell zu Irritationen beim Veräußerer des Zielinvestments, was gerade in sehr kompetitiven Prozessen nachteilig oder auch potentieller „Deal Breaker“ ist.
- Die **Vergabe** größerer Co-Investment Kontingente an einige wenige Investoren (LPs), kann zur Verstimmung anderer Investoren führen, falls sie sich benachteiligt fühlen (siehe hierzu auch Kapitel 6: Interessenkonflikte).
- Co-Investoren erfahren über die Qualität und Arbeitsweise des GPs deutlich mehr als bei klassischen Investments. Bei etwaigen **Kompetenzschwächen** des Managers schädigt dies die Geschäftsbeziehung dauerhaft und führt möglicherweise insgesamt zum Reputationsverlust des Managers mit nachteiliger Wirkung auch auf sein Neugeschäft mit anderen Kunden.<sup>44</sup>

---

<sup>44</sup> Devlin; Mallon; Nathwani (2017), S.13

## 6 Co-Investments aus der Sicht des Zielunternehmens

Passive Investoren haben i.d.R. keinen Kontakt zum Zielinvestment, sondern nur zum GP. Anders ist die Situation bei aktiven Investoren, die ggf. auch an transaktionsbezogenen Management-Präsentationen des Zielunternehmens vor Signing teilnehmen, Kontakt über die Due Diligence oder Site Visits (Besuche der Betriebstätten) haben und auch nach Closing einer Transaktion mit dem Zielinvestment im Austausch stehen, gerade auch wenn Co-Investoren in Geschäftsführung, Aufsichtsrat oder Beirat vertreten sind.

Die Wahrnehmung der Co-Investoren aus Sicht des Zielinvestments schwankt also mit dem Aktivitätsgrad der Investoren und damit verbunden auch mit der Beteiligungshöhe. Bei eher passiven Investoren liegt das Commitment eher unter 10 %, wohingegen im aktiven Fall der prozentuale Anteil an der Gesamtinvestition meist deutlich höher ist, ggf. auch eine Mehrheitsbeteiligung.<sup>45</sup>

Das Mitwirken von Co-Investoren kann für die Zielunternehmen Zugang zu wertvollem Know-How oder langer Managementexpertise bedeuten, wenn z. B. Co-Investoren in der betreffenden Branche tiefe Erfahrung haben. Beispielsweise beim Vertrieb kann ferner ein breites Netzwerk des Co-Investors von Vorteil sein.

Eine negative Wahrnehmung von Co-Investments beim Zielunternehmen (wenn vielleicht auch nicht bei anderen Beteiligten) ist allerdings dann nicht auszuschließen, wenn anteilsstarke Co-Investoren divergierende Vorstellungen über die zukünftige Entwicklung und Geschäftsführung des Zielinvestments oder den geplanten Exit haben.

---

<sup>45</sup> Devlin; Mallon; Nathwani (2017), S. 32



## 7 Mögliche Interessenkonflikte bei Sidecars

Je nach Konstellation und vertraglicher Ausgestaltung können bei Co-Investments Interessenkonflikte auftreten, die von Investoren und Managern im Vorfeld von Transaktionen detailliert analysiert werden sollten, um einerseits bei allen Beteiligten hinreichende Transparenz zu schaffen oder darüber hinaus noch Maßnahmen zur Vermeidung bzw. Minimierung dieser Konflikte zu ergreifen. Mögliche Interessenkonflikte sind:

- Das Zusammenspiel von Co-Investoren und anderen LPs ist gefährdet, wenn in Entscheidungsgremien überwiegend oder ausschließlich Co-Investoren vertreten sind.
- Interessenkonflikte sind z. B. auch dann möglich, wenn die Fondsinvestoren in Senior Debt investiert sind, Co-Investoren aber z. B. auch Junior Debt für dieses Investment bereitstellen.
- Ein in diesem Kontext relevantes Thema bei Sidecars ist zudem die Vergabep Praxis für Co-Investments: werden sie allen LPs angeboten oder nur vereinzelt? Sind diese pro rata zum Fondsinvestment oder werden sie nach anderen Kriterien festgelegt? Gerade kleinere, sich relativ spät am Co-Investment beteiligende Investoren sehen sich ggf. benachteiligt, wenn nur besonders großen oder den Investoren mit den ersten „Commitments“ Co-Investments angeboten werden.
- Interessenkonflikte sind auch bei der Auswahl der z. B. im Sidecar angebotenen Investitionen möglich, wenn es zu adverser Selektion von Projekten kommt: es mag durch Co-Investments ein Anreiz für den Assetmanager gesehen werden, gerade attraktive Transaktionen aus dem „Sweet Spot“ seiner Strategie zum Nachteil der übrigen Fondsinvestoren auszulösen.<sup>46</sup> Entsprechend sind dann Konflikte absehbar, wenn dem GP für das Sidecar-Vehicle Carry zusteht, im Fonds die erwartete Performance bzw. auch die „Hurdle Rate“<sup>47</sup> aber noch nicht erreicht sind<sup>48</sup> (entweder, weil der Fonds noch nicht hinreichend investiert ist oder bisher die Performance der Fondsinvestments hinter den Erwartungen der Fondsinvestoren zurückbleibt).

---

<sup>46</sup> Probitas (2018), S. 16

<sup>47</sup> Durch einen Assetmanager zu erreichende Mindestrendite für einen Anspruch auf erfolgsabhängige Gebühren.

<sup>48</sup> Robitaille (2017), S. 2

- Andererseits kann je nach Strukturierung der erfolgsabhängigen Gebühren im Gegensatz zu Vorgenanntem das Risiko bestehen, dass attraktive Investitionen nur im Fonds abgebildet werden und eben gerade nicht über Co-Investments.
- Wahrscheinlich erscheinen Interessenkonflikte des GPs z. B. auch dann, falls GPs für Co-Investments eine gesonderte Gebühr verlangen, was Fehlanreize in der Behandlung der übrigen Fondsinvestoren setzt.<sup>49</sup>
- GP-Interessenkonflikte können bei Sidecars ferner auftreten, wenn der Assetmanager im Fonds deutlich stärker investiert ist als im parallelen Co-Investment Vehikel.
- Weiterer Konfliktherd sind Art und Zeitpunkt von Exits aus Beteiligungen, wenn z. B. ein Co-Investor selbst den Erwerb eines Zielinvestments anstrebt oder den Verkauf z. B. an einen Mitbewerber verhindern will.

---

<sup>49</sup> Eisele (2017), S.18

## 8 Empirie

### Marktvolumen

Bei allen Alternative Investments – besonders im Bereich Private Markets – gilt es als schwierig, aggregierte Marktdaten zu generieren. Dies liegt zum einen an der privaten Natur der einzelnen Transaktionen, aber auch an Reporting-Asymmetrien auf den Datenplattformen. Besonders die Manager, welche die Performance-Ziele erreichen, haben einen Anreiz, Ihre Daten den Plattformen zur Verfügung zu stellen (im umgekehrten Fall weniger). Bei Co-Investments ist die Generierung von Marktdaten aufgrund der Individualität der Einzeltransaktionen und mitunter der Exklusivität der Angebote noch deutlich schwieriger. Hier können Marktvolumina lediglich geschätzt, beziehungsweise von den “sichtbaren“ Volumina auf Plattformen wie Preqin oder Pitchbook abgeleitet werden. Eine solche Schätzung lieferte beispielsweise Cambridge Associates. Unter der Annahme, dass nur ein Drittel der Co-Investments öffentlich sichtbar sind, wurde das globale Gesamtvolumen für Co-Investments allein in der Anlageklasse Private Equity auf USD 60 Mrd. geschätzt.<sup>50</sup>

Um einen aktualisierten Schätzwert liefern zu können, wurden unter anderem GPs des BAI-Mitgliederkreises bezüglich des prozentualen Anteils der Co-Investments am Marktvolumen befragt. Auf der Primärachse des folgenden Bildes sind die AuM-Volumina der einzelnen Assetklassen in Form von Säulen abgetragen. Für die Assetklassen Private Equity, Infrastructure Equity, Real Estate und Infrastructure gaben die befragten GPs im Mittel folgenden Anteile der Co-Investments pro Anlageklasse an (siehe Sekundärachse). Weitere Informationen zur Methodik und Ergebnisse des Co-Investment Surveys folgen in Kapitel 9.

<sup>50</sup> Cambridge Associates (2019), S. 1

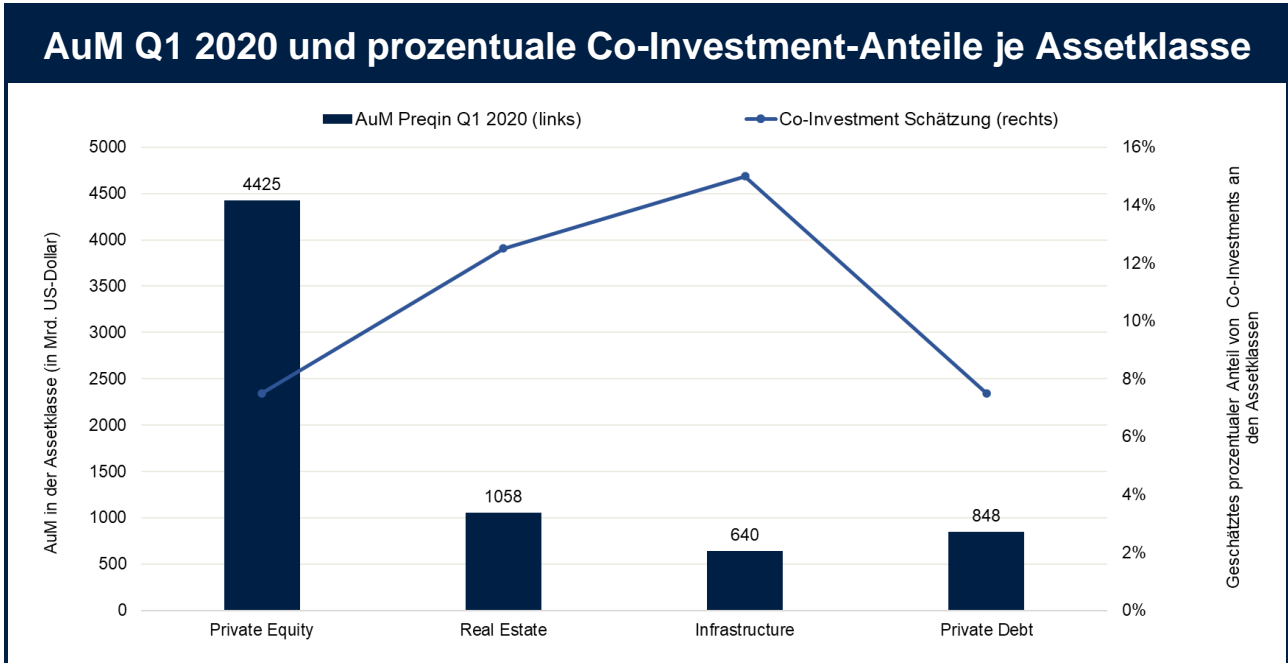


Abbildung 13: Prozentuale Marktschätzung<sup>51</sup>

Die Schätzwerte der Co-Investment Quoten der einzelnen Assetklassen wurden mit den jeweiligen Marktvolumina multipliziert, um somit das Co-Onvestment-Marktvolumen zu approximieren. Dies stellt bestenfalls eine Näherung dar, welche auch von der Anzahl der Befragten oder einer zu positiven Marktmeinung beeinflusst sein kann (Self-Selection-Bias der BAI-Mitglieder, da gerade jene befragt wurden, die ohnehin berufsbedingt eine vermeintlich positive Grundeinstellung zu Co-Investments haben). Durch das hohe Marktvolumen in Private Equity, errechnet sich das hierfür geschätzte Co-Investment-Volumen auf USD 332 Mrd. Real Estate kommt auf ein Volumen von USD 132 Mrd. AuM, gefolgt von Infrastructure mit USD 96 Mrd. Die folgende Abbildung fasst diese Ergebnisse zusammen (die Achsen der Diagramme sind dabei unterschiedlich skaliert):

<sup>51</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Marktdaten von Preqin Pro sowie des BAI Co-Investor Surveys.

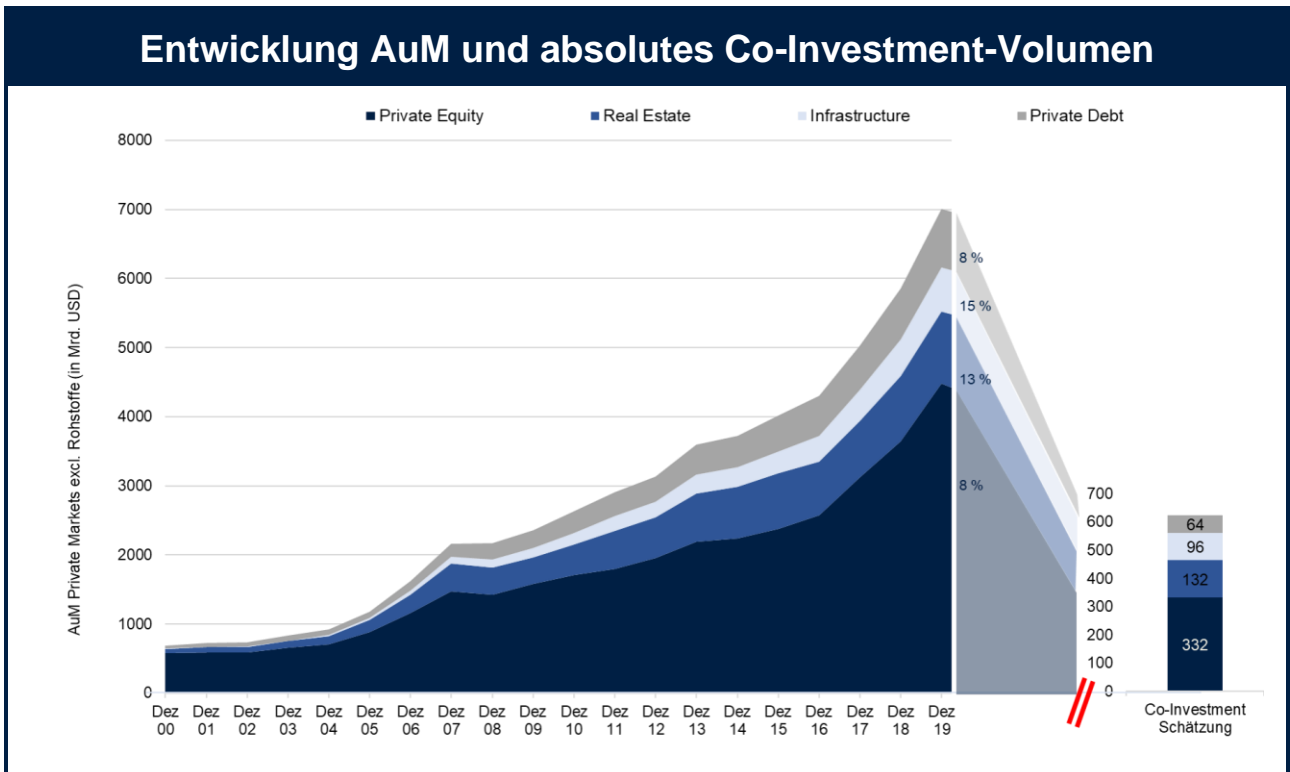


Abbildung 14: Marktvolumen nach Assetklassen<sup>52</sup>

## Outperformance von Co-Investment-Fonds

Breiter angelegte Renditevergleiche von Co-Investment-Fonds zu traditionellen Private-Equity-Fonds zeigen, dass die Outperformance der Co-Investment-Fonds in Abhängigkeit der Vintage-Jahre schwankt, was ebenfalls für die Häufigkeit gilt, mit der Fonds diese Outperformance realisieren:

<sup>52</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Marktdaten von Preqin Pro sowie des BAI Co-Investment Surveys



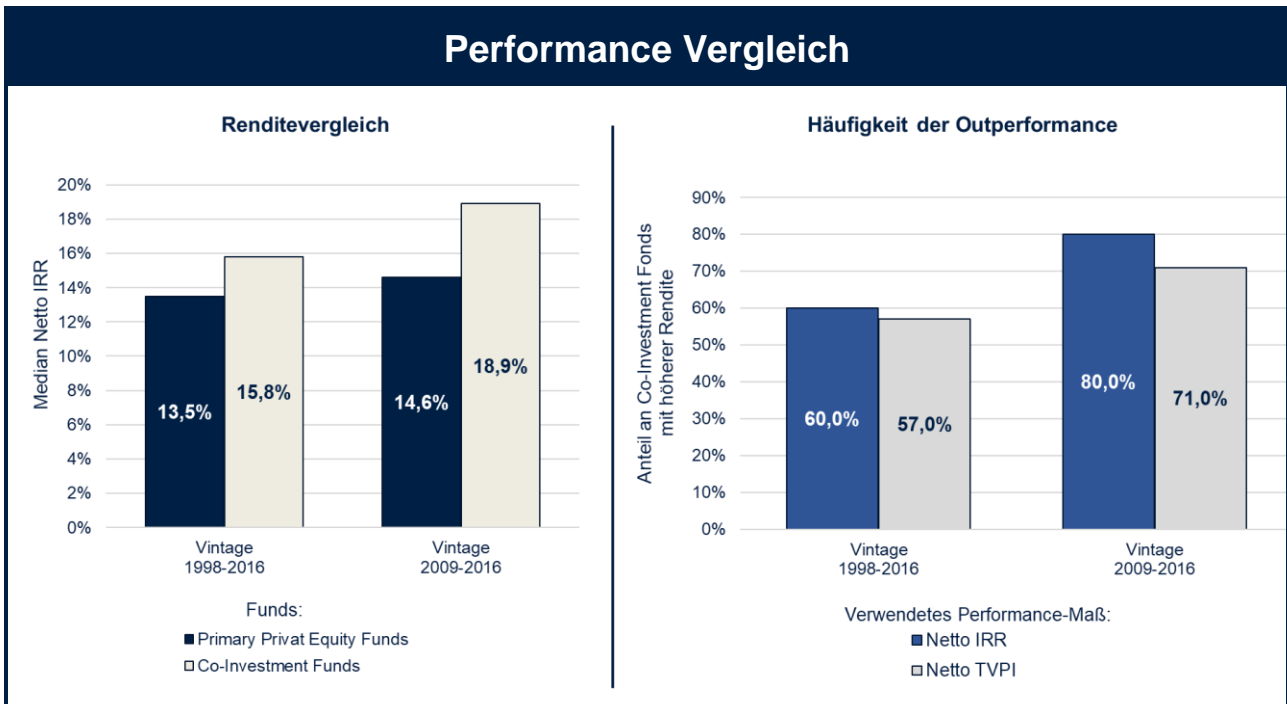


Abbildung 15: Outperformance von Co-Investment-Fonds<sup>53</sup>.

Eine Analyse aus dem Jahr 2017 kommt darüber hinaus zu dem Ergebnis, dass bei einem Portfolio von USD 100 Mio., welches sowohl Private-Equity-Fonds als auch Co-Investment-Fonds enthält, bereits mit einem Co-Investment Anteil von 20 % USD 3,6 Mio. Einsparungen an „Management Fee“ und „Carry“ erzielt werden können, bei 50 % dann sogar rd. USD 9 Mio.<sup>54</sup>

## Manager

Ähnlich wie in vielen andern alternativen Anlageklassen gibt es auch bei Co-Investment-Fonds die Tendenz, dass sich immer höhere Volumina auf immer weniger, oft langjährig erfahrene und renommierte Manager verteilen.<sup>55</sup>

<sup>53</sup> Quelle: Eigene Darstellung nach Beaton/McCauley (2020), S. 3

<sup>54</sup> Steenberg; Cornel (2017), S.4

<sup>55</sup> Diese Einschätzung wird z.B. durch eine Preqin „League Table“ für Private Equity Multi-Manager Co-Investments aus September 2020 bekräftigt.

## 9 BAI Co-Investment Survey bei Assetmanagern

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) führte im September 2020 erstmals eine Umfrage zu Co-Investments bei Assetmanagern aus dem BAI-Mitgliederkreis durch. Auf dieser Basis wurden die Antworten von rd. 35 Co-Investment-Experten ausgewertet:

### Verbreitung von Zugangswegen und Assetklassen

Die Aktivitäten der befragten GPs in Co-Investments sind fast gleichermaßen über Sidecars, Co-Investment-Fonds und Direct Co-Investments verteilt.

Am stärksten sind Co-Investments in den Anlageklassen Corporate Private Equity und Infrastructure Equity vertreten (jeweils bei über 60 % der Teilnehmer), gefolgt von Real Estate Equity mit 34 %. Bei rd. 31 % der Befragten gibt es Co-Investments bei Corporate Private Debt, Real Estate Debt und Infrastructure Debt je nur bei rd. 17 % der Teilnehmer. Hier zeigt sich generell, dass Co-Investments im Equity-Bereich – noch – verbreiteter sind als bei Debt.

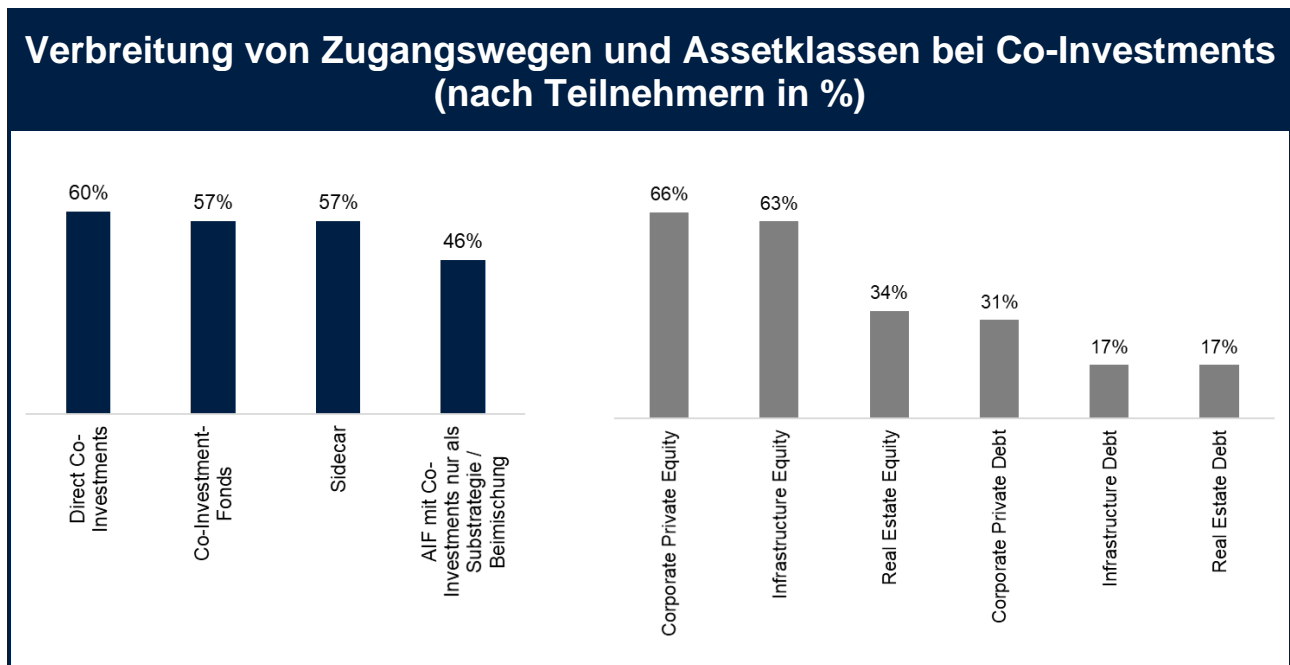


Abbildung 16: Verbreitung von Co-Investments<sup>56</sup>

<sup>56</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys

## Selektion des Zugangsweges in Abhängigkeit der Assetklasse

Der Survey zeigt, dass Co-Investment-Fonds gerade bei Corporate Private Equity angeboten werden (von 46 % der Teilnehmer für diese Anlageklasse genannt), grundsätzlich aber auch alle anderen Zugangswege für Co-Investments verbreitet sind. Für Infrastructure Equity Co-Investments werden am häufigsten, mit rd. 40 %, Sidecars angeboten. Debt Co-Investments treten in allen Zugangsformen auf. Sie sind gerade bei Corporate Private Debt häufig auch Beimischung. Die folgende Grafik fasst die Ergebnisse des Surveys bezüglich der Assetklassen und Zugangswege zusammen. Dabei basiert die Höhe der Balken auf dem prozentualen Anteil der Gesamtheit der Teilnehmer.

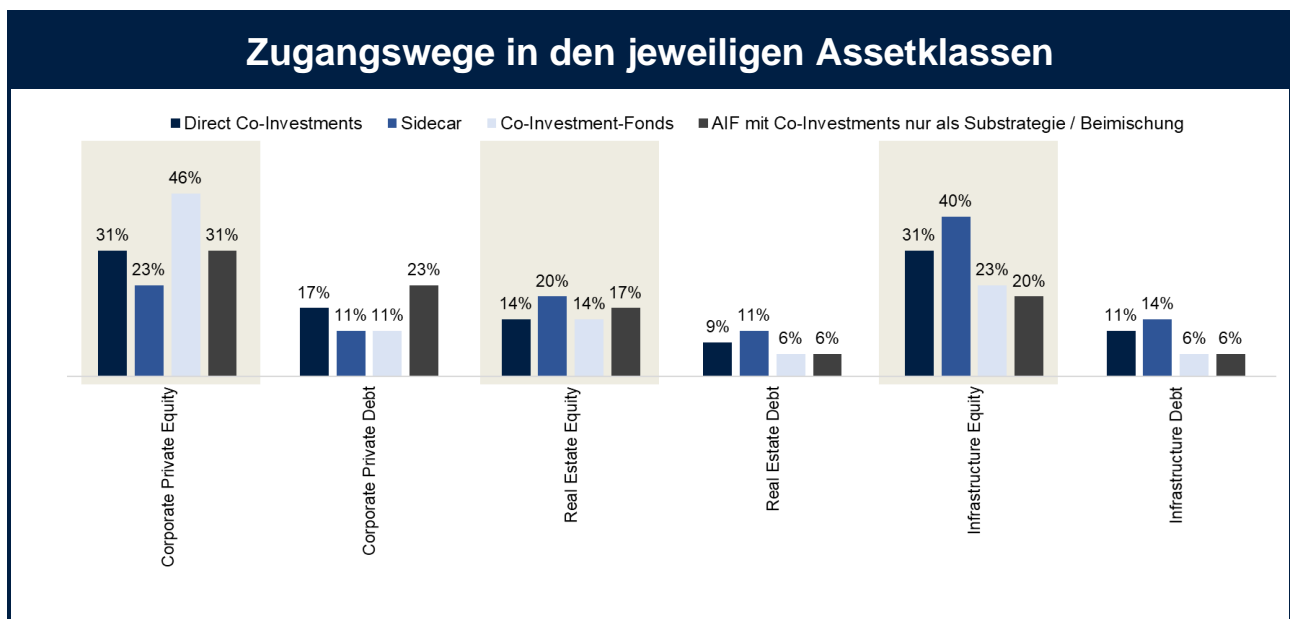


Abbildung 17: Zugangswege und Anlageklassen<sup>57</sup>

## Motivation von Assetmanagern, institutionellen Investoren Co-Investments anzubieten

Für Sidecars und Direct Co-Investments gilt, dass Hauptgrund für ein Angebot dieser Anlageform die entsprechende Nachfrage der Investoren ist. Das Ziel der Stärkung der Geschäftsbeziehung des Assetmanagers zum Investor sowie das Anbieten eines weiteren Investitionsanreizes sind ebenfalls

<sup>57</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys

häufige Gründe für Co-Investments. Die Studie bestätigt zudem, dass der Expertise des Investors bei Direct Co-Investments eine deutlich größere Bedeutung zukommt als bei Sidecars, was am Grad der Involvierung liegen dürfte.

Hauptgründe bei Co-Investment-Fonds sind gleichfalls die Investorennachfrage, das Angebot von Co-Investments als attraktive Nische für Investoren in Ergänzung zu Primaries und Secondaries und natürlich auch, dass Anbieter solcher Fonds schlichtweg über ausreichende Investitionsoportunitäten verfügen. Die Beweggründe für Co-investments, sind in der folgenden Grafik zusammengetragen. Die prozentualen Angaben beziehen sich dabei auf die Anzahl der GPs des jeweiligen Zugangsweges (z.B. 95 % der Manager, die Direct Co-Investments anbieten, geben an, dass die Investorennachfrage für das Angebot von Co-Investments besonders ausschlaggebend ist).

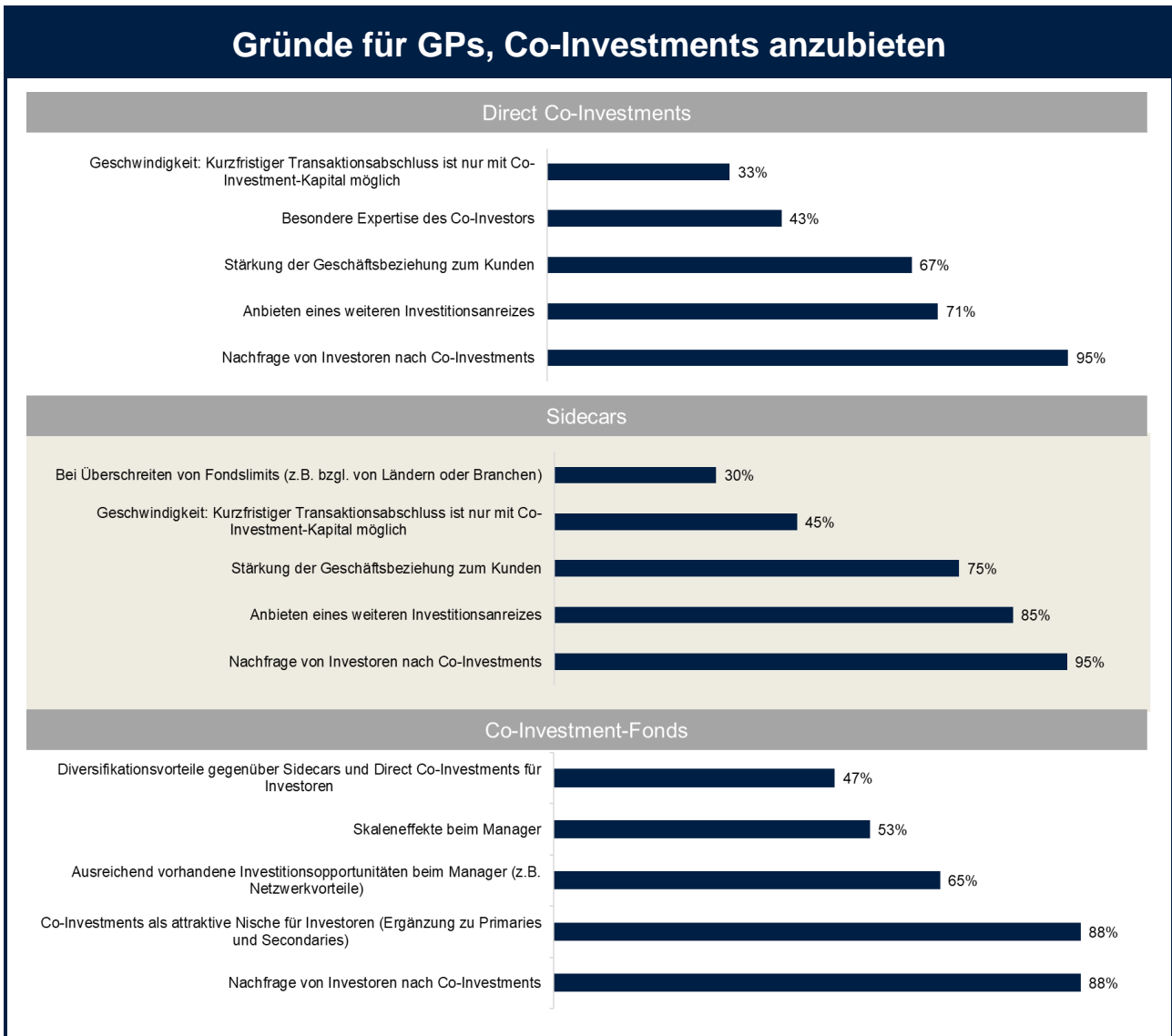


Abbildung 18: Motivationen für das Angebot von Co-Investments<sup>58</sup>

### Selektion des Zugangsweges in Abhängigkeit der Investitionsphase

Während Direct Co-Investments deutlich überwiegend in der Pre Signing Phase erfolgen, ist der Anteil von Sidecars in der Post Signing Phase deutlich höher. Im Gegensatz zu Direct Co-Investments werden Sidecars auch für Mid Life Investments genutzt, was folgende Grafik zusammenfasst:

<sup>58</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys



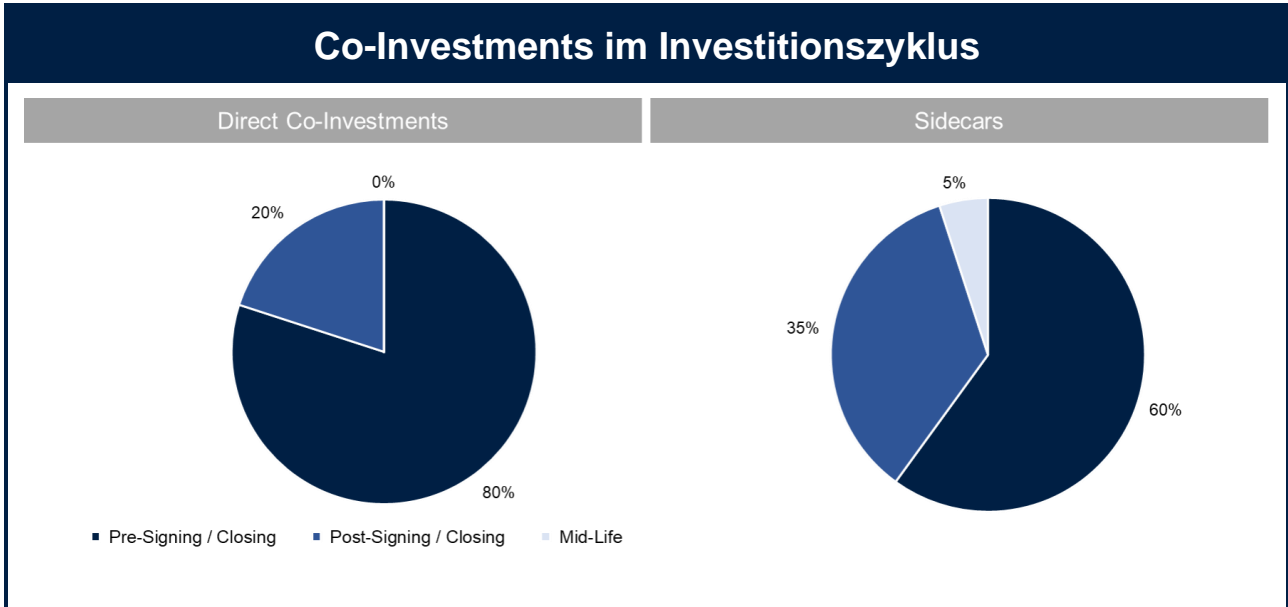


Abbildung 19: Zugangswege in Abhängigkeit der Investitionsphase<sup>59</sup>

### Erfahrungsdauer mit Zugangswegen

Beimischungen werden von den Survey-Teilnehmern schon seit langem angeboten, im Schnitt seit über 11 Jahren. Co-Investment-Fonds werden seit ca. 9 Jahren angeboten, Sidecars, insbesondere aber Direct Co-Investments sind erst in den letzten Jahren verstärkt populär geworden (seit 7 resp. 5 Jahren).<sup>60</sup> Diese Ergebnisse sind konsistent mit der Genese vieler GPs von Beimischungen hin zu umfangreicheren Co-Investment-Produkten.

### Allokationspraxis von Co-Investment-Rechten bei Sidecars

Der überwiegende Teil der Befragten allokiert Co-Investment-Rechte pro rata zum Fonds-Commitment (58 %) oder auch präferiert bei sehr umfangreichen Fonds-Commitments (42 %) bezogen auf den parallelen Fonds, sehr schneller Entscheidungsgeschwindigkeit des Investors (26 %) oder im Falle der Erhöhung der Wahrscheinlichkeit des Transaktions-Closings z. B. bei Investoren mit ausgeprägter Reputation (16 %).

<sup>59</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys

<sup>60</sup> Mediane auf Basis von Antworten im BAI Co-Investment Survey

## Nutzung von Co-Investment Rechten durch deutsche institutionelle Investoren

Der Survey zeigt, dass besonders Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und -fonds sowie Versorgungswerke die angebotenen Co-Investment Rechte nutzen. Stiftungen und CTAs sind weniger aktiv. Diese Differenzierung scheint mit der jeweiligen Größe der Assets under Management (AuM) bei den Investoren begründbar zu sein: Co-Investments nutzende Versicherungen, Versorgungswerke und Pensionskassen haben gemäß der Umfrageergebnisse häufig AuM auch deutlich über EUR 10 Mrd., wohingegen andere Co-Investoren eher geringere AuM verwalten. Dies steht im Einklang mit den Investoreninterviews in Kapitel 10. Für Co-Investments brauche es vor allem, Erfahrung in der Assetklasse sowie hinreichend Kapital und schnelle Entscheidungswege.

### Arten und Größe von institutionellen Co-Investoren

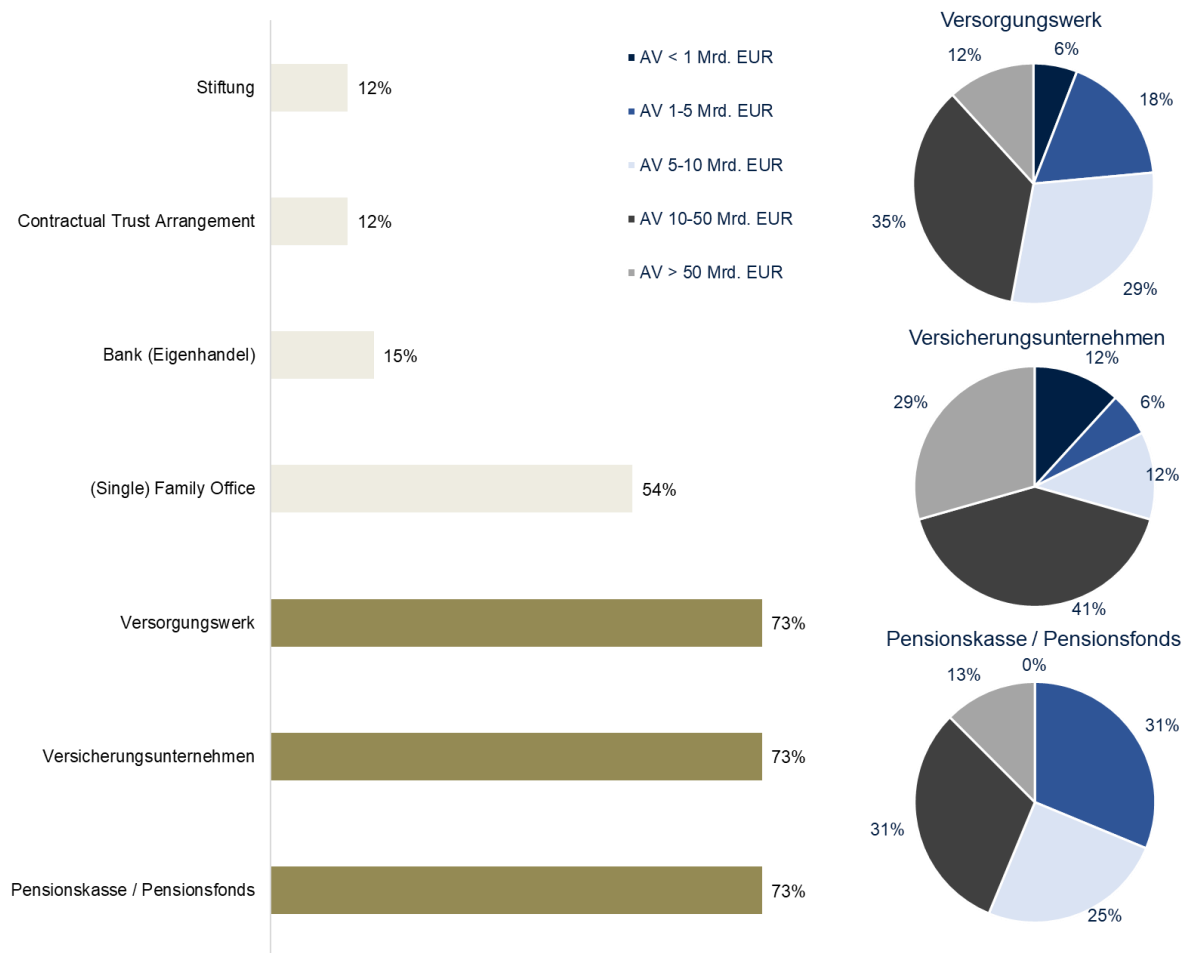


Abbildung 20: Co-Investment Investoren<sup>61</sup>

Je nach gewähltem Co-Investment-Zugangsweg ist der Grad der Involvierung von Investoren unterschiedlich. Bei Direct Co-Investments ist der Anteil der semiaktiven Investoren höher als bei Sidecars. Bei Sidecars wiederum beträgt der Anteil passiver Investoren über 40%.

<sup>61</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys

Im Innenkreis des folgenden Bildes sind die Ergebnisse für Direct Co-Investments abgetragen und im Außenkreis die Umfrageergebnisse bei Sidecars.

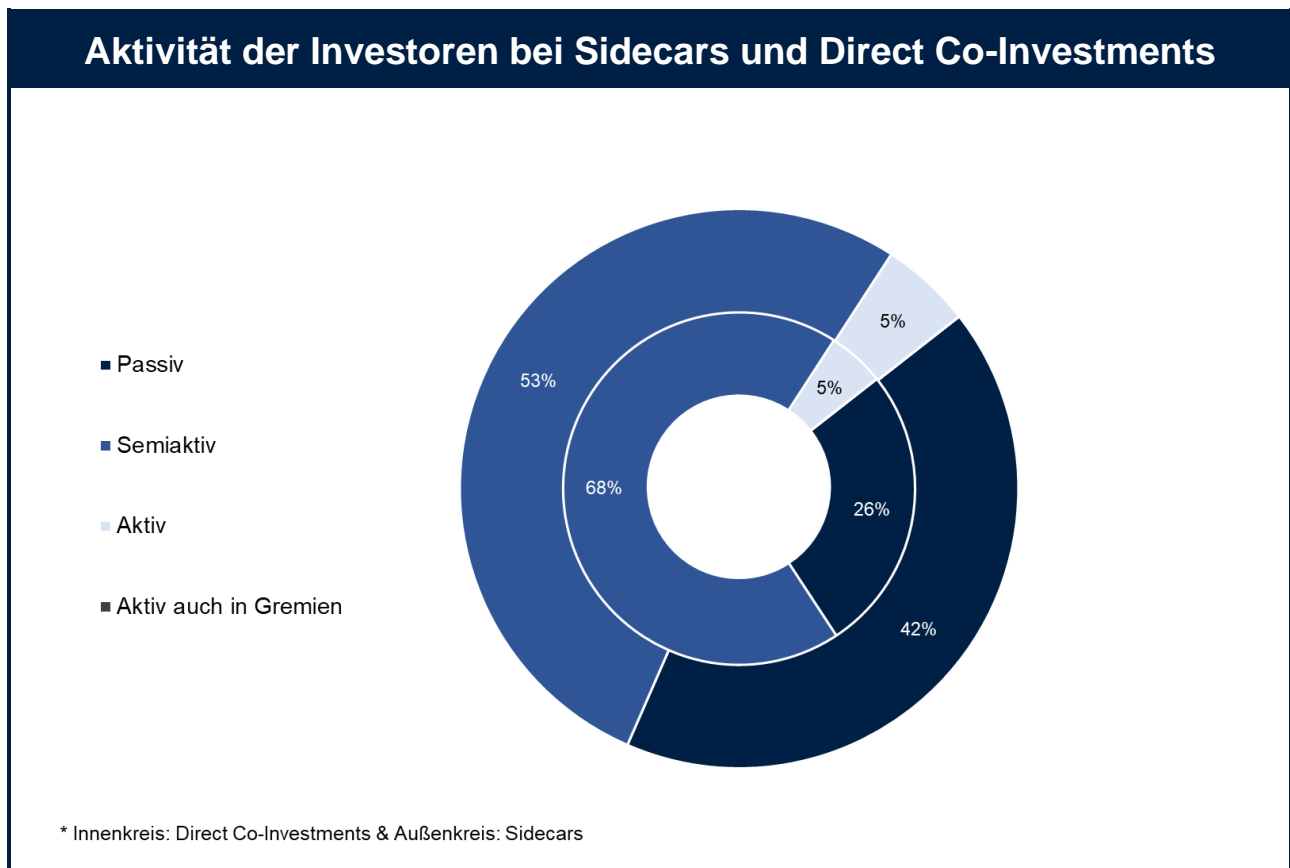


Abbildung 21: Aktivität nach Zugangsform<sup>62</sup>

Sofern deutsche institutionelle Investoren noch nicht in Co-Investments investieren, sehen die befragten Assetmanager hierfür besonders folgende Gründe:

- 1) Unzureichendes Know-How der Investoren zu Co-Investments (75 %)
- 2) Eine kurzfristige Beurteilung von Co-Investment Opportunitäten ist beim Investor nicht möglich (75 %)
- 3) Analysen von Investitionsmöglichkeiten sind für Investoren zu aufwändig und evtl. anfallende Kosten für die Einbindung Dritter (z. B. juristischer Berater) werden vermieden (58 %)

<sup>62</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys

Diese und weniger relevante Gründe sind in folgender Darstellung aufgeführt:

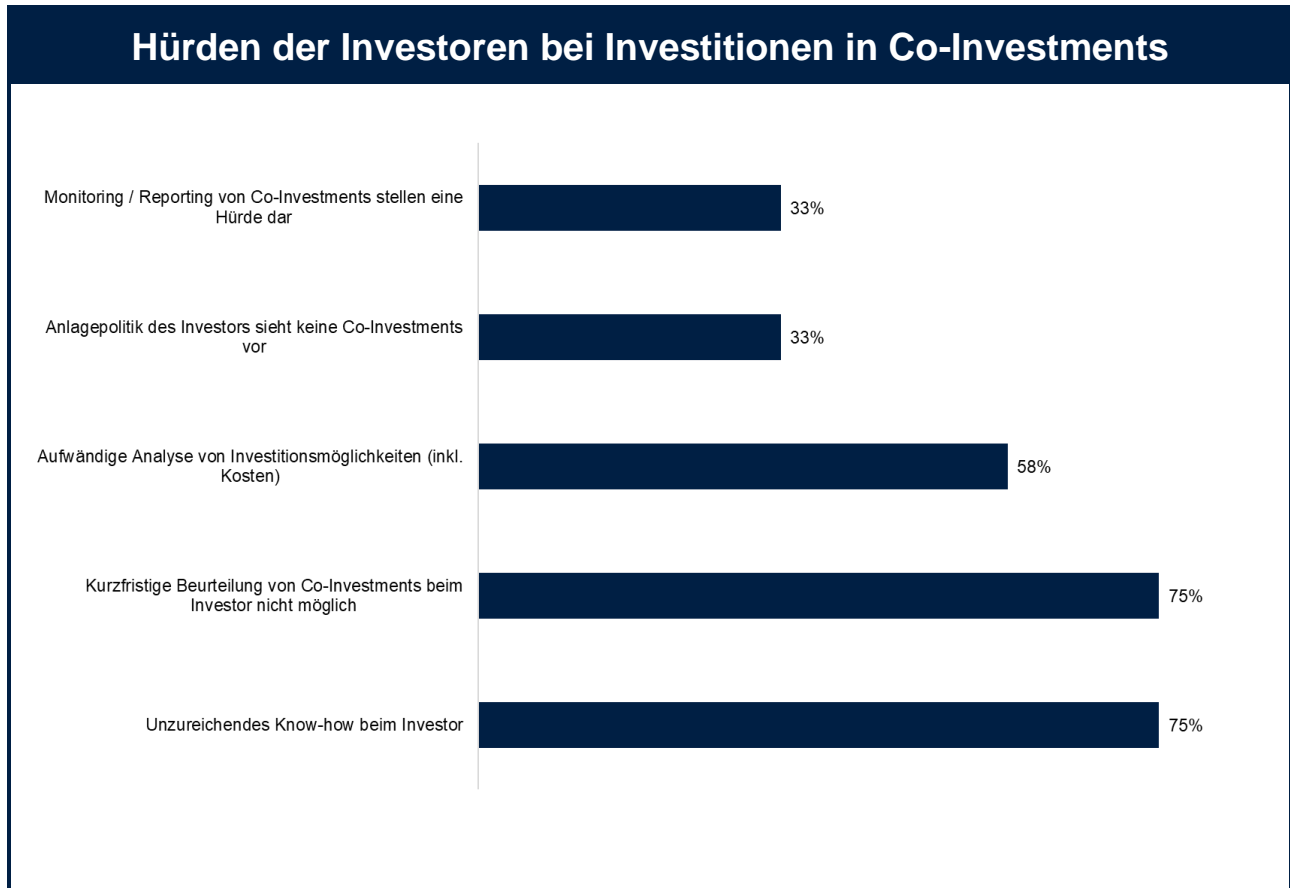


Abbildung 22: Ablehnungsgründe von Investoren<sup>63</sup>.

Entwicklung der globalen Investorennachfrage nach Co-Investments in den vergangenen und in den nächsten zwei Jahren

Die Mehrheit der Assetmanager bestätigen ein großes Wachstum von Co-Investments in der Vergangenheit, sehen aber ebenfalls für die Zukunft einen klaren Wachstumstrend für diese, besonders ausgeprägt für Sidecars und Direct Co-Investments.

Auf die Frage, in welchen Anlageklassen besonders mit einem Anstieg von Co-Investments in den nächsten zwei Jahren zu rechnen ist, antworteten viele Teilnehmer, dass dies gerade im Equity

<sup>63</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys



Bereich erwartet wird, sowohl bei Corporate, Real Estate, aber auch Infrastructure. 86 % gehen darüber hinaus davon aus, dass es ein Wachstum bei Corporate Private Debt Co-Investments geben wird. Für andere Debt Klassen ist die Wachstumserwartung jedoch noch verhaltener.

## Historie und Prognose der Nachfrage nach Co-Investments

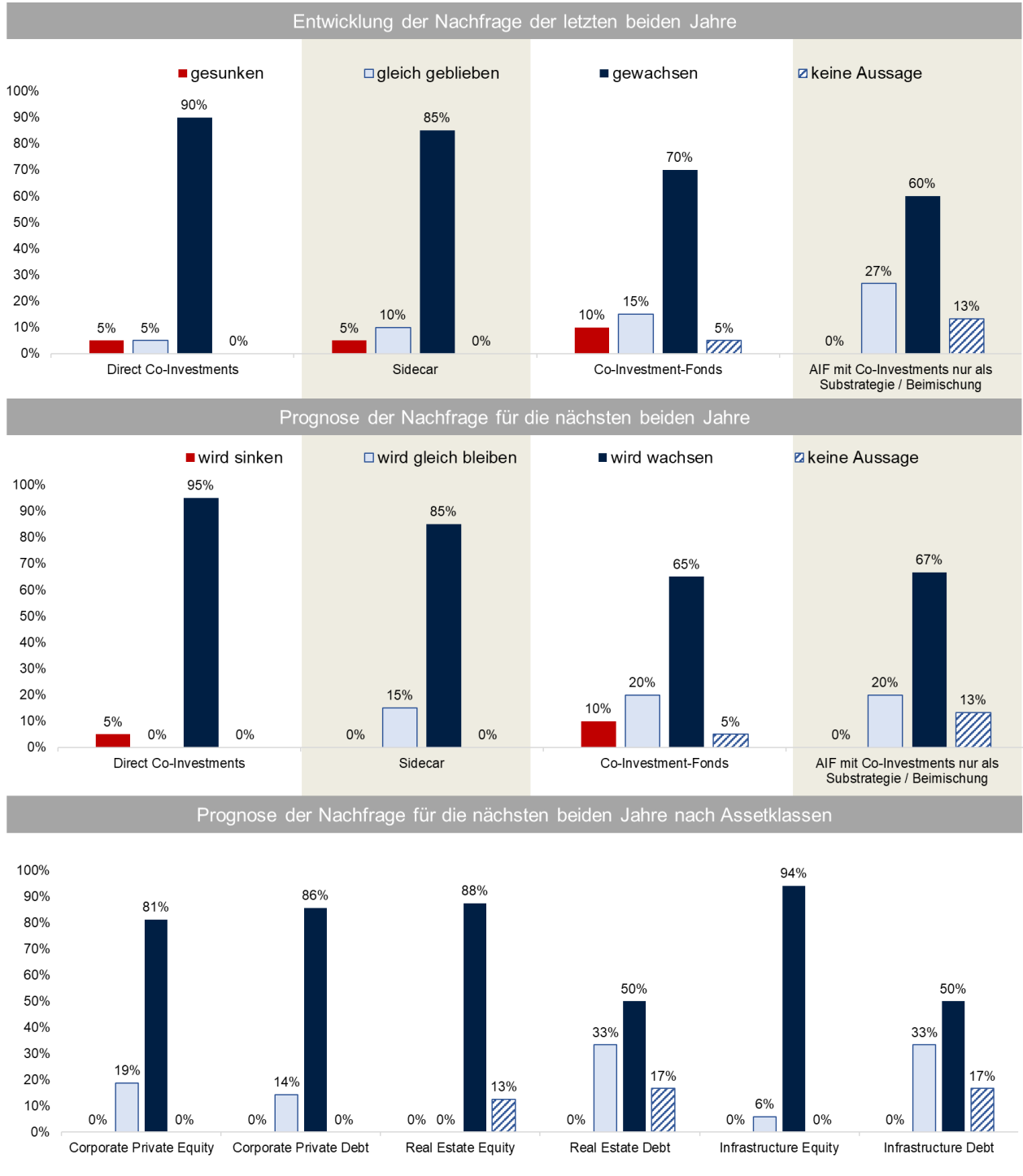


Abbildung 23: Entwicklung der Nachfrage<sup>64</sup>

Hinsichtlich der Sub-Assetklassen, in denen dieser Anstieg für möglich gehalten wird, wurden vor allem folgende genannt:

Entwicklungspotential für Co-Investments	
Übergeordnete Anlageklasse	Sub-Strategie
Corporate Private Equity	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Mid Market Buyouts</li> <li>■ Growth Equity</li> <li>■ Venture Capital</li> </ul>
Corporate Private Debt	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Direct Lending KMU</li> </ul>
Infrastructure (Equity & Debt)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Renewable Energy</li> <li>■ Data Infrastructure</li> <li>■ Senior Infrastructure Debt</li> </ul>
Real Estate (Equity & Debt)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Residential</li> <li>■ Logistics</li> </ul>

Abbildung 24: Potentiale Co-Investments nach Anlageklasse<sup>65</sup>

Aus aktuellem Anlass erfragte der Survey, ob die Covid-19 Pandemie besondere Wirkung auf die Nachfrage nach Co-Investments hat. Die Antworten vieler Beteiligter (81 %) zeigen, dass bereits vor der Corona-Krise die Nachfrage nach Co-Investments gestiegen ist. Ein darüberhinausgehender Nachfragenstieg bedingt durch den Ausbruch der Pandemie ist hingegen nicht zu beobachten.

Mit verstärkten Investitionen in Co-Investments stellt sich die Frage, zu Lasten welcher anderer Assetklassen dieser Anstieg geht. Die Auswertung der Umfrage lässt hier vermuten, dass Co-Investments mit einer Reduzierung traditioneller Anlagen (also Aktien und Renten) einhergehen, weniger hingegen zu einer Substitution in derselben alternativen oder von anderen alternativen Anlageklassen führen.

<sup>64</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys

<sup>65</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys

## Renditetreiber und Gebühren für Co-Investments

Besonders niedrigere Gebühren (aus Sicht von 80 % der Befragten), aber auch das geringere Blindpoolrisiko (48 %) werden als Renditetreiber bei Co-Investments aufgezählt. Genannt werden zudem Vorteile durch die aus Sicht der Anleger schnellere Investierbarkeit und auch durch die zielgerichtete Selektion bzw. Übergewichtung renditestarker Investitionen (je 44 %).

Sowohl für Sidecars, aber auch Co-Investment-Fonds bestätigt das Ergebnis der Umfrage, dass Management Fees ebenso wie auch Carry für Co-Investments geringer sind als bei klassischen Fonds ohne Co-Investments (Einschätzung von rd. 70 % resp. 60 % der Teilnehmer für Management Fee resp. Performance Fee). Die folgende Grafik fasst die Ergebnisse des Surveys insbesondere bezüglich der Gebühren, aber im Falle von Sidecars auch hinsichtlich von Mitwirkungsrechten zusammen.

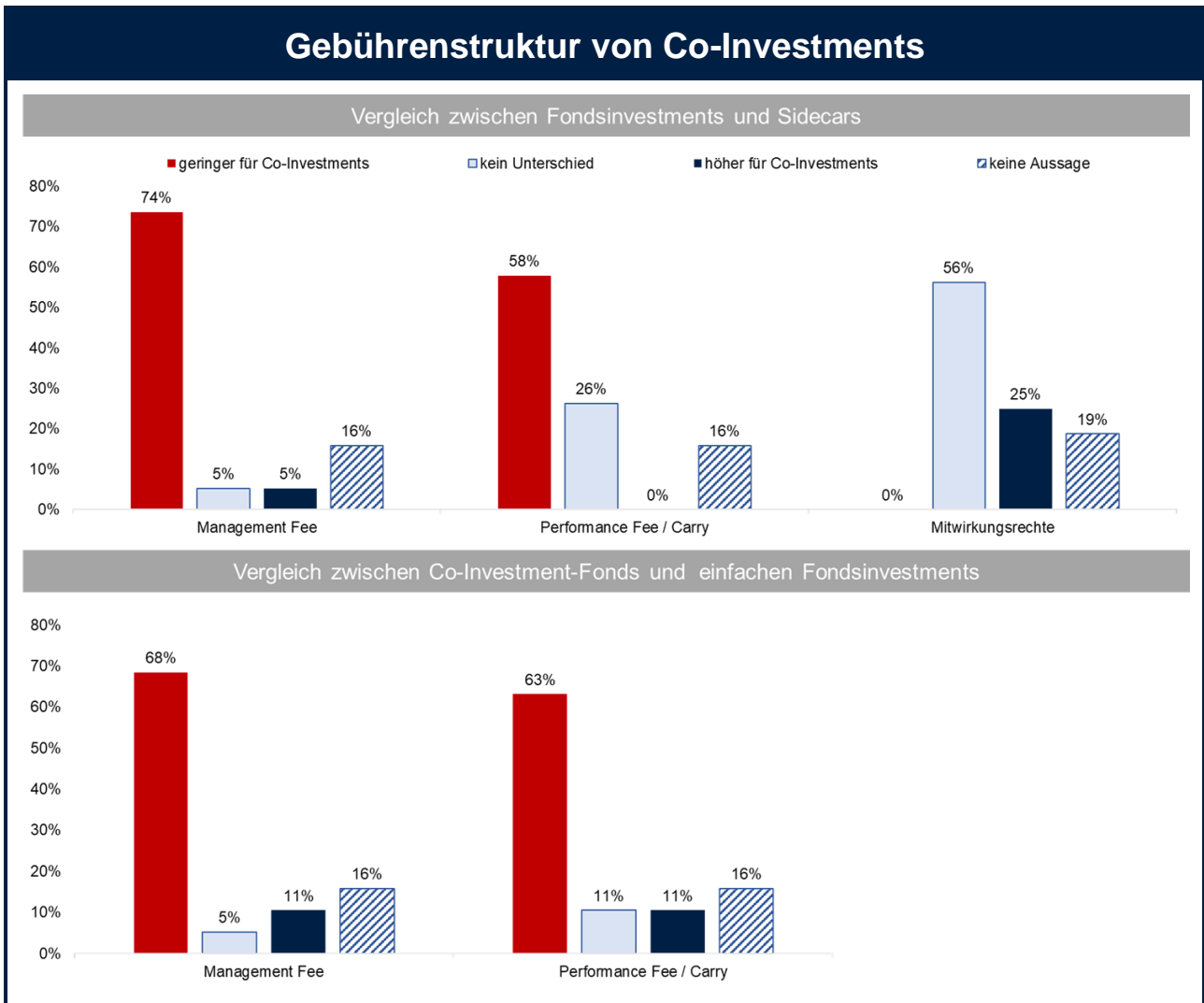


Abbildung 25: Gebühren<sup>66</sup>

## Marktvolumen von Co-Investments

Wie bereits zuvor ausgeführt gibt es kaum empirische Daten für Co-Investments. Der BAI nahm dies zum Anlass, die teilnehmenden Co-Investment-Experten die Marktvolumina schätzen zu lassen. Für keine Anlageklasse wird der prozentuale Anteil von Co-Investments an den gesamten globalen Investitionen in einer Assetklasse bei mehr als 30 % gesehen. Die Erwartungen pro Anlageklasse liegen überwiegend zwischen 5 und 10 %, bei Equity tendenziell höher als bei Debt. Die Grafik geht auf die Ergebnisse in Form von Histogrammen je Assetklasse weiter ein.

<sup>66</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI-Co-Investment Suveys

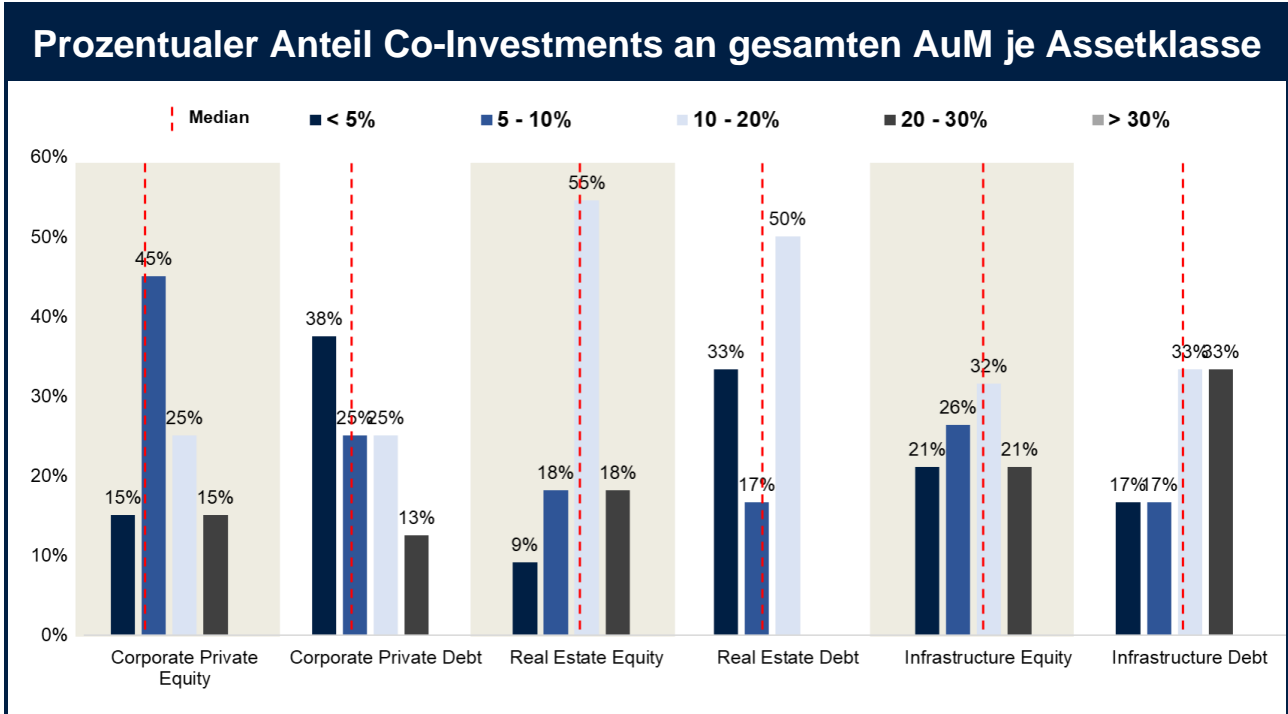


Abbildung 26: Anteilsschätzungen nach Anlageklassen<sup>67</sup>

### Transaktions-Charakteristika von Co-Investments

Transaktionsgrößen variieren mit dem Zugangsweg. Einzelne Direct Co-Investments und Sidecar Investments liegen auf Basis des Surveys sowohl bei institutionellen Investoren als auch bei Co-Investment-Fonds häufig im Bereich EUR 10–25 Mio. Bei Co-Investments-Fonds sind zudem Direct Co-Investments in der Bandbreite EUR 25–50 Mio. und vereinzelt Transaktionen mit höheren Volumina üblich.<sup>68</sup>

<sup>67</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys

<sup>68</sup> Eine frühere Analyse von Cambridge Associates (2019), S. 3 kam abweichend zu folgenden Ergebnissen: Rd. die Hälfte der Co-Investments wurde mit einem Betrag zwischen USD 1–5 Mio. getätigt, je 30 % mit Beträgen zwischen USD 5–15 Mio. resp. über USD 15 Mio. und immerhin rd. 20 % mit weniger als einer Mio. USD.



## Größenordnungen einzelner Co-Investments

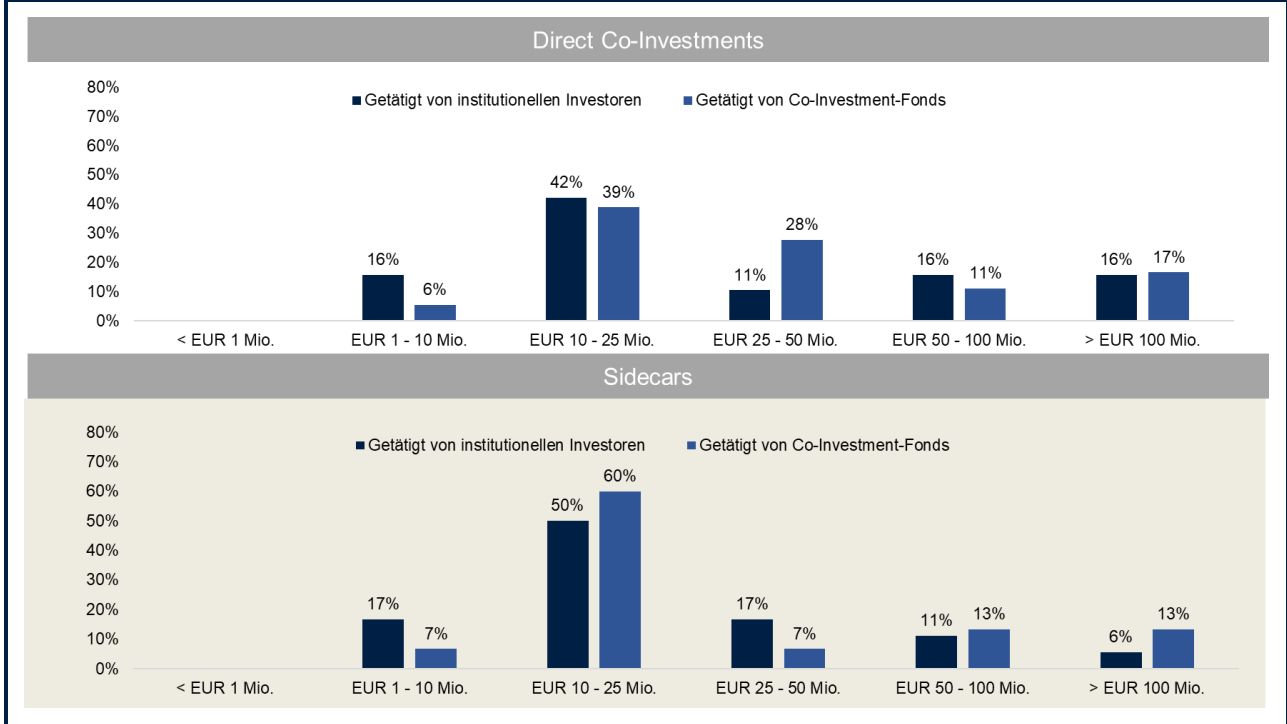


Abbildung 27: Transaktionsgrößen nach Zugangswegen<sup>69</sup>

Die Transaktionsgrößen variieren auch in Abhängigkeit der Anlageklasse. Umfangreiche Einzelinvestments z.B. bei Infrastructure Equity Investments durch Co-Investment-Fonds bewegen sich sogar im Bereich EUR 50–100 Mio.<sup>70</sup>

In der folgenden Darstellung sind zudem die Verteilungen der Transaktionsgrößen als Histogramm der jeweiligen Assetklasse dargestellt. Die gestrichelte rote Linie zeigt hierbei jeweils den Median der Verteilungen an. Für die Interpretation relevant ist, dass die meisten Teilnehmer in den Assetklassen Corporate Private Equity sowie Infrastructure Equity aktiv sind. Somit erscheinen diese Ergebnisse am aussagekräftigsten. Beispielsweise gaben 40 % der Teilnehmer, die in Corporate Private Equity Co-Investments aktiv sind, an, größtenteils Transaktionen zwischen EUR 10-25 Mio. zu sehen.

<sup>69</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys

<sup>70</sup> Infrastructure Debt lieferte aufgrund einer geringeren Datenbasis keine hinreichend aussagekräftigen Ergebnisse und wird daher zwar in Bild 30 aufgeführt, aber im Text nicht berücksichtigt.

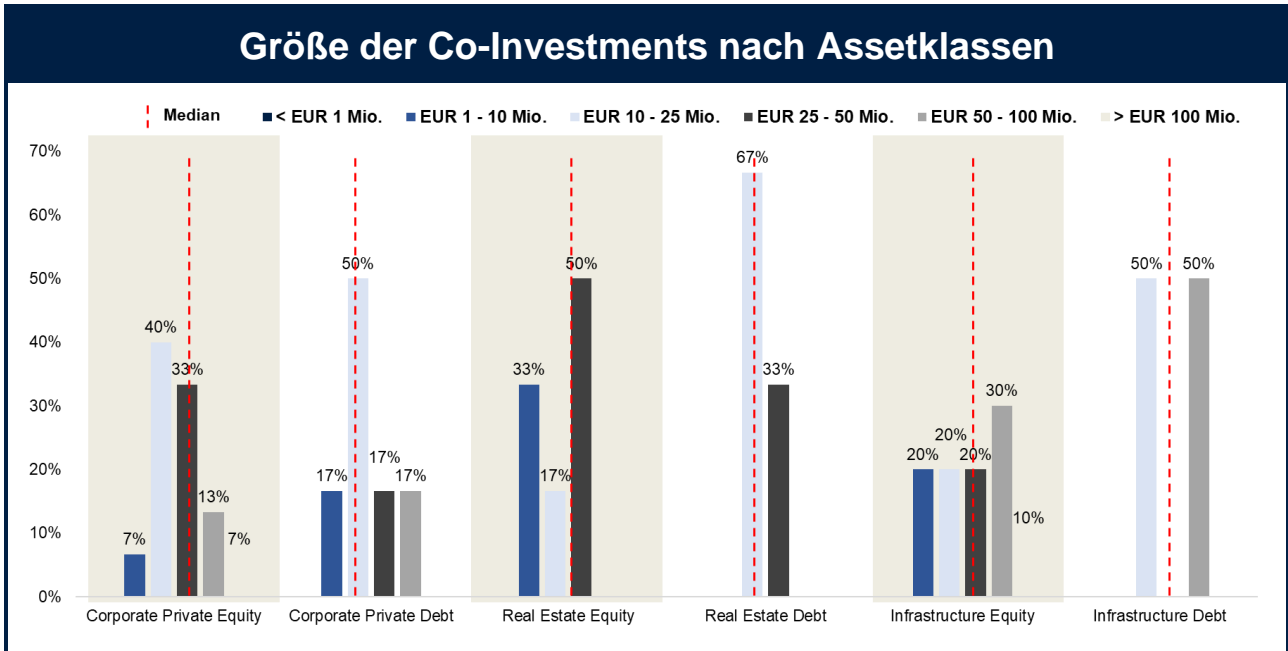


Abbildung 28: Transaktionsgrößen nach Anlageklassen<sup>71</sup>

Der Prozess vom Angebot bis zum Closing eines Co-Investments dauert für Equity-Transaktionen in den meisten Fällen zwischen 4 bis 6 Wochen (55 % der in Sidecars und Corporate Private Equity aktiven Teilnehmer bestätigten diese Dauer). Für Direct Equity Co-Investments berichten Umfrageteilnehmer auch Zeiträume von mehr als 6 Wochen. Anders sieht es bei Debt-Co-Investments aus, wo neben der vorgenannten Frist auch kürzere Zeiträume von 2–4 Wochen für diesen Prozess auftreten.

<sup>71</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys

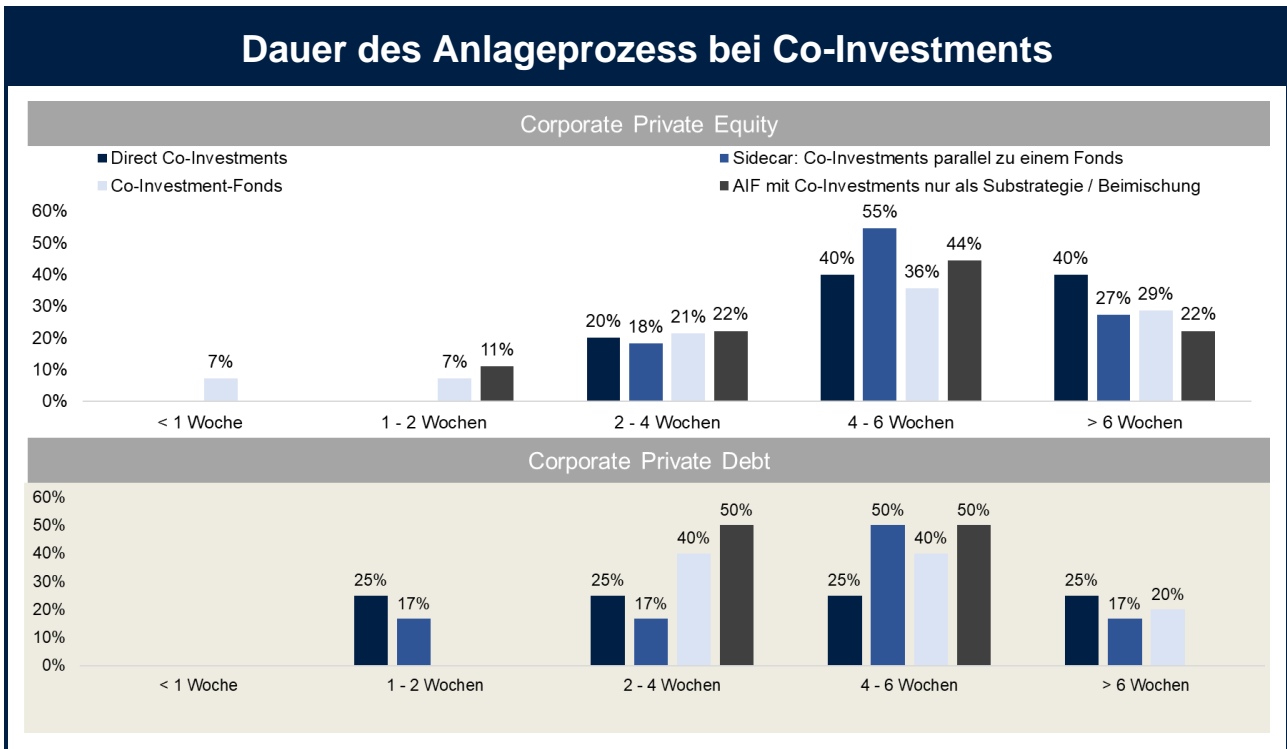


Abbildung 29: Investitionsgeschwindigkeit<sup>72</sup>

Die Anzahl der Co-Investments, die den GPs des Surveys pro Jahr angeboten werden, schwankt in Abhängigkeit von der Anlageklasse. In den Bereichen Real Estate und Infrastructure Debt sind sie eher seltener. Für Real Estate Equity werden meist 25–50 Angebote pro Jahr genannt, für Corporate Private Debt und Equity je eher 100–300. Bei der für Co-Investments etabliertesten Anlageklasse Corporate Private Equity wird der Wert 300 mitunter auch überschritten. Natürlich gilt, dass die Anzahl an Transaktionen von der strategischen Ausrichtung des GPs abhängt, wodurch die Ergebnisse nur relativ vergleichbar sind.

Nicht nur das Dealsourcing ist entscheidend, sondern letztlich die Häufigkeit des Abschlusses einzelner Transaktionen. Diese Realisationsquote liegt auf Basis der Umfrage nie über 15 %, sondern oft bei rd. 5 - 7 %. Dieses Ergebnis zeigt, dass bei den Assetmanagern hinreichende Kapazitäten für den Selektionsprozess vorgehalten werden müssen und es immer wieder gute Gründe gibt, bestimmte Co-Investments nicht weiterzuverfolgen. Zugleich spielt aber auch der Marktwettbewerb eine entscheidende Rolle, denn gute Investitionsoportunitäten sind in allen

<sup>72</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys

Anlageklassen weiterhin hoch kompetitiv. Entsprechend ist im Einzelfall abzuwägen, welches Transaktions-Pricing zur Erlangung einer angemessenen Rendite maximal akzeptabel ist. Das folgende Diagramm fasst zunächst die Verteilung der Größe der Transaktionsofferten für die Assetklassen als Histogramme (auf der Primärachse) zusammen. Auf der Sekundärachse sind die gewichteten durchschnittlichen Realisationsquoten der Teilnehmer abgetragen. Diese stellen aufgrund der Fragestruktur eine lineare Approximation dar.

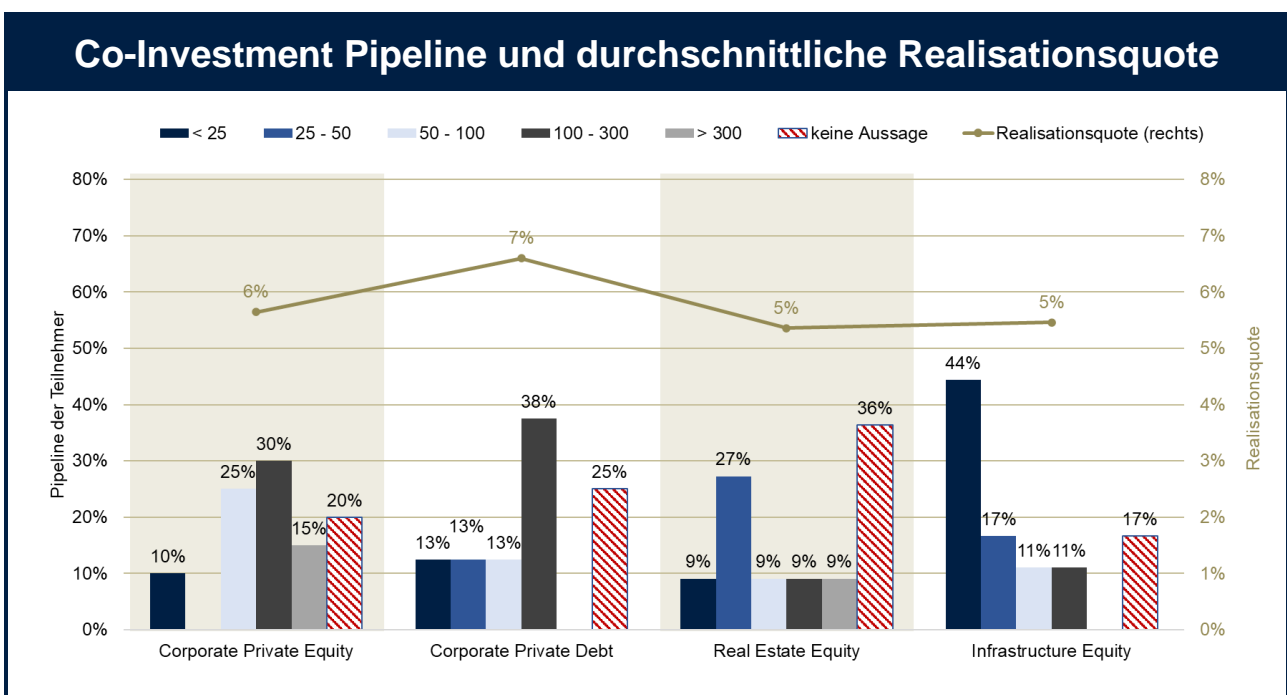


Abbildung 30: Angebotsfrequenz und Realisationsquoten<sup>73</sup>

<sup>73</sup> Quelle: Eigene Darstellung auf Basis des BAI Co-Investment Surveys

## 10 Investoreninterviews zu Co-Investments

Zum Verständnis der vielseitigen Einsatzmöglichkeiten von Co-Investments bei institutionellen Investoren, hat der BAI im August/ September 2020 exemplarisch drei Experten großer deutscher Anleger befragt, die Einblick in Gründe für Co-Investments gaben, aber auch zentrale Hindernisse, benannten. Die Ergebnisse sind in anonymisierter Form in diesem Kapitel zusammengefasst.

Die Sicht deutscher institutioneller Investoren zu Co-Investments wird darüber hinaus noch weiter im Herbst 2020 im BAI Investor Survey adressiert und dann gesondert veröffentlicht.

### 10.1 Perspektive einer deutschen Pensionseinrichtung auf Sidecar Co-Investments

#### Einordnung und Überblick über Sidecar Co-Investments

In Gespräch mit dem ersten Experten einer größeren deutschen Pensionseinrichtung, wurde zunächst der Einsatz von Co-Investments, in Bezug auf Assetklasse und Form, erläutert. Der Investor verfügt über eine ca. fünfjährige Erfahrung mit Co-Investments, bisher vorrangig Co-Investments im Bereich Infrastruktur mit einem festen Partner – GP –, bei dem der Investor ebenfalls am Primary-Fonds beteiligt ist. Hierbei werden großen Investoren des Primary-Fonds zusätzlich Co-Investment-Rechte angeboten. Gemäß der Definitionen in Kapitel 2 handelt es sich entsprechend um einen Sidecar Co-Investor, der die Möglichkeit zu zusätzlichen Minderheitsbeteiligungen an ausgewählten Einzeltransaktionen, die der Primary-Fonds nicht (allein) aus eigenen Mitteln tätigen kann, erhält.

#### Ablauf des Co-Investments im Investitionsprozess

Vor dem Signing der Verträge mit der Zielgesellschaft werden dem Investor ein Exposé sowie eine kurze Zusammenfassung der Due Diligence unterbreitet. Auf dieser Grundlage kann sich der Anleger entscheiden, an der Einzeltransaktion als Co-Investor, parallel zum Primary-Fonds, zu investieren oder dies abzulehnen. Der Investor hat weder Mitspracherechte bei der Ausgestaltung der Verträge, noch ist er später in die operative Verwaltung der Assets involviert. Er ist gemäß der Klassifizierung in Kapitel 3 entsprechend ein semi-aktiver Anleger.

Besonders der Faktor Zeit ist für Co-Investments entscheidend. Von der Unterbreitung des Angebots bis hin zur Investitionsentscheidung hat der Investor oftmals nur weniger als zwei Wochen Zeit. Er erhält im Jahr 3 - 5 Angebote für Co-Investments, wovon er bisher zwei Co-Investments im Volumen

von je ca. 75 Millionen EUR getätigt hat. Dabei handelte es sich bisher um Infrastructure Equity Investments im Brownfield / Core – Segment. Die Angebote ergeben sich vorwiegend aus Situationen, in denen das benötigte Investitionsvolumen die Limits des Fonds überschreitet, der Fonds die Transaktion aber dennoch tätigen möchte.

## Chancen und Herausforderungen von Sidecar Co-Investments

Normalerweise gibt es aus Erfahrung des Investors eine „no fee, no carry“ Policy, wenn parallel zu einem Fonds investiert wird. Teilweise wird aber auch eine geringe Management Fee erhoben in Höhe von ca. 30 – 50 bps. Letztlich seien aber nicht die geringeren Gebühren entscheidender Grund für die Partizipation an Co-Investments. Für den Investor ausschlaggebend seien vielmehr erheblicher Anlagedruck und insbesondere vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfeldes hohe Dry Powder Bestände. Die Beteiligung an Co-Investments biete für ihn eine Möglichkeit zur Übergewichtung attraktiver Investitionsoportunitäten im Portfolio, wobei auch ESG-Aspekte von immer größerer Bedeutung sind. Der mögliche Verlust an Diversifikation sei bei besonders großen Investoren eher von nachrangiger Bedeutung.

Aus den vorgenannten Gründen wird der Investor zukünftig weitere Co-Investments tätigen. Er geht zudem insgesamt von einer steigenden Nachfrage seitens institutioneller Investoren nach dieser Anlageform aus.

Der Investor räumte jedoch ein, dass sich nicht jeder institutionelle Anleger als potenzieller Co-Investor eigne. Besonders entscheidend sei, dass Anleger über fundierte Kenntnis und langjährige Erfahrung in der zugrundeliegenden Asset Klasse verfügten, um die jeweiligen Co-Investments auch kurzfristig bewerten zu können. Dies sei selbst bei einer passiven Involvierung des Investors im Prozess entscheidend. Ferner müssten interne Prozesse angepasst und vor allem beschleunigt werden, um innerhalb weniger Wochen eine Investitionsentscheidung treffen zu können.

## 10.2 Perspektive eines deutschen Versicherungsunternehmens auf Direct Co-Investments

### Direct Co-Investments als Portfolioergänzung

Der befragte Investor hat schon seit vielen Jahren Erfahrungen mit Co-Investments und ist nicht nur in Direct Co-Investments (auch als Club-Deal bezeichnet) investiert, sondern auch in Sidecars. Aktuell ist er an vier Infrastruktur Direct Co-Investments jeweils in einer Größenordnung von EUR



20–50 Mio. mit Laufzeiten von 7–15 Jahren beteiligt. Insbesondere die schnellere Investierbarkeit im Vergleich zu Fondsinvestments sei hierfür Motivation. Weiterer Vorteil sei, dass kein Blindpool-Risk bestehe, sondern volle Transparenz hinsichtlich der wesentlichen Risikodeterminanten und dass zudem i.d.R. zu geringen Kosten als bei Fondsvehikeln investiert werden kann.

Nach seiner Erfahrung initiieren Direct Co-Investments entweder Assetmanager oder sonst auch Banken oder andere Intermediären auf Deal-by-Deal-Basis. Üblicherweise gehen diese bei der Due Diligence sowohl hinsichtlich der Durchführung als auch der Kosten in Vorleistung. Der Investor lässt sich die Due Diligence Ergebnisse geben, fertigt aber häufig auch zusätzliche Szenarioanalysen an. Für die Entscheidungsfindung hat der Investor in der Regel 6–12 Wochen Zeit. Ob und ab wann ein Investor an Kosten der Vertragsanbahnung pro rata beteiligt wird, ist von Transaktion zu Transaktion unterschiedlich. In der Regel üblich ist jedoch, dass der Anleger bei sehr fortgeschrittenen Transaktionen an den Kosten auch dann beteiligt wird, falls der Deal nicht zustande kommt. Während der Laufzeit des Investments kann der Investor ggf. wie bei einem Fondsvehikel eher passiv agieren, falls die laufende Betreuung vom Initiator geleistet wird (mitunter auch für eine geringe, auch von den anderen Investoren zu zahlende Gebühr).

## Besonderheiten von Direct Co-Investments

Für ein gutes Verhältnis der Co-Investoren untereinander sei insbesondere Erfahrung und Verlässlichkeit aller Beteiligten ausschlaggebend, denn ein Abspringen von Investoren kurz vor Vertragsschließung ist für alle übrigen Transaktionsbeteiligte massiv nachteilig und gefährdet den Transaktionsabschluss. Wichtig sei zudem ein Interessengleichlauf zur Einschätzung von Risiken und zur Ausschüttungspolitik. Der befragte Anleger z. B. präferiert stabile, regelmäßige Erträge anstelle von Thesaurierungen.

Aufgrund der höheren Visibilität der Kapitalgeber werden nach Aussage des Experten Reputationsrisiken beim Eingehen der Transaktion, aber auch fortlaufend eingehend geprüft. Bestimmte Investitionsklassen wie z. B. Private Equity Turnaround sind vor diesem Hintergrund explizit für Club Deals unter seiner Beteiligung ausgeschlossen.

Der Investor plant zukünftig weitere Co-Investments, wobei es keine gesonderte Präferenz für Sidecars oder Direct Co-Investments gibt. Welche Form gewählt wird, ist einzig von der Attraktivität von angebotenen Opportunitäten abhängig. Der Anleger kann sich dabei vorstellen, zukünftig auch Investitionen von mehr als EUR 50 Mio. zu tätigen.

## 10.3 Perspektive eines anderen deutschen Versicherungsunternehmens auf Co-Investment-Fonds

### Der Weg zu Co-Investment-Fonds

In einem weiteren Experteninterview befragte der BAI einen institutionellen Investor zum Thema Co-Investment-Fonds. Der Weg in Co-Investment-Fonds war – so der Anleger – ein Entwicklungsprozess begonnen mit einer langjährigen Erfahrung im Bereich Private Equity, zunächst über Dachfonds, später über Single Fonds und nun seit einiger Zeit auch über Co-Investment-Fonds in dieser Anlageklasse.

### Co-Investment-Fonds im Investitionsprozess

Wie bei jedem anderen Fondsprodukt weist auch der Co-Investment-Fonds ein sogenanntes „Blindpool-Risk“ auf. Somit ist auch hier die Selektion des Managers für unseren Experten von entscheidender Bedeutung. Aus der Sicht des Investors durchlaufen Assetmanager in der Regel einen natürlichen Erfahrungszyklus beginnend mit Co-Investments als Beimischung, die sich über verschiedene Fondsgenerationen erhöht. Letztlich muss der Manager einen hinreichend langen, positiven „Track Record“ aufweisen. Hierbei betrachtet der Anleger nicht nur die Performance vergleichbarer früherer Fonds, sondern auch die Kontinuität des oberen Managements sowie nachgelagerter Abteilungen, u.a. Reporting und Backoffice. Bei der Selektion berücksichtigt werden ebenfalls Erfahrungen anderer Investoren, die in etwaige Vorgängerprodukte investiert waren. Zudem kontaktiert der Investor GPs von vergangenen Co-Zielinvestments, die der Manager getätigt hat.

Bezüglich des Sourcings ist aus Investorensicht entscheidend, dass der Manager darlegen kann, dass er nicht von wenigen GPs abhängig ist, sondern über ein breiteres Netzwerk verfügt. Co-investment-Fonds tätigen aus seiner Sicht jeweils 15 bis 20 Co-Investments mit einer Laufzeit von 5 bis 10 Jahren. An einem Fonds seien im Schnitt ca. 5 bis 10 institutionelle Investoren beteiligt. Die Vorgaben für den Manager sollten in den Anlagerichtlinien nicht zu restriktiv formuliert sein, da besonders Co-Investments von besonderen Situationen leben. Dabei komme es nicht auf einzelne Sektoren an, sondern vielmehr auf die Situationen, in der ein Lead-Investor einzelne Transaktionen – z. B. aufgrund von Länder- oder Größenrestriktionen – nicht allein tätigen kann. Der Investor selbst ist bei den Co-Investment-Fonds nur passiv involviert und erhält ein Reporting wie auch bei jedem anderen Alternative-Investment-Fonds.

## Chancen und Herausforderungen von Co-Investment-Fonds

Wesentliche Argumente für Co-Investment-Fonds sind die Geschwindigkeit, in welcher der Fonds die Mittel investiert, sowie die geringeren Kosten im Vergleich zu Dachfonds, bei denen es zu einer Doppelbelastung durch die Kosten des Dachfonds und zusätzlich des Zielfonds kommt. Allerdings müsse man als institutioneller Investor mögliche Doppelallokationen und somit ein etwaiges „Klumpenrisiko“ beachten, sofern man in verschiedene Co-Investment-Fonds investiert ist.

Auch wenn Co-Investments aus den genannten Gründen attraktiv sind, hinterfragt der Experte Co-Investments zugleich grundsätzlich:

*„Sollten GPs, die einzelne Investments nicht allein tätigen können bzw. dürfen (z. B. durch Limits für Länder oder Transaktionsgrößen), diese Transaktionen überhaupt in Form von Co-Investments durchführen, oder kann hierin möglicherweise eine Überschreitung des Mandats gesehen werden?“*

Trotz dieser grundlegenden Frage überwiegen für den Anleger die Vorteile von Co-Investment-Fonds, da das Kapital schnell investiert werden kann und die Kostenvorteile ein wesentlicher Renditetreiber sind. Sidecars oder Direct Co-Investments nutzt der Experte nicht, da insbesondere die für direkt Co-Investments erforderliche Geschwindigkeit in den internen Prozessen oft nur schwer darstellbar ist.

Laut seiner Aussage sei es durchaus Usus geworden, dass jeder Investor zusätzliche Co-Investment-Rechte bei der Zeichnung der Fonds erhalten möchte. Da aber nur ein Bruchteil diese auch wirklich ausüben könne, sei hier letztlich weder dem Investor noch dem GP geholfen. Ein klares „Nein“ sei ehrlicher als ein „unsicheres Ja“.

Aufgrund des Anlagedrucks, dem institutionelle Investoren ausgesetzt sind, und den Vorteilen, die Co-Investments mit sich bringen, bestätigt der Investor, dass er nach den positiven Erfahrungen bei Corporate Private Equity demnächst auch Co-Investment-Fonds im Bereich Infrastructure Equity prüfen wird. Co-Investments werden insgesamt nach Meinung des Experten Primaries auf dem Markt nicht verdrängen, aber als Ergänzung des Anlageuniversums wohl weiter an Beliebtheit gewinnen.

## 11 Rechtliche und steuerliche Aspekte

### Rechtliche Aspekte

Das Recht, über Co-Investments investieren zu können, erwirbt der Investor bei Sidecars entweder, wenn es im Subscription Agreement bzw. Limited Partnership Agreement oder einem gesonderten Side Letter bei Zeichnung des Fonds mit dem GP vereinbart wird. Erst genannte Alternative bietet sich an, wenn alle LPs gleichbehandelt werden, letztere ist eher bei differenzierter Behandlung der LPs sinnvoll.<sup>74</sup> Es handelt sich um Interessensbekundungen der Investoren, die aber nicht dazu verpflichten, tatsächlich auch in Co-Investments zu investieren.

Für Sidecars werden i.d.R. gesonderte Co-Investment Vehikel (SPV), häufig mit separaten „Compartments“ pro Investor, aufgesetzt. Hierbei sind gerade Offenlegungspflichten, Allokationsregelungen hinsichtlich des Gewinns aber ebenso hinsichtlich von Kosten (insbes. Gebühren Dritter) sowie auch Vereinbarungen im Falle von Unstimmigkeiten zwischen LPs und Asset Manager von zentraler Bedeutung. Entsprechend zu klären sind Stimmrechte sowie auch Managementverantwortlichkeiten. Um die in Kapitel 7 erläuterten Interessenkonflikte bestmöglich zu vermeiden sollte es Ziel sein, das Co-Investment-Vehikel mit ähnlichen „Governing Documents“ zu strukturieren wie den parallelen Fonds.<sup>75</sup>

Vor dem Aufsetzen eines Co-Investment-Vehikels ist zu entscheiden, ob die Klassifizierung des Vehikels als Alternative Investment Fund (AIF) angedacht ist (oder sonst als „normale“ Gesellschaft). Denn in diesem Fall muss der GP über eine AIFM Autorisierung verfügen. Relevante Faktoren sind dabei u.a., von wem das Vehikel Kapital zur Verfügung gestellt bekommt und welche Funktion Co-Investoren im bzw. für das Vehikel übernehmen.

Um auf attraktive Co-Investment Opportunitäten flexibel reagieren zu können, ist es für LPs und GPs empfehlenswert, frühzeitig mit dem Aufsetzen des Co-Investment-Vehikels zu beginnen.

Eine typisches Sidecar Agreement für das Aufsetzen des Co-Investment-Vehikels umfasst u.a. folgende Inhalte:<sup>76</sup>

- Definition von Sponsor Fund, Co-Investor und Ziel-Investments.

<sup>74</sup> Jesch; Striegel; Boxberger (2020), S.180

<sup>75</sup> Valente (2020), S.2

<sup>76</sup> Devlin; Mallon; Nathwani (2017): S. 42–43. Spezifische Definitionen von Co-Investment-Vehikeln von ESMA und CSSF existieren nicht.

- Vereinbarung zur Finanzierung des Vehikels. Für Investoren sind in diesem Kontext insbesondere auch alle Vereinbarungen relevant, die ggf. zukünftige Nachschusspflichten regeln und umso mehr die Konsequenzen, falls z. B. einer der Co-Investoren einer solchen Verpflichtung nicht nachkommt.
- Laufzeit und Regelungen bei vorzeitiger Beendigung des Vehikels (z.B: bei Einstellen des Geschäftsbetriebes des GP oder im gegenseitigen Einvernehmen).
- Festlegung des Eintrittstermins des Co-Investors in das Vehikel.
- Regelungen zu Management Fee und Carried Interest (Berechnungsmodus und Fälligkeiten).
- Klauseln zur Verwendung des Gewinns bzw. zur Reihenfolge der entsprechenden Zahlungen an GP und Co-Investoren („Waterfall“ unter Berücksichtigung z. B. auch von Hurdle Rates und Catch-up oder ggf. noch ausstehender Zahlungen von Co-Investoren bei erforderlichen Nachschüssen).
- Etwaiger Ausschluss des GPs im unverschuldeten (z. B. wenn der GP nicht mehr Sponsor des Fonds sein sollte) oder verschuldeten Falle (z. B. bei Betrug).
- Höchstbetrag, Verwendungszweck und Allokation der Fondskosten auf GP und Co-Investor (und ggf. auch den parallelen Fonds).
- Schutzklauseln zu Gunsten des Co-Investors z. B. zur Sicherstellung des Gleichlaufs zwischen Fonds und Co-Investment Vehikel.
- Rechte/ Pflichten möglicher weiterer Co-Investoren, entsprechend auch Schutzklauseln zu Gunsten des Co-Investors in Bezug zu anderen Co-Investoren (z. B. „most favored nation“ clause).
- Verwässerungsschutz („Anti-Dilution“)<sup>77</sup>, der eine Verschlechterung der Position eines Co-Investors z. B. durch die spätere Aufnahme weiterer Co-Investoren ausschließt.
- Regelungen zum Advisory Board etc., somit Mitentscheidungsrechte des Co-Investors.

---

<sup>77</sup> Jesch; Striegel Boxberger (2020), S.182



- Informationsansprüche des Co-Investors sowohl bezüglich des Vehikels als auch der Zielinvestments.
- Regelungen für die Veräußerung der Zielinvestments. Hierzu zählen z. B. Vorkaufsrechte oder auch sog. „tag-along“ oder „drag-along“ Klauseln.<sup>78</sup>
- Vereinbarungen zur Liquidation des Co-Investment Vehikels.<sup>79</sup>

Die Ausgestaltung dieser Punkte hängt stark vom Grad der Involvierung des Investors ab. Aktive Investoren werden z. B. deutlich stärkeren Wert auf umgehende und vollständige Informationen über das Zielinvestment während der gesamten Investitionszeit legen und sich ggf. auch berechtigen lassen, direkt mit dem Management des Zielinvestments sprechen zu können etc.

Maßgeblich ist auch die Anteilshöhe: werden Co-Investments als Minderheitsanteil erworben, ist gerade auf die Ausgestaltung der Minderheitenrechte zu achten. Hierbei zu prüfen ist zudem, ob die vorgesehenen „Minority Rights“ überhaupt in dem jeweiligen Land juristisch durchsetzbar sind.<sup>80</sup>

Letztlich ist zu analysieren, wie weit die Rechte des Co-Investors gehen dürfen, damit er den rechtlichen Status „Limited“ Partner nicht verliert.<sup>81</sup>

## Steuerliche Aspekte

Das Aufsetzen einer Co-Investment Struktur bedarf einer gründlichen Analyse steuerlicher Implikationen in Abhängigkeit von Sitz und Ausgestaltung des Co-Investment-Vehikels, wobei gerade auch die Steuertransparenz (Durchsicht) relevant ist. Eine solche steuerliche Analyse ist auch im Falle direkter Co-Investments ratsam, um die Besteuerungswirkung einzelner Einkunftsarten (laufende Erträge und einmalige Veräußerungserlöse) bestmöglich zu antizipieren.<sup>82</sup>

---

<sup>78</sup> tag-along: (Optionales) Mitverkaufsrecht eines Gesellschafters, sofern ein anderer Gesellschafter die Veräußerung seines Anteils plant; drag-along: Mitverkaufspflicht eines Gesellschafters, sofern ein anderer Gesellschafter seinen Anteil verkauft

<sup>79</sup> Greenberger (2007), S.57

<sup>80</sup> Gierling; Langner (2019), S.6

<sup>81</sup> Devlin; Mallon; Nathwani (2017), S.22

<sup>82</sup> Jesch; Striegel; Boxberger (2020), S.184



## 12 Zusammenfassung und Ausblick

Bei Co-Investments gibt es wenig Uniformität: es existieren weder einheitliche Standards noch Formen von Co-Investments. Vielmehr treten unterschiedliche Co-Investment-Arten auf, so dass vom Investor jeweils genau zu hinterfragen ist, welche Investitionsform genau angeboten wird.

Im Allgemeinen ist bei Co-Investments weniger Markt-Transparenz als bei anderen Alternative Investments gegeben, sodass breite empirische Analysen nur eingeschränkt möglich sind. Gleichwohl lassen sich auf Basis des zu diesem Thema im September 2020 durchgeführten Surveys mit Mitgliedern des BAI folgende Kernaussagen treffen:

- Co-Investments sind bei den Umfragebeteiligten gleichermaßen über Sidecars und Co-Investment-Fonds sowie auch als Direct Co-Investments verbreitet.
- Assetmanager sahen schon in den letzten zwei Jahren für Co-Investments einen klaren Wachstumstrend und erwarten zukünftig einen weiteren Nachfrageanstieg.
- Co-Investments sind bei deutschen Anlegern bisher besonders in den Equity-Assetklassen vertreten, gerade bei Corporate Private Equity und Infrastruktur. Zukünftig wird jedoch nicht nur bei diesen eine Steigerung der Nachfrage erwartet, sondern auch bei Debt, insbesondere Corporate Private Debt.
- In Deutschland nutzen Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und -fonds sowie Versorgungswerke angebotene Co-Investment Rechte am häufigsten. Dabei werden Co-Investments gerade von Investoren mit höheren Anlagevermögen (oft über EUR 10 Mrd.) nachgefragt.
- Vorrangig niedrigere Management- und Performancegebühren, aber auch das geringere Blindpoolrisiko und die schnelle Investierbarkeit werden als Treiber der Nachfrage von Co-Investments definiert.
- Die befragten Spezialisten schätzen den Anteil von Co-Investments am Volumen je Anlageklasse auf überwiegend 5–10 %, dabei für Equity tendenziell höher als für Debt.
- Transaktionsgrößen von Direct Co-Investments und Sidecars belaufen sich häufig auf EUR 10–25 Mio. Bei Co-Investment-Fonds sind die Investitionen oft höher (EUR 25–50 Mio.).
- Die Quote von realisierten im Verhältnis zu offerierten Transaktionen ist mit rd. 5 % relativ gering.

- Die Covid-19 Pandemie führt bei deutschen institutionellen Anlegern weder zu einem Nachfrageschub noch zu einem -einbruch bei Co-Investments.

Co-Investments werden nach Einschätzung sowohl von Investoren wie auch Assetmanagern zunehmend an Bedeutung gewinnen. Einerseits steigt das investierte Kapitalvolumen und somit auch die Diversifikation in den geläufigen Alternative Investment Anlageklassen, andererseits geht hiermit auch ein Erfahrungszuwachs bei den Investoren einher. Entsprechend fordern Investoren beim Eingehen neuer Fondsinvestments zunehmend Co-Investment Rechte ein. Weiterer Treiber ist das hohe „Dry Powder“ in vielen Alternative Investment Anlageklassen, denn Co-Investments bringen Kapital schneller zum Arbeiten (auch wenn sie zugleich das insgesamt für eine Anlageklasse zur Verfügung stehende Kapital noch weiter erhöhen). Ein weiterer Faktor für eine Verbreitung von Co-Investments dürfte das Fortschreiten von Online Plattformen sein. Ähnlich wie bei Crowdfunding oder P2P Lending, werden diese Plattformen weitere Impulse geben. Sie setzen allerdings vermehrt aktive Investoren voraus. Diese wiederum werden die damit verbundenen Aufgaben oft nur mit Zukauf externer Unterstützung meistern können. Folglich werden Opportunitäten für externe Due Diligence Unterstützung und für das Outsourcing von Mid- und Backoffice Tätigkeiten erwartet.<sup>83</sup>

---

<sup>83</sup> Devlin; Mallon; Nathwani (2017), S.30

## 13 Literaturverzeichnis

- Auerbach et al. (2019): Ready, steady, co-invest, Cambridge Associates, Private investment series, S. 1–7
- Auerbach Andrea et al. (2015): Making Waves: The Cresting Co-Investment Opportunity, Cambridge Associates, 2015, S. 1–25
- Beaton, Andrew; McCauley, Patrick (2020): Private Equity co-investment funds – a comparison of risk and return. Capital Dynamics Insights, Februar 2020, S. 1–9
- Brasse, Jonathan (2019); In co-investing (nearly) anything goes. In *PERE News*, 7. Februar 2019
- Braun, Reiner; Jenkinson, Tim; Schemmerl, Christoph (2020): Adverse Selection and the performance of private equity co-investments. In *Journal of Financial Economics*, Ausgabe 136, S. 44–62
- Devlin, Eamon; Mallon, Peter; Nathwani, Nikhil (2017): Private Equity Co-Investments. MJ Hudson, 2017, S. 1–45
- Eisele, Patrick (2017): Wann wir schreiten Seit' an Seit'. In *Portfolio Institutionell*, April 2017, S. 17–19
- Eisele, Patrick (2020): Auf sechs Kontinenten – Interview mit Allianz Capital Partners. In *Portfolio Institutionell*, Juni 2020, S. 25–29
- Frank, Bernd (2016): Interesse an Co-Investments nimmt zu. In *Venture Capital*, Ausgabe 6, 2016, S.50–53
- GCM Grosvenor (2019): Unlocking Alpha in a maturing private equity co-investment market, August 2019
- Gierling, Klaus; Schumann, Oliver (2019): Positionierung von Co-Investments über Marktzyklen. In *Absolut Report* Mai 2019, S. 20 ff.
- Gierling, Klaus; Langner, Markus (2019): Erfolgreiche Positionierung von Co-Investments über Marktzyklen. Capital Dynamics, Januar 2019, S.1–9
- Golding (2020): Präsentation, Golding Infrastructure Co-Investment 2020 - Diversifizierte Direktinvestitionen in Infrastrukturprojekte zusammen mit erfahrenen Managern, Juli 2020, S.1–35
- Greenberger, James (2007): Private Equity Co-Investment strategies: issues and concerns in structuring co-investment transactions. In: *The Journal of Private Equity*, Herbst 2007, S.54–59
- HarbourVest (ohne Datum a), Co-Investing 101: benefits and risks, S. 1–5
- HarbourVest (ohne Datum b), The mechanics of co-investing, S. 1–3
- HarbourVest (ohne Datum c), Accessing Co-Investment Deals, S. 1–5
- HarbourVest (ohne Datum d), Case Study: How I can build out a co-investment program with limited staff? S.1–2
- Jesch, Thomas; Striegel, Andreas; Boxberger, Lutz (2020): Rechtshandbuch Private Equity

- Lauper Serge et al (2019): The benefits of co-investments in infrastructure, BlackRock, November 2019
- Lee, Adam; Robson, Victoria (2019): Are you ready to co-invest? In: *Private Equity international*, September 2019, S. 56–63
- Mitchenall, Toby; Robson, Victoria (2018): How to be a good co-investor. In *Private Equity international*, November 2018, S. 46–53
- Preqin (2017): Real Estate Co-Investments and Separate Accounts, Preqin, März 2017
- Probitas Partners (2018): Infrastructure Investing: The Closed-End Fund Market, S.1–29
- Robitaille, Suzanne (2017): Two ways for LPs to co-invest, and why it's worth it. Axial, 21. September 2017
- SBAI (ohne Datum): SBAI Toolbox, Co-Investments, S. 1–8
- Smet, Peter-Jan; Hooghiemstra, Sebastiaan (2019): Co-investment vehicles under the AIFM law: is your vehicle an AIF? In *Juris News Investment Management*, Nr.1, 2019, S. 125–128
- Steenberg, Russ; Cornel, Jeroen (2017): Die Vorteile von Co-Investments. BlackRock, Oktober 2017, S.1–5
- Valente, Peter (2020): Private Equity funds and co-investment: a symbolic relationship. Norton Rose Fulbright, April 2020, S. 1–3
- Zelesen, Kelly; Fitch, Rita; Kaplan, Kleinberg (2019): Co-investments in the hedge fund space, AIMA, 18.1.2019, S.1–6

# 14 Appendix

## Anhang 1

Alternative Investments								
ÜBERSICHT ALTERNATIVE INVESTMENTS			FREMDKAPITAL		EIGENKAPITAL			
Strategie	liquide	semi-liquide	illiquide	BEISPIELE	VORRANGIG	NACHRANGIG	MEZZANINE	EIGENKAPITAL
ÖFFENTLICHE MÄRKTE {Überwiegend liquide}	LIQUID ALTERNATIVES (UND ANDERE)			- Hedgefonds-Strategien im regulierten OGAW-Mantel - Krypto-Assets				
	HEDGEFONDS			- Equity-Strategien - Macro-Strategien - Event-Driven-Strategien				
	ROHSTOFFE			- Energie u. a. Öl, Gas, Strom.... - Metalle - Getreide				
NICHT-ÖFFENTLICHE MÄRKTE {Überwiegend illiquide}	UNTERNEHMEN			- Private Debt inkl. Direct Lending - Private Equity - Venture Capital				
	IMMOBILIEN			- Wohnimmobilien - Geschäftsimmobilien - Öffentliche Einrichtungen				
	INFRASTRUKTUR			- Transportinfrastruktur - Kommunikationsnetzwerke - Energieversorgung				
	ANDERE SACHWERTE			- Flugzeuge - Schiffe - Forstwirtschaft				
	SPEZIALITÄTEN			- Verbriefte Versicherungsrisiken - Handelsfinanzierung - Finanzierung in Sondersituationen				

Weitere Alternative Investments: gelistete Private-Equity-Fonds, gelistete Private-Debt-Fonds, gelistete Infrastruktur-Fonds, REITs etc.

Abbildung 31: Alternative Investments im Überblick<sup>84</sup>

## Anhang 2

<sup>84</sup> BAI-Klassifizierung. Quelle: Eigene Darstellung

### Co-Investments im Vergleich zu anderen Zugangswegen

	Dachfonds	Co-Investment Fonds	Einzelfonds	Direkt-investment
Einfacher Zugang	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍
Breite Manager-diversifikation	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍
Hohe Transparenz	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍
Gezielte Strategie-umsetzung	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍
Geringer Prüfungs-aufwand	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍
Geringe Kosten	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍
Keine internen Ressourcen nötig	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍	👍👍👍👍👍

👍👍👍👍👍 ≙ trifft zu  
 👍👍👍👍👍 ≙ trifft nicht zu

Abbildung 32: Co-Investment-Fonds im Vergleich zu Dach- und Einzelfonds<sup>85</sup>

<sup>85</sup>Quelle: Eigene Darstellung auf Basis Golding (2020), S. 19



## Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)

Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) ist die zentrale assetklassen- und produktübergreifende Interessenvertretung der Alternative-Investments-Branche in Deutschland. Der Verband setzt sich dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments, insbesondere mit Augenmerk auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge, einfacher und besser diversifizieren können.

### Die BAI-Verbandsziele

- ✓ Verbesserung des Bekanntheitsgrades alternativer Anlagestrategien und Anlageklassen in der Öffentlichkeit
- ✓ Attraktive und international wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments
- ✓ Katalysator zwischen institutionellen deutschen Investoren und anerkannten Anbietern von Alternative-Investments-Produkten weltweit
- ✓ Förderung wissenschaftlicher Forschung und Lehre sowie beruflicher Qualifizierung im Bereich der Alternative Investments

Der BAI führt den Dialog mit politischen Entscheidungsträgern sowie den zuständigen Aufsichtsbehörden auf nationaler und europäischer Ebene und wirkt darauf hin, dass in Gesetzgebung und Aufsichtspraxis die Belange der Branche gehört werden. Darüber hinaus pflegt der Verband den Austausch mit nationalen und internationalen Organisationen und Verbänden. Er verfolgt das Ziel, gesetzliche Reformen sowie eine Rechtsfortbildung im Interesse der Mitglieder und deren Anleger zu erreichen. Der Kreis der BAI-Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative-Investments-Geschäfts (Asset Manager, Berater, Kanzleien, Service Provider etc.) rekrutieren, ist mittlerweile auf rund 230 Unternehmen angewachsen.

## Mehrwert für Mitglieder

Mitglieder profitieren von unserem umfangreichen Informations- und Dienstleistungsangebot:

- ✓ Mitwirkungsmöglichkeit in den Fachausschüssen
- ✓ Briefings über aktuelle Gesetzgebungs- und Regulierungsvorhaben und bestehende Gesetze auf nationaler/internationaler Ebene sowie themenbezogene Zusammenfassungen mit weiterführenden Hinweisen (Regulatory Briefings und Infomails)
- ✓ Umfassende Informationen auf der BAI-Homepage zu unseren Aktivitäten sowie geschlossener Mitgliederbereich mit BAI-Stellungnahmen zu Gesetzgebungsvorhaben, Studien, Briefings, Fachartikeln etc.
- ✓ Einen monatlich wechselnden Themenschwerpunkt, den Mitgliedsunternehmen mit eigenen Artikeln, Vortragsunterlagen oder Research Papers mitgestalten
- ✓ Experten aus Mitgliedsunternehmen können sich auf Speaking Slots im Rahmen der BAI AIC bewerben und so aktiv an dieser Konferenz partizipieren
- ✓ Gemeinsame Durchführung von BAI-Insights und BAI-Webinaren sowie Mitwirkungsmöglichkeit bei den BAI-Workshops
- ✓ Teilweise kostenfreie Teilnahme an BAI-Konferenzen (BAI AIC, BAI-Insights etc.) sowie Veranstaltungen und Seminaren unserer Kooperationspartner
- ✓ Zugriff auf Due Diligence Questionnaires für Investments in Private Debt, Private Equity, Infrastruktur und Hedgefonds

## Investoren und Investorenbeirat

Institutionelle Investoren profitieren allgemein von den Veröffentlichungen auf der BAI-Homepage, teils auch im geschlossenen Investorenbereich. Sie können zudem kostenlos an den BAI-Veranstaltungen teilnehmen und werden aktiv in die Programmgestaltung der Alternative Investor Conference einbezogen.

Der Investorenbeirat hat darüber hinaus die vertiefte Einbindung von Investoren in die Verbandsarbeit, die Hinzuziehung als Ideengeber, Ansprechpartner und Willensbildungsorgan sowie als Fürsprecher für AI-Themen gegenüber Politik, Aufsicht und Medien zum Ziel.

Weiterhin soll durch den Beirat die Marktintegrität, Transparenz und Governance der AI-Branche verbessert sowie eine institutionalisierte Plattform für den Dialog im Verband und der Investoren untereinander geschaffen werden.

## Veranstaltungen und Events

Die Alternative Investor Conference (AIC) mit rund 600 Teilnehmern findet jährlich statt und hat sich zu einer überregionalen Plattform entwickelt, auf der sich institutionelle Investoren, Anbieter und Dienstleister über neueste Entwicklungen in der AI-Branche austauschen. Durch die Einbindung von hochkarätigen Keynote Speakern und die Programmgestaltung durch Investoren und BAI-Mitglieder konnte die Attraktivität der Konferenz für institutionelle Investoren zusätzlich gesteigert werden. Ein Investoren-Dinner sowie ein exklusiver Workshop für diese Zielgruppe runden diese Veranstaltung ab. Darüber hinaus richtet der BAI mehrmals im Jahr die Veranstaltungsreihe BAI-Insight, Workshops und Webinare aus. In Kooperation mit Mitgliedsunternehmen dienen diese Events als Plattform für Networking und Weiterbildung im Bereich der Alternative Investments.

## Research und Publikationen

Der BAI bietet Markt- und Research-Dienstleistungen mit unterschiedlichem Fokus an, wie beispielsweise Fact Sheets, Market Reviews, Investor Surveys, Due Diligence Questionnaires und Informationsbroschüren zu diversen Themen des Verbandsspektrums.

Für vereinzelte Themengebiete erstellt der BAI umfangreiche Studien und Informationsbroschüren, die einen Gesamtüberblick bieten. Gestützt werden diese Publikationen durch eigene Umfragen des Verbandes, wie z. B. dem jährlichen BAI Investor Survey. Der Fokus dieser Befragung liegt auf dem Anlageverhalten von Versicherern, Pensionskassen/-fonds, Versorgungswerken und anderen institutionellen Investoren in Bezug auf gängige Alternative Investments.

Zudem erscheint alle zwei Monate der BAI-Newsletter mit Fachbeiträgen zu einem bestimmten Oberthema aus dem AI-Bereich, Interviews mit Politikern, institutionellen Investoren etc. und die Vorstellung neuer Mitgliedsunternehmen. Um insbesondere Mitglieder, Investoren und die Öffentlichkeit noch zielgenauer und umfassender zu wechselnden AI-Themen zu informieren, präsentieren wir auf der BAI-Homepage wechselnde Themenschwerpunkte mit relevanten Fachartikeln, Studien, Marktdaten und regulatorischen Briefings.

## Wissenschaft

Mit dem BAI-Wissenschaftspreis und anderen Initiativen schafft der Verband für Studenten und Wissenschaftler in Deutschland einen weiteren Anreiz, Forschungsarbeit in diesem für Investoren zunehmend wichtigen Bereich zu leisten. Damit trägt der BAI zu einer besseren Verzahnung von Wissenschaft und Praxis bei. In Ergänzung zum Wissenschaftspreis bietet der BAI mit Partneruniversitäten auch Kompaktstudiengänge zu Alternative Investments an und vergibt Druckkostenzuschüsse für exzellente Dissertationen.

<p><b>Interessen- vertretung</b></p>	<p>Assetklassen- und produktübergreifende Interessenvertretung für Alternative Investments (AI). Seit 1997 mit aktuell rund 230 in- und ausländischen Mitgliedern (KVGern, Asset Manager, Banken, Service Provider und Berater).</p>
<p><b>Recht &amp; Regulierung</b></p>	<p>Einsatz für wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für Anlagen in AI, insbesondere auch im Hinblick auf die Sicherung der deutschen Altersvorsorge. Unterstützung durch Fachausschüsse zur Fonds- und Marktregulierung, Investmentbesteuerung und Investorenaufsichtsrecht.</p>
<p><b>Markt, Research &amp; Öffentlichkeitsarbeit</b></p>	<p>Regelmäßige Umfragen im Bereich AI (BAI Investor Survey), Erstellung von Due Diligence Questionnaires, Fact Sheets und Informationsbroschüren sowie eigener Studien zu AI. Verbesserung des Verständnisses Alternativer Investments und Anlagestrategien in der Öffentlichkeit. Unterstützung durch den BAI Investorenbeirat mit Mitgliedern aus Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerken und Stiftungen.</p>
<p><b>Veranstaltungen</b></p>	<p>Veranstalter der jährlichen Branchenkonferenz BAI Alternative Investor Conference (AIC) in Frankfurt, zusätzlich zahlreiche BAI Insights, BAI Workshops und BAI Webinare mit insgesamt über 5.000 Teilnehmern innerhalb eines Jahres, davon alleine 600 auf der AIC.</p>
<p><b>Wissenschaft &amp; Lehre</b></p>	<p>Förderung von Wissenschaft und Lehre (z. B. BAI Wissenschaftspreis, Druckkostenzuschuss und AI-Studiengänge).</p>

## Kontakt und Impressum

### Autoren

#### Annette Olschinka-Rettig



**BAI e.V.**  
**Geschäftsführerin**



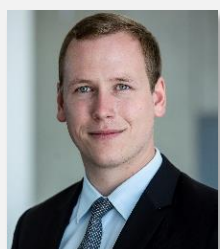
+49 (0)228-96987-15

Diplomkauffrau  
Betriebswirtschaftslehre



olschinka-rettig@bvai.de

#### Sven Gralla



**BAI e.V.**  
**Wissenschaftlicher  
Mitarbeiter  
Markt & Research**



+49 (0)228-96987-13

B.Sc. Volkswirtschaftslehre



gralla@bvai.de

### Haftungsausschluss

Diese Publikation dient der allgemeinen Information über Co-Investments und stellt keine Anlage- oder Rechtsberatung dar. Sie wurde mit größter Sorgfalt und Genauigkeit erstellt. Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) übernimmt jedoch keine Gewähr für die Qualität und Aktualität der in diesem White Paper enthaltenen Informationen und zitierten Quellen.

### Impressum:

Verantwortlich:

Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)

Poppelsdorfer Allee 106

D-53115 Bonn

Telefon: +49(0)228-96987-0

Fax: +49(0)228-96987-90