

## «Private Equity Co-Investments im veränderten Marktumfeld – Chancen für attraktive Renditen bei hoher Risikoabsicherung»

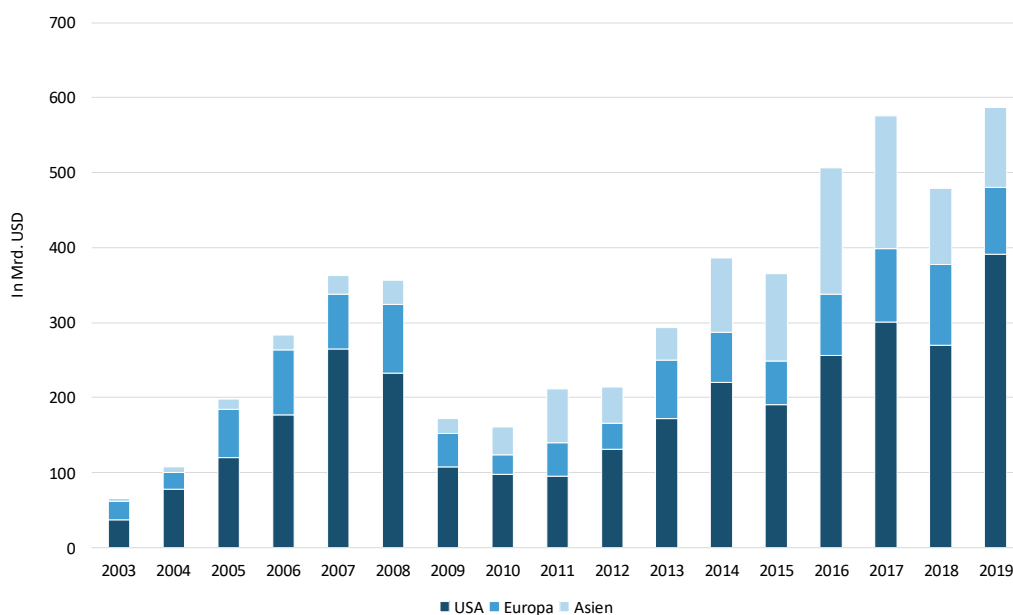
Manuel Deimel, Dr. Peter Laib, María Sanz García – YIELCO Investments AG

**Nach mehr als 10 Jahren ungebrochenen wirtschaftlichen Aufschwungs kam es durch Covid-19 zu einem externen Schock, der die Weltwirtschaft vor enorme Herausforderungen stellt. Diesem neuen Umfeld muss sich auch die Anlageklasse Private Equity stellen. Die Anzahl an traditionellen Buyouts mit Fokus auf gesunde, wachstumsorientierte Unternehmen wird kurz-/mittelfristig deutlich fallen, komplexe Transaktionen hingegen werden weiter zunehmen. Hierbei werden vor allem Liquiditätsüberbrückungen („Rescue Financing“) und Restrukturierungen (bilanziell und / oder operativ) im Mittelpunkt stehen. Insbesondere Managern mit Fokus auf Special Situations-Investitionen bietet dieses Umfeld attraktive Investitionschancen. Der folgende Artikel soll aufzeigen, wie auch Co-Investments in der aktuellen Phase des Zyklus attraktive Renditen bei gleichzeitig hoher Risikoabsicherung bieten können.**

### Private Equity - Marktüberblick

Trotz makroökonomischer und politischer Unsicherheiten, die bereits im Jahre 2018 begannen, verzeichnete die Private Equity Branche auch im Jahr 2019 ein weiterhin starkes Wachstum. Wie in der folgenden Abbildung von Preqin zu sehen ist, hat der Kapitalzufluss für Private Equity-Investitionen (Buyouts, Growth, Turnaround, Special Situations, Distressed Debt, Venture Capital) für das Jahr 2019 annähernd die Marke von 600 Milliarden USD erreicht, und damit einen neuen Höchststand erzielt.

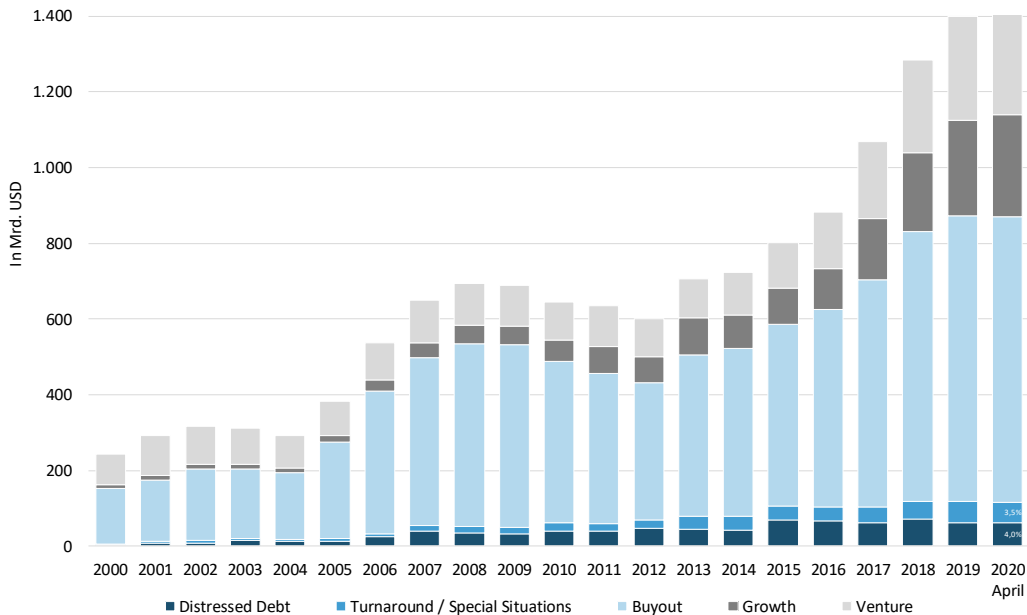
**Abbildung 1: Globales Private Equity Fundraising**



Quelle: Preqin, 2020, YIELCO 2020

Als Konsequenz der starken Fundraising Aktivitäten hat das „Dry Powder“, also das für Investitionen verfügbare Kapital, ebenfalls weiter zugenommen und mit einem geschätzten Volumen von ca. 1.400 Milliarden USD einen neuen Rekordwert erreicht.

**Abbildung 2: Globales Private Equity Dry Powder Volumen**



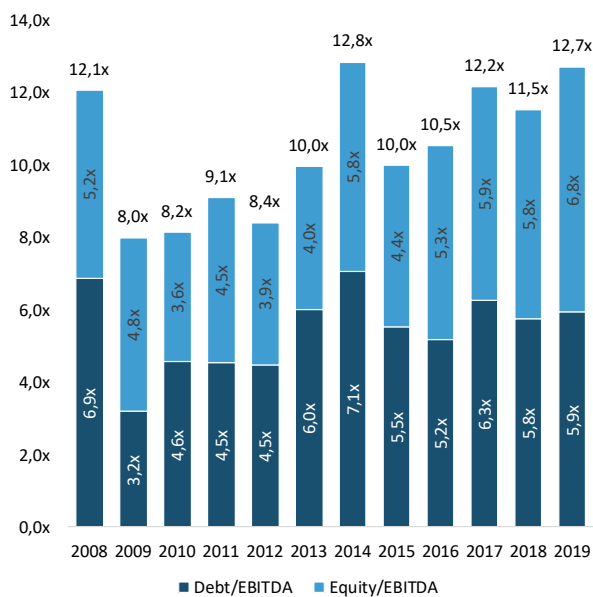
Quelle: Preqin, 2020, YIELCO 2020

Während das „Dry Powder“ in den letzten 5 Jahren um ca. 75% angestiegen ist, ist sowohl die Anzahl der Transaktionen als auch das dafür eingesetzte Kapital im langjährigen Schnitt nur leicht gestiegen und hat sich mittlerweile bei ca. 3.500 Transaktionen und ca. 550 Milliarden USD pro Jahr eingependelt (Quelle: Bain, Global PE Report 2020). Dieses Ungleichgewicht, kombiniert mit den starken Aktivitäten von Strategischen-/Corporate-Käufern haben zu einem immer dynamischeren Wettbewerb auf Käuferseite geführt. Gleichzeitig haben niedrige Zinssätze und eine steigende Anzahl von Private Debt Fonds (mehr als 400 Fonds laut Preqin, März 2020) attraktive Konditionen und zusätzliche Rekordliquidität im Finanzierungsmarkt geschaffen.

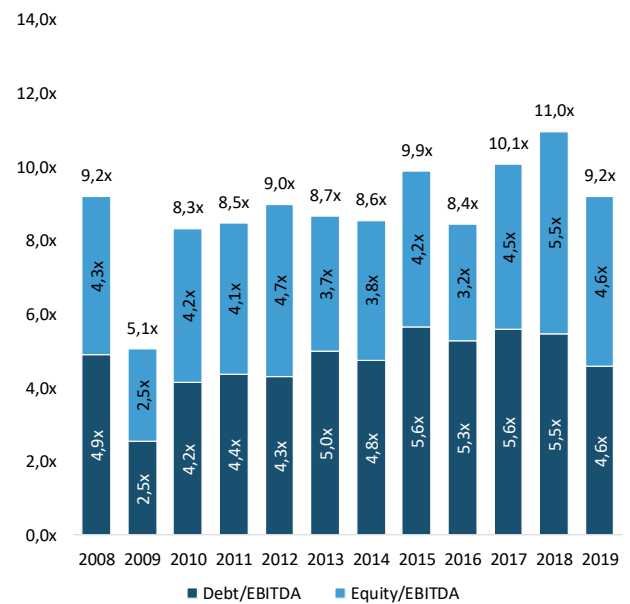
Als Konsequenz dieser Entwicklung stiegen sowohl die Einstiegspreise (Multiplikatoren der Unternehmenserträge) als auch die Verschuldungsgrade im Laufe der Zeit sukzessive an. Laut Bain (Basis Thomson) wiesen zum Beispiel mehr als 75%, der im Jahr 2019 in den USA getätigten Private Equity Transaktionen, einen Verschuldungsgrad von über sechs Mal EBITDA auf. Dieser Wert vergleicht sich zu einem Anteil von weniger als 25% in den Jahren nach der Globalen Finanzkrise. Die tatsächliche Verschuldung vieler Unternehmen könnte dabei sogar noch größer sein, da die finanzierenden Parteien in verstärktem Maße die Verschuldung auf Basis prognostizierter bzw. adjustierter operativer Erträge ermöglicht hat und der Verschuldungsgrad häufig auf Basis dieser adjustierten Werte ausgewiesen wird. Ein ähnliches, wenn auch nicht ganz so starkes Bild, zeigt sich auch im Europäischen Markt. Diese regionalen Entwicklungen werden auch von den Daten von Pitchbook bestätigt.

### Abbildung 3 und 4: Entwicklung der Einstiegsbewertung und Verschuldungsgrade

**PE-Einstiegsbewertungen/Verschuldungen  
(Median EV/EBITDA) Buyouts USA**



**PE-Einstiegsbewertungen/Verschuldungen  
(Median EV/EBITDA) Buyouts Europa**



Quelle: Pitchbook, YIELCO 2020

Mit der Verbreitung von Covid-19 fand die mehrjährige Boomphase an den Finanzmärkten ein jähes Ende. Seit dem Ausbruch in Europa im Januar 2020 haben die weltweiten Aktienindices zwischen 15% und 25% an Wert eingebüßt. Dieser Abschlag führt zeitverzögert zu entsprechenden Neubewertungen auch in Private Equity Portfolien. Gleichzeitig hat sich die wirtschaftliche Entwicklung deutlich eingetrübt. In Westeuropa und USA wird für das Jahr 2020 von einem Rückgang des BIP zwischen 10% und 15% ausgegangen (Quelle: UniCredit Research), was sich entsprechend in der operativen Entwicklung der meisten Geschäftsmodelle niederschlagen wird. Somit stehen viele Unternehmen und Private Equity Manager in den nächsten 24-36 Monaten vor enormen Herausforderungen. Dies wird noch einmal dadurch verstärkt, dass (i) die Akquisitionstätigkeit der Buyout Manager in den letzten Jahren nicht mit einer entsprechenden Exit-Aktivität einherging, was zu einer hohen Anzahl an zu betreuenden Portfoliounternehmen führte und (ii) viele dieser Unternehmen eine intensive Betreuung benötigen.

### Co-Investments im aktuellen Umfeld

Co-Investments erfreuten sich in den letzten Jahren zunehmender Beliebtheit. Laut Cepres (Datensatz Juni 2019) stieg die Anzahl der weltweiten Co-Investments von weniger als 200 (nach der Globalen Finanzkrise) auf mehr als 600 Transaktionen pro Jahr, wovon ca. zwei Drittel im klassischen Buyout Bereich angesiedelt sind.

Viele dieser Co-Investments werden nun von den oben genannten Faktoren massiv negativ beeinflusst – es zeigen sich sinkende operative Erträge und eine steigende Verschuldung kombiniert mit einem niedrigeren Niveau der Unternehmensbewertungen. Wie bereits in der globalen Finanzkrise geschehen, erwarten wir für Co-Investments auch jetzt wieder eine höhere Bewertungs-Volatilität und somit höhere Wertkorrekturen (verglichen zum Durchschnitt aller Private Equity Transaktionen). Ursächlich für die höhere Volatilität sind unseres Erachtens insbesondere zwei Faktoren:

- Größerer Fokus bei Co-Investments auf Large Cap Transaktionen (Definition Unternehmenswert >500 Millionen Dollar): Laut Cepres wurden bisher 54% aller Co-Investment Transaktionen im Large Cap Bereich getätigt (Investitionsvolumen entsprechend höher)
- Large Cap und Mega Fonds mit höherer Volatilität und schlechterer Rendite: Eine Auswertung der Quartalsbewertungen der Private Equity Fonds (Quelle: Preqin) hat gezeigt, dass Large-Cap und Mega Fonds in der globalen Finanzkrise höhere Wertkorrekturen aufwiesen als Small- und Mid-Market Fonds.

Aufgrund der gegenwärtigen Situation gehen wir für das Jahr 2020 von einem deutlichen Rückgang an „traditionellen“ LBO Co-Investments aus, insbesondere da das aktuelle Marktumfeld stark von Unsicherheiten gekennzeichnet ist. Die operative Entwicklung eines Zielunternehmens kann oftmals nur unzureichend eingeschätzt werden, was viele Käufer zum Abwarten verleitet. Ferner sorgen die Bewertungsabschläge an der Börse zwar für potenziell niedrigere Einstiegsbewertungen, aber die sich nur langsam anpassenden Kaufpreiserwartungen der Verkäufer dürften in vielen Fällen nicht erreicht werden (Stichwort „faire Bewertung“), was wiederum zu Verzögerungen und oder Abbrüchen von Verkaufsprozessen führt.

Darüber hinaus werden Manager aufgrund von Schwierigkeiten in den, teils deutlich zu hoch gehebelten, Unternehmen erhebliche Ressourcen in das Management des Bestandsportfolios investieren müssen. Gleichzeitig wird durch die restriktivere Verfügbarkeit von Fremdkapital das traditionelle Geschäftsmodell (d.h. Renditeerzielung über starke Hebelung der Transaktionen) für Neu-Investitionen stark beschränkt. Manager werden dadurch vermehrt Schwierigkeiten haben ihre teils sehr großen Fondsvolumina zu investieren. Als Resultat können wiederum weniger Co-Investments angeboten werden. Zusätzlich erwarten wir auch eine verringerte Bereitschaft von Co-Investoren entsprechende Transaktionen zu begleiten.

Während die traditionellen LBO Private Equity Investoren sich eher in Zurückhaltung üben werden, erwarten wir einen deutlichen Anstieg an komplexen/Special Situations Transaktionen und daraus abgeleitet einen entsprechenden Co-Investment Deal Flow in den kommenden 12 bis 36 Monaten. . Das Segment der Special Situations umfasst dabei ein breites Spektrum an Investitionsstrategien, welche in Abbildung 5 dargestellt sind.

**Abbildung 5: Spektrum an Private Equity-Investitionsstrategien**

	Einstieg über Eigenkapital			Einstieg über Fremdkapital
	Leveraged Buyouts	Komplexe Buyouts	Distressed / Turnarounds	(Distressed) Debt-for-Control
<b>Zustand des Unternehmens/</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Profitabel</li> <li>▪ Solide wachsend</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Operative Probleme</li> <li>▪ Komplexe Nachfolge</li> <li>▪ „Carve-out“</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ (Drohender) Konkurs</li> <li>▪ Überschuldung</li> <li>▪ Illiquidität</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ziel: Kontrolle der Restrukturierung</li> <li>▪ Ziel: Kontrolle des Unternehmens</li> </ul>
<b>Art der Transaktion</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Einfache Transaktionen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Restunternehmen in PE-Portfolien („Orphans“)</li> </ul>		
<b>Bewertung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ &gt; 10x EBITDA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 4-7x EBITDA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ &lt; 4x EBITDA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ NA</li> </ul>
<b>Verschuldung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ~ 6x EBITDA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 0-3x EBITDA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ i.d.R. kein FK</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ i.d.R. signifikant</li> </ul>

Quelle: YIELCO 2020

In einer **ersten Phase (unmittelbar)** sehen wir verstärkt Investitionsmöglichkeiten als Resultat von Liquiditätsengpässen aufgrund fallender Umsätze und / oder Working Capital Verschiebungen. Trotz staatlicher Hilfen ist eine ausreichende Finanzierung oftmals nicht gesichert. Hier bieten sich diverse attraktive Investitionsmöglichkeiten auch für Co-Investoren:

- „Rettungskapital“: In vielen Fällen werden Private Equity Häuser genötigt sein, zusätzliches Eigenkapital bereit zu stellen, um die benötigte Liquidität sicher zu stellen. Hier sind Situationen zu erwarten, in denen ein zusätzlicher Co-Investor benötigt wird, da (i) der investierte Fonds bereits ausinvestiert ist, (ii) Konzentrationslimits innerhalb der jeweiligen Fonds überschritten werden oder (iii) bestehende Co-Investoren nicht bereit bzw. nicht in der Lage sind, die angedachte Kapitalerhöhung mitzutragen.
- „Debt-for-Control“: Darüber hinaus bietet sich für Investoren vermehrt die Möglichkeit über den Kauf notleidender Kredite den Weg ins Eigenkapital zu suchen (Debt-for-Control). Laut LCD hat sich der Anteil der notleidenden Kredite (Kredit wird zu weniger als 80% seines Nominalwerts gehandelt) in den USA von 2% im März 2019 auf 38% im März 2020 erhöht.
- „Failed Fundraising“: Wenn auch mittelfristig in eingeschränktem Umfang, werden sich auch weiterhin Möglichkeiten für Co-Investments im traditionellen LBO Segment bieten. Aufgrund der Zurückhaltung von Investoren bei Fonds-Commitments, erwarten wir wie in den Jahren 2009/2010 Situationen, in denen sich ein geplantes Erstes Closing von Fonds nicht zeitgerecht realisieren lässt. Falls Manager ihrerseits aber kurz vor dem Abschluss geplanter Transaktionen stehen, werden Co-Investoren gesucht, die sich entweder (i) langfristig am Unternehmen beteiligen und / oder (ii) bereit sind, die Finanzierung bis zum erfolgreichen Fundraising zu überbrücken. Hier sehen wir in der ersten Phase vor allem Unternehmen aus defensiveren Sektoren mit stabilen Geschäftsmodellen (z.B. Konsumgüter des täglichen Bedarfs, Healthcare, Software), die in den stark verzerrten und volatilen Märkten attraktive Einstiegsszenarien bieten.

- Neuinvestitionen in Special Situations: Trotz der grundsätzlich positiven wirtschaftlichen Entwicklung in den letzten Jahren, hat sich ein breites Feld an Special Situations Investoren konstant weiterentwickelt. Diese Investorengruppe verfügt über die entsprechenden Fähigkeiten und Erfahrung, um im aktuellen Marktumfeld attraktive Transaktionen umzusetzen. In erster Linie sind dies Turnaround Spezialisten, die operative Missstände und Liquiditätseingpässe nutzen, um unmittelbar oder auch schrittweise die volle Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen.

In der **zweiten Phase (geschätzt ab Mitte 2021)** rechnen wir mit einer deutlichen Zunahme an klassischen Bilanzrestrukturierungen, auch bei Unternehmen mit fundamental guten Geschäftsmodellen. Der zu erwartende Rückgang im operativen Geschäft in den nächsten Monaten wird aber zu weiter steigenden Verschuldungsgraden und dem damit einhergehenden Risiko der Nichteinhaltung der Kreditaufgaben führen. Entsprechende Bilanzrestrukturierungen werden nötig, welche aber häufig nicht über weiteres, traditionelles Fremdkapital gelöst werden können. Auch hier werden sich teilweise nicht alle Altgesellschafter an diesen Finanzierungsmaßnahmen beteiligen. Die Gründe hierfür können, wie bereits vorhergehend zum Thema Rettungskapital ausgeführt, vielfältig sein. Diese Situationen bieten Möglichkeiten für Co-Investoren entsprechende Kapitallücken zu schließen.

Neben klassischen Kapitalerhöhungen werden hier erfahrungsgemäß verstärkt flexible Kapitallösungen (z.B. Mezzanine, PIK-Notes oder Vorzugskapital) zum Einsatz kommen, da vor allem das Thema der Bewertung des Unternehmens zu vielfältigen Diskussionen führen wird. Wenn neue Finanzierungspartner in die Kapitalstruktur aufgenommen werden, muss eine gemeinsame Basis der Unternehmensbewertung für die Kapitalerhöhung gefunden werden. Alteigentümer tendieren typischerweise zu einer höheren Bewertung des Unternehmens (um die mögliche Verwässerung ihrer Anteile niedrig zu halten), während sich an der Finanzierungsrunde beteiligte Neuparteien i.d.R. an den niedrigeren Bewertungen und den reduzierten operativen Ergebnissen orientieren. Diese Diskrepanz kann durch flexible Kapitalstrukturen gelöst werden, da entsprechende Instrumente keinen Erwerb der Gesellschaftsanteile darstellen, sondern typischerweise eine fixe Yield-Komponente (oftmals kombiniert mit sogenannten „warrants“ oder „equity kicker“) und eine vorrangige Stellung gegenüber dem klassischen Eigenkapital aufweisen. Auch in dieser Phase ist es als Co-Investor wichtig, Flexibilität im Produktspektrum zu bieten, da sonst eine Vielzahl von möglichen attraktiven Transaktionen nicht adressiert werden kann.

In der **dritten Phase (Schwerpunkt ab 2022)** erwarten wir eine wirtschaftliche Normalisierung. Aufgrund der vorangegangenen Verwerfungen sollten sich nun attraktive Opportunitäten. Industrieunternehmen werden, im Rahmen der neuen wirtschaftlichen Verhältnisse, ihre Konzernstrukturen durchleuchten und an die neue Realität anpassen. Dies bietet wieder vermehrt Möglichkeiten für attraktive Carve-out Situationen. Darüber hinaus gibt es insbesondere im Bereich kleinerer und mittelgroßer Transaktionen (unabhängig vom Konjunkturzyklus) Bedarf an innovativen Lösungen u.a. für Nachfolgethemen oder komplexe Strukturen, welche oft zu moderaten Bewertungen erfolgen. In vielen dieser Situationen werden auch weiterhin Co-Investoren Lösungen gefragt sein.

Ab dem Jahr 2022 erwarten wir eine deutlich steigende Anzahl an Refinanzierungen. Frühzeitige Refinanzierungen zu besseren Konditionen, welche die sogenannte „Maturity Wall“ in den letzten Jahren kontinuierlich nach hinten verlagert haben, sind kurz-/mittelfristig nicht zu erwarten. Daher werden Finanzierungen, die zwischen 2015 bis 2018 erfolgt sind, größtenteils bis zum tatsächlichen Laufzeitende bestehen. Laut S&P / LSTA Leveraged Loan Index steigt dieses Volumen über die nächsten Jahre signifikant an. Für den US Markt wird geschätzt, dass sich das zu refinanzierende Volumen von aktuell unter 50 Milliarden USD pro Jahr auf mehr als 200 Milliarden USD im Jahr 2023 erhöhen wird. Unternehmen werden dann auch hier gezwungen sein, flexible Eigenkapitallösungen in Betracht zu ziehen, was Co-Investoren ein weiteres Opportunitätsfenster öffnet.

### **Voraussetzung für erfolgreiche Co-Investments**

Weltweit sind nach Schätzung von YIELCO ca. 300 spezialisierte Manager positioniert, um in Unternehmen mit operativen und/oder finanziellen (insbes. Überschuldung) Herausforderungen erfolgreich zu investieren. Die verwalteten Fondsvolumina dieser auf komplexe Transaktionen spezialisierten Manager sind, mit Ausnahme weniger größerer Manager, nach wie vor vergleichsweise klein (i.d.R. < 2 Milliarden USD/EUR pro Fonds). Aufgrund der speziellen Anforderungen, insbesondere im Hinblick auf den operativen Restrukturierungs- und Wertbeitrag, lassen sich diese auch bei hoher Investorennachfrage nur moderat skalieren.

Während der US Markt seit jeher über eine Reihe namhafter Manager, vor allem auch im Small und Mid-Cap Market verfügt, hat sich auch in Europa in den letzten Jahren ein attraktives Spektrum an regionalen Special Situations Managern etabliert. Global verfügen nach Analysen von YIELCO ca. 80-100 Teams über ausgeprägte operative Fähigkeiten und/oder finanzielle Restrukturierungskompetenz und einem ausgewiesenen Leistungsnachweis (Track Rekord). Zusätzlich sind im Markt jährlich ca. 15-20 neue Manager zu beobachten, meist Abspaltungen («Spin-offs») von Teams aus etablierten Gruppen.

Nach Einschätzung von YIELCO sind insgesamt ca. 25-30 Manager in den USA und ca. 15-20 Gruppen in Europa aktuell sehr gut positioniert, attraktive Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren, Zugang zu erhalten, diese zu repositionieren und schließlich erfolgreich zum Exit zu führen. Die Platzierungskraft für Investoren bei diesen Managern ist insbesondere aufgrund ihrer häufig unter einer Milliarde USD/EUR liegenden Fondsgrößen beschränkt und auch nur schwer skalierbar.

Entscheidend für die Partizipation an entsprechenden Co-Investments ist eine tiefe Kenntnis des Marktsegments und die Positionierung als bedeutender Investor bei aktuellen und zukünftig aufgelegten Fonds der führenden Manager (z.B. über signifikante Allokationen mit Teilnahme an frühen Closings, Sitz auf den LP Advisory Boards, persönliche Beziehungen zu den Managing Partnern). Da viele der Manager stark zugangsbeschränkt sind, sind langjährige, breite Beziehungsnetzwerke zwingende Voraussetzung für Zugang und signifikante Allokationen.

Erforderlich für die Umsetzung attraktiver Co-Investments in komplexen Transaktionen ist zudem ein flexibles Investmentmandat, das bei der Auswahl des Finanzierungsinstruments entsprechenden Spielraum erlaubt und sowohl Eigenkapital- als auch selektiv strukturierte Fremdkapitallösungen

ermöglicht. Eine starke Risikoabsicherung aus Investorensicht kann gerade im aktuellen Umfeld durch ein Bündel an Elementen vergleichsweise gut verhandelt und sichergestellt werden. Im Vordergrund stehen hier die relativ tiefen Einstiegspreise, moderate Verschuldungsgrade und oft eine Vorzugspositionierung in der Kapitalstruktur (als Preferred Equity oder Senior Debt).

Zusätzlich ist beim Aufbau eines Co-Investment Portfolios eine breite Streuung (über ca. 12-15 Einzelinvestitionen), eine solide zeitliche Diversifikation (über mehrere Vintage-Jahre) und eine breite Abdeckung mehrere Industrie-bzw. Branchensektoren unabdingbar.

### **Zusammenfassung - Ausblick**

Das kurz- und mittelfristige Umfeld wird weiterhin Möglichkeiten für sehr attraktive Co-Investments bieten, allerdings werden sich die Transaktionstypen, von denen der Vorkrisen-Zeit erheblich unterscheiden. Während die letzten Jahre von stark gehebelten, auf Wachstum fokussierte „traditionelle“ LBO Co-Investments geprägt waren, werden in den nächsten Jahren insbesondere komplexe Transaktionen über das gesamte Special Situations-Spektrum sowie strukturierte Fremdkapitallösungen mit hoher Risikoabsicherung zu sehen sein. Investoren, die über langjährige Beziehungen und Zugang zu den führenden Managern mit hoher operativer und/oder finanzieller Restrukturierungskompetenz verfügen, sind hervorragend positioniert, um an diesen attraktiven Transaktionen zu partizipieren. Zusätzlich sollten sie über kompetente Ressourcen verfügen, angebotene Opportunitäten zügig zu bewerten und im Rahmen flexibler Mandate umzusetzen.



## **Kontakt**

### **YIELCO Investments AG**

Promenadeplatz 12/3

80333 München

[www.yielco.com](http://www.yielco.com)

Zentrale +49 (0) 89.2323.9297 – 0

Fax +49 (0) 89.2323.9297 - 99

Email: [info@yielco.com](mailto:info@yielco.com)



**Manuel Deimel**

Investment Director Private Equity, Head of Co-Investments

Tel.: +49 (0) 89.2323.9297 - 15

Fax: +49 (0) 89.2323.9297 - 99

E-Mail: [manuel.deimel@yielco.com](mailto:manuel.deimel@yielco.com)



**Dr. Peter Laib**

Vorsitzender des Aufsichtsrates, Head Private Equity

Tel.: +49 (0) 89.2323.9297 - 0

Fax: +49 (0) 89.2323.9297 - 99

E-Mail: [peter.laib@yielco.com](mailto:peter.laib@yielco.com)



**María Sanz García**

Vorstand, Co-Head Private Equity

Tel.: +49 (0) 89.2323.9297 - 20

Fax: +49 (0) 89.2323.9297 - 99

E-Mail: [maria.sanz@yielco.com](mailto:maria.sanz@yielco.com)