





# Private Equity – operative Wertschöpfung und Outperformance im Mid-Market

Über Chancen, Probleme und Strategien bei Private Equity diskutierten **Trutz Rendtorff**, Vorstand Vermögen bei der Karg Stiftung, **Christopher Bär**, Managing Director bei Munich Private Equity Partners, **Jannick Hunecke**, Mitglied des Vorstands der Deutschen Beteiligungs AG, **Andrew Carnwath**, Director Private Equity bei Columbia Threadneedle Investments, und **Christopher Dunn**, Head of Investment Management – Europe bei Crisil Coalition Greenwich. **Dr. Guido Birkner** moderierte die Diskussion.

---

## SPONSOREN





„Wir erleben  
derzeit bei PE

Secondaries eine  
Bewertungs-  
realität, in der  
Renditen nur  
noch durch Mo-  
dellannahmen  
entstehen, nicht  
durch Marktbe-  
wertung.“

**Meine Herren, beginnen wir mit einer Vorstellungsrunde!**

**Andrew Carnwath:** Ich bin Investment Director und stellvertretender Manager des CT Private Equity Trust PLC, eines an der Londoner Börse notierten Investment Trusts. Columbia Threadneedle verwaltet weltweit über 600 Milliarden US-Dollar, davon 2 Milliarden US-Dollar in Private Equity. Unser Schwerpunkt liegt auf Buyouts im unteren Mid-Market-Segment in Europa und den USA. Wir investieren in Primaries, Secondaries und Co-Investments.

**Christopher Dunn:** Ich leite bei Crisil Coalition Greenwich den Bereich Investmentmanagement für Europa. Wir führen innerhalb der institutionellen Community Marktstudien durch, um unseren Kunden – Asset Managern – bei ihren Geschäftsstrategien zu helfen. In unseren Interviews mit institutionellen Investoren fragen wir nach wichtigen Trends, die ihre Portfolios beeinflussen, und danach, wie sie mit Managern zusammenarbeiten, um diese anzugehen.

**Christopher Bär:** Ich bin Managing Director bei Munich Private Equity Partners. Als Investment-Boutique mit 2,7 Milliarden Euro Assets under Management

konzentrieren wir uns ausschließlich auf Primary-Buy-out-Fonds im europäischen und nordamerikanischen Lower-Mid-Market. Unser Geschäftsmodell basiert seit der ersten Dachfondsgeneration 2014 auf einem konsequenten „Pure Play“-Ansatz: ein Produkt, eine Anlageklasse, eine Strategie.

**Jannick Hunecke:** Die Deutsche Beteiligungs AG, kurz DBAG, ist ein Mid-Market-Private-Equity-Investor mit Fokus auf den deutschsprachigen Raum sowie Norditalien. Wir verfolgen mehrere Investmentstrategien: einen Small-Cap-Fonds, eine Mid-Market-Buy-out-Strategie, ein Long-Term-Investment-Programm sowie zwei Kreditfonds. Wir positionieren uns als Finanzierungspartner mit einem breiten Angebot an Beteiligungs- und Finanzierungslösungen für mittelständische, zumeist familiengeführte Unternehmen, die häufig in ihrem Segment führend sind.

**Trutz Rendtorff:** Ich bin seit 2018 einer von zwei CEOs der Karg Stiftung und verantworte Alt- und Neuanlagen. Unser Alt-PE-Portfolio umfasst 35 PE-PD-Fonds, die Hälfte via Feeder – Primaries, Secondaries, Dachfonds, de facto Marktabdeckung zu Endkundengebühren. Die Erfahrung macht mich höchst skeptisch, ob PE für Stiftungen geeignet ist.




---

## **TRUTZ RENDTORFF** **VORSTAND VERMÖGEN,** **KARG STIFTUNG**

Trutz Rendtorff sieht im aktuellen Exit-Stau ein Alarmsignal für das Funktionieren des Geschäftsmodells von Private Equity. Er fragt sich zudem, warum professionelle Investoren nicht kaufen, anstatt LP Stakes mit Discount zu verkaufen. Zudem hinterfragt er die Forcierung der Retailisierung von Private Equity.

### **Wie entwickelt sich das Marktumfeld für Private Equity aktuell?**

**Jannick Hunecke:** Private Equity ist eine langfristige Asset-Klasse, deshalb hole ich etwas aus. Von 2017 bis Anfang 2020 lief das Fundraising in der Branche – auch in Deutschland – sehr gut: Die Nachfrage war hoch, die Fundraising-Zyklen wurden kürzer, die AuMs stiegen, und es gab viele attraktive Deals und Exits. In den Coronajahren 2020 und 2021 wurde weiterhin viel investiert, oft zu hohen Bewertungen. Die Erwartung war, dass nach Corona wieder Normalität einkehrt. Doch es traten Herausforderungen auf: Halbleiter, andere Zwischenprodukte und Rohstoffe wurden knapp und teurer, Lohnkosten stiegen, und ab 2022 zogen die Zinsen rasch an. In der Folge wurden weniger Exits umgesetzt – in Deutschland bereits ab 2021 –, und Kapitalrückflüsse an LPs blieben entsprechend niedriger. Parallel allokierten LPs weiterhin Mittel in PE, so dass ein Ungleichgewicht zwischen hohen Investitionen und wenigen Exits entstand. In der Folge verlangsamten sich die Fundraising-Zyklen. Hinzu kam, dass aufgrund des Denominatoreffekts vielen LPs weniger freies Kapital für Neuallokationen zur Verfügung stand. Haupttreiber der geringen Liquidität war jedoch weniger der Zinsanstieg oder neue Anlagealternativen, sondern vor allem das Ausbleiben

von Rückflüssen aus Exits. Heute befindet sich der Markt weiterhin in einem Kreislauf aus zu wenigen Exits und verhaltenem Fundraising. Letzteres war entsprechend herausfordernd, und einzelne GPs konnten ihre angestrebten Fundraising-Ziele zuletzt nicht erreichen. In diesem Jahr hellt sich die Stimmung auf. Das erkennen wir am zunehmenden Interesse ausländischer Investoren an einer Allokation in Deutschland. Insbesondere im Mid-Market sehen wir wieder mehr Exits, auch aus eigener Praxis. Das Large-Cap-Segment bleibt hingegen stärker von IPOs abhängig, von denen es zuletzt relativ wenige gab.

**Christoper Bär:** Ich teile diese Analyse weitestgehend. In den vergangenen sechs bis acht Jahren hieß es oft, dass das Dry Powder in der Private-Equity-Branche steigt und steigt, der Wettbewerb zunimmt und die Renditen immer mehr unter Druck geraten. Dieser Zyklus ist derzeit unterbrochen. Zwischen 2022 und 2024 hat sich das Dry Powder stabil entwickelt – Investment- und Fundraising-Aktivität stehen wieder in einem vernünftigen Gleichgewicht. Allerdings konzentriert sich ein Großteil des verfügbaren Kapitals auf das obere Ende des Marktes. Im Lower Mid-Market steht weniger zu investierendes Kapital einem weit größeren Anlageuniversum gegenüber, was Fonds in dem Segment entgegenkommt.

---

## ANDREW CARNWATH DIRECTOR PRIVATE EQUITY, COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

Andrew Carnwath ist überzeugt, dass Private Markets Unternehmen besser bewerten können als Public Markets. Unternehmen in Private Markets werden in einer gründlichen Due Diligence bewertet, orientiert an historischen Erträgen, kurzfristigen Prognosen und über Wirtschaftszyklen hinweg. Public Markets sind von Stimmung und Kapitalflüssen beeinflusst.



**Andrew Carnwath:** Exits in Europa und den USA haben sich seit Ende 2022 verlangsamt, was die Liquidität verringerte und zu weithin bekannten Herausforderungen führte. Dennoch ist die beste Zeit zum Investieren oft dann, wenn andere zögern. Schwierige Jahrgänge bringen häufig die besten Renditen hervor. Derzeit dauern Transaktionen länger, was mehr Zeit für Due Diligence bietet, um das Management wirklich kennenzulernen und sich zu Wachstumsplänen abzustimmen. Außerdem haben die meisten GPs die Messlatte höher gelegt und schließen einen Deal nur noch ab, wenn sie davon sehr überzeugt sind. Hervorzuheben ist auch eine Spaltung der Exit-Märkte: Top-Tier-Unternehmen können weiterhin Exits zu Premium-Bewertungen erzielen. Für die anderen Unternehmen dauern Exits länger und erfordern gute Vorbereitung.

**Christopher Bär:** Hochwertige, resiliente Unternehmen werden auch in herausfordernden Marktphasen zu attraktiven Preisen gehandelt.

**Jannick Hunecke:** Tatsächlich ist der Markt zweigeteilt. Einerseits gibt es sehr attraktive Unternehmen, die zu sehr hohen Bewertungen gehandelt werden, in Einzelfällen bis zu 30x EBITDA oder

mehr. Andererseits ist der Markt in Teilen sehr verhalten. Konnte man vor einigen Jahren nahezu jedes Unternehmen verkaufen, verhält es sich heute anders. Diese Zweiteilung zeigt sich auch in der Finanzierung: Teilweise werden sehr hohe Finanzierungsvolumina zu sehr entgegenkommenden Covenants bereitgestellt, andererseits sind die Finanzierungsmöglichkeiten für bestimmte Branchen stark eingeschränkt.

**Trutz Rendtorff:** Zu unserer Realität: Unser breit diversifiziertes Alt-PE-Portfolio liegt im laufenden Jahr rund 19 Prozent netto im Minus, die Treiber sind die Schwäche des US-Dollars und NAV-Abwertungen bei Berichtsnachlauf von regelmäßig sechs Monaten. Die Trophy Assets der Vintages 2009 bis 2018 sind weitgehend verkauft, die Gebühren laufen aber fleißig weiter. Kaum ein Fonds konnte bis heute liquidiert werden. Was bleibt, sind Restpositionen, deren Exit bis heute nicht möglich war. Die geglättete Volatilität ist Schein. Und jetzt verlängern die GPs über Continuation Vehicles die Haltezeit mit der Wahl zwischen 30 Prozent Discount und Nachschuss bei weiterlaufenden Fees.

**Andrew Carnwath:** Diese Performance ist nicht repräsentativ für den breiteren



„Die beste Zeit  
zum Investieren  
ist oft dann,  
wenn andere zögern.  
Schwierige  
Jahrgänge bringen  
häufig die  
besten Renditen  
hervor.“

Private-Equity-Markt, der sich als äußerst widerstandsfähig erwiesen hat. Sie verdeutlicht jedoch die große Streuung zwischen Top-Performern und schwächeren Performern – und die entscheidende Bedeutung der Managerauswahl im Bereich Private Equity.

#### **Können die Private Markets ein Unternehmens besser bewerten als die Public Markets?**

**Andrew Carnwath:** Ja, das würde ich so sagen. In Private Markets werden Unternehmen auf ganz andere Weise bewertet, orientiert an historischen Erträgen, kurzfristigen Prognosen und im Vergleich zu Sektorbewertungen über Wirtschaftszyklen hinweg. Im Gegensatz dazu werden börsennotierte Märkte von Stimmung und Kapitalflüssen beeinflusst. In Private Markets kann eine sehr gründliche Due Diligence bei Unternehmen und ihrem Management durchgeführt werden – ein Maß an Prüfung und Zugang, das in Public Markets nicht möglich ist.

**Trutz Rendtorff:** Aber wenn Private-Equity-Gesellschaften den Wert eines Unternehmens so genau bestimmen können, verstehe ich nicht, warum manche Portfoliounternehmen oder LP-Stakes

jetzt auf den Sekundärmärkten mit 30 Prozent Discount auf den NAV gehandelt werden. Offenbar teilen die Käuferseite und die breiteren Märkte die Bewertungen der GPs nicht. Ein Beispiel aus unserem Portfolio – Amentum, faktisch Nachfolger von Blackwater – ist nach IPO trotz besserer Zahlen um 40 Prozent gefallen. Der Marktpreis schlägt die Sponsor Story. Die Secondaries mit „IRR Pick-up“ haben ebenfalls nicht geliefert, der angebliche Discount beim Einkauf verpuffte vollständig. Wir erleben derzeit eine Bewertungsrealität, in der Renditen nur noch durch Modellannahmen entstehen, nicht durch Marktbewertung.

**Andrew Carnwath:** Wir müssen innerhalb von Secondaries differenzieren. Viele Secondaries werden zum NAV gehandelt, einige mit einem Aufschlag, während andere mit einem Discount gehandelt werden. Bei sehr alten Vintages muss man oft einen erheblichen Discount akzeptieren, da ein Großteil des Wachstums bereits stattgefunden hat. Das bedeutet nicht zwangsläufig, dass diese Unternehmen überbewertet sind; vielmehr muss ein Käufer mit einem Discount kaufen, um seine erforderliche Rendite zu erzielen, da er vor dem Exit nicht mit einem signifikanten weiteren Wertzuwachs rechnet.



„Im weniger effizienten Small- und Mid-Cap-Segment sehen wir Chancen für hohes Alpha und sehr attraktive Renditen.“

**Jannick Hunecke:** Im Rahmen eines anberaumten Investitionsprozesses denken wir selbstverständlich intensiv über die Bewertung nach und betrachten diese auch im Kontext der Kapitalmarkt-bewertungen. Gleichzeitig erwerben wir in der Regel kontrollierende Anteile und verfolgen einen klaren, konsistenten Value-Creation-Plan. Insbesondere im Lower- und Mid-Market steht die Umsetzung einer Buy-and-Build-Strategie als ein Mittel der Wertsteigerung im Vordergrund. Beim Exit unterscheiden sich unsere Unternehmen regelmäßig deutlich von ihrer Ausgangslage beim Einstieg. Diese strategische Positionierung schafft nachhaltigen Mehrwert und macht die Unternehmen für Strategen besonders attraktiv. Gute PE-Manager können die Aktienmärkte outperformen. Dies gilt vor allem für das Mid-Market-Segment, das ineffizienter ist und die Unternehmen sind oftmals auch weniger optimiert aufgestellt. Bei sehr großen Unternehmen steht hingegen häufig eher Kosteneffizienz im Vordergrund.

**Christopher Bär:** Im Lower Mid-Market – hierunter zählen wir Unternehmen mit 5 bis 25 Millionen EBITDA – geht es für LPs auch um die Frage des Marktzugangs. In diesem Segment sind aufgrund der Größe nur sehr wenige Gesellschaften börsen-gelistet. Der Zugang zu ihrem Wachs-

tumspotential erfolgt also erst über die Anlageklasse Private Equity. Die Fondsmanager, in die wir investieren, kaufen solche Unternehmen häufig direkt vom Gründer. Damit gehen sie gewisse Risiken ein, etwa das Key-Man-Risk, also die starke Abhängigkeit des Unternehmens von einer Schlüsselperson. Aber gerade bei solchen strukturellen Ineffizienzen, die in diesem Marktsegment häufiger vorzufinden sind, kann Private Equity auch seine Stärken ausspielen; etwa indem ein Gründer durch ein erfahrenes Managementteam komplementiert wird und Systeme zur zahlen- und datenbasierten Unternehmenssteuerung aufgebaut werden, die bislang fehlen. So kann das Unternehmen professioneller operieren und besser skalieren. IPO-fähig sind sie damit allerdings in der Regel noch nicht. Für strategische Käufer und größere Private-Equity-Gesellschaften sind sie aber durchaus interessante Ziele.

**Wie entwickelt sich derzeit die Nachfrage von LPs nach Private Equity? Suchen die Investoren Primaries, Secondaries oder Co-Investments?**

**Christopher Bär:** Typischerweise bilden Primaries in den Portfolios der Investoren immer noch den größten Kernbaustein. Ergänzend kommen Co-Investments und Secondaries hinzu. Letztere haben zuletzt




---

## **JANNICK HUNECKE** **MITGLIED DES VORSTANDS,** **DEUTSCHE BETEILIGUNGS AG**

Wertschöpfung in PE erfordert nach Ansicht von Jannick Hunecke einen klaren operativen Plan und dessen konsequente Umsetzung. Angesichts des Zinsniveaus und moderater Verschuldungsgrade ist die Finanzierung nicht mehr der zentrale Faktor für Wertsteigerung.

spürbare Mittelzuflüsse verzeichnet. Allerdings haben die auf dem Secondary-Markt erworbenen älteren Portfolios natürlich mit denselben herausfordernden Exit-Bedingungen zu kämpfen.

**Christopher Dunn:** Das Niveau der Liquidität im Sekundärmarkt ist in der Tat bemerkenswert. Das sehen wir auch in unseren Forschungsdaten. Auf globaler Ebene stellen wir fest, dass Interesse und Nachfrage nach Private Equity im Vergleich zu vor ein paar Jahren weltweit nachgelassen haben. Deutschland bildet jedoch eine Ausnahme, denn die Anlageklasse ist dort derzeit gefragter denn je. Das führen wir auf verschiedene Dynamiken zurück. Über Jahrzehnte hinweg waren deutsche institutionelle Portfolios wahrscheinlich die konservativsten in Europa, doch in diesem Jahr haben sich die Allokationen in alternative Anlageklassen verdoppelt. Die Performance-Erwartungen sind gestiegen, da Institutionen versuchen, ihre Risiko-Rendite-Profile entlang der Kurve nach oben zu verschieben. Infolgedessen hat die institutionelle Nachfrage nach Private Equity einen Schub erhalten. Besonders stark zugenommen hat die Nachfrage seitens der betrieblichen Pensionskassen.

**Führen Sie die gestiegene Nachfrage nach Private Equity auf die sinkenden Zinsen zurück?**

**Christopher Dunn:** Es ist sowohl Angebot als auch Nachfrage. Sicherlich trägt das Zinsumfeld zur Attraktivität von Private-Equity-Optionen bei, aber viele deutsche Pensionsinstitutionen erkennen, dass sie ihre Portfolios stärker diversifizieren müssen und im internationalen Vergleich zurückliegen. Sie benötigen mehr Schlagkraft in ihren Portfolios und betrachten daher das breitere Anlageprofil von Private Equity.

**Andrew Carnwath:** Wir beobachten eine Verschiebung hin zum unteren Mid-Market nicht nur in Deutschland, sondern auch in anderen Ländern. Dieses Segment war in den vergangenen drei Jahrzehnten zu keinem Zeitpunkt so gefragt wie jetzt. Viele große LPs erkennen, dass die Renditen in sehr großen PE-Fonds potentiell unter Druck stehen, während es in vielen kleineren Fonds echte Outperformance gibt. Der untere Mid-Market ist daher für große Investoren attraktiv, jedoch haben sie ein administratives Problem: Sie müssen große Geldbeträge investieren, und dies in kleineren Fonds zu tun ist administrativ aufwendig.

**Christopher Bär:** Der Lower Mid-Market überzeugt langfristig durch seine Outperformance gegenüber anderen Marktsegmenten. Gleichzeitig sind die Renditen deutlich breiter gestreut. In Kombination



„Der Lower Mid-Market über-zeugt langfristig durch seine Out-performance gegenüber anderen Markt-segmenten.“

mit den generell weniger öffentlich verfügbaren Daten in den Private Markets führt das zu einer erhöhten Anforderung an die Erfahrung von Investoren, um in diesem Segment erfolgreich zu navigieren.

**Jannick Hunecke:** Im Mid-Market stellt sich auf GP-Seite auch immer wieder die Nachfolgefrage. Einige Gründer von Mid-Market-Fonds haben ihre Nachfolge nicht frühzeitig organisiert; in der Folge kam es in den vergangenen zwei Jahrzehnten zu Konsolidierungen. Investoren wollen in ihrem PE-Portfolio nicht in einem kleinen „Zombie-Fonds“ stranden, sondern einen personell nachhaltig und langfristig gut organisierten Manager als Partner.

**Christopher Dunn:** Im Moment sehen wir, dass viele Großinvestoren ihr freies Kapital ebenfalls in kleinere Segmente lenken. Ähnlich wie bei dem Trend, den wir auf der Indexseite beobachten, sind Anleger in privaten Märkten oft versucht, dem Anführer zu folgen und ihr Geld in die Richtung des geringsten Widerstands zu schieben, doch dieser Herdentrieb kann seinen Preis haben. Kurz gesagt, in den kleineren Marktsegmenten findet weniger Kommodifizierung statt.

**Christopher Bär:** Im Large-Cap-Segment spielt Fremdkapital traditionell eine größere Rolle als im Lower Mid-Market. In einem guten Marktumfeld, in dem Leverage günstig und in hohem Maße verfügbar ist, nähern sich dessen Renditeprofile daher dem des unteren Markt-segments an. Sobald der makroökonomische Rückenwind nachlässt, zeigen sich jedoch die strukturellen Unterschiede. Im Lower Mid-Market entsteht die Wertschöpfung weniger durch Fremdkapitalhebel, sondern verstärkt durch operative und strategische Weiterentwicklung der Unternehmen, und entsprechend stabil ist das Renditepotential über verschiedene Marktzyklen hinweg. Hinzu kommen noch weitere strukturelle Vorteile wie niedrigere Einstiegsmultiplikatoren und mehr Exit-Optionen. Investoren honorieren das zunehmend. Umfragen zeigen klar, dass Lower Mid-Market Buy-outs innerhalb der Anlageklasse Private Equity das am stärksten nachgefragte Segment sind.

**Jannick Hunecke:** Die Durchdringung von Private Equity, gemessen am BIP, ist in Deutschland vergleichsweise niedrig. Gleichzeitig gibt es rund 80.000 Mid-Market-Unternehmen, die grundsätzlich PE-relevant sind – ein in Europa einzigartiges Potential. Zudem besteht ein hoher Bedarf an Nachfolgelösungen und Wachstumsfinanzierungen. Gleichzeitig haben wir eine andere Marktwahrnehmung als die Sicht, dass Finanzierungen „sehr stark und recht günstig“ verfügbar seien. Banken sind in der Kreditvergabe deutlich zurückhaltender geworden, und in manchen Bereichen zeigt sich eine restriktive Kreditvergabe. Gleichzeitig ist der Markt davon geprägt, dass Debt Funds auch einen größeren Teil der Finanzierungen stellen.

**Trutz Rendtorff:** Ich würde behaupten, dass inhabergeführte Mittelständler aus traditionellen Branchen in Deutschland immer noch einen ausreichenden Zugang zu Finanzierungen und Banken haben. Das sieht in den USA anders aus, wo Mid-Cap-Unternehmen tatsächlich bei Private-Debt-Fonds für eine Finanzierung anklopfen müssen.

**Jannick Hunecke:** Ich möchte Trutz Rendtorff widersprechen. Die Finanzierung für Mid-Market-Unternehmen in Deutschland ist in den vergangenen Jahren anspruchsvoller geworden, da sich traditionelle Finanzierer restriktiver verhalten. Allein unsere Finanzierungen werden zu 80 Prozent von Debt Funds bereitgestellt, nicht mehr von Banken. Zurück zur Nachfolgefrage. Schon vor 20 Jahren hieß es, Deutschland sei mit seinem inhabergeführten Mittelstand eine riesige Nachfolgechance für PE. Diese Prognose hat sich lange nicht materialisiert, doch die Zeiten haben sich geändert. Nach Corona, viel neuer Regulatorik und anderen Herausforderungen hat bei manchen Inhabern ein Umdenken eingesetzt, und zwar dahingehend, dass Finanzinvestoren als Partner betrachtet werden. Zudem übernimmt eine neue Generation das Steuer in vielen Unternehmen. Gerade Gründer von Tech-Unternehmen sind heute eher bereit, ihr Unternehmen zu veräußern.

**Andrew Carnwath:** Viele Private-Equity-Deals, die wir sehen und mögen, drehen sich nicht um Risikoreduzierung oder Nachfolge, sondern um beschleunigtes Wachstum mit einem Partner. Typischerweise wächst ein Unternehmen erfolgreich in einer Nische, und das Management sagt: Wir brauchen einen Partner, um regional zu expandieren, die Produktpalette zu erweitern oder das Wachstum zu beschleunigen. Sie nehmen dann etwas Geld vom Tisch, behalten aber einen bedeutenden Anteil am Unternehmen mit dem Ziel, in den nächsten vier oder fünf Jahren in Partnerschaft mit einer Private-Equity-Gesellschaft erhebliche Gewinne zu erzielen. Für uns geht es darum, alle auf dasselbe Endziel auszurichten.

**Trutz Rendtorff:** Ich habe mit Professor Kaplan an der University of Chicago viele PE-Deals analysiert. Nahezu immer war der Werttreiber nicht operative Exzellenz, sondern der Tax Shield durch Debt Push-down. Das war kein Managementwunder, sondern Finanztechnik. Über vier

Jahrzehnte fallender Zinsen hat Leverage einfach funktioniert – jeder Hebel sah aus wie Können.

**Jannick Hunecke:** In den frühen 2000er Jahren stand Financial Engineering im Fokus. Die Branche hat sich jedoch weiterentwickelt. Multiple-Expansion war phasenweise ein attraktiver Treiber, ist heute aber kein verlässlicher Schlüssel zur Wertschöpfung mehr. Wir zahlen im Durchschnitt höhere Einstiegs-Multiples als früher. Zugleich ist nicht davon auszugehen, dass sich Multiples beim Exit

---

## CHRISTOPHER BÄR MANAGING DIRECTOR, MUNICH PRIVATE EQUITY PARTNERS

Laut Christopher Bär stellt sich für LPs im Lower Mid-Market auch die Frage des Marktzugangs, da in diesem Segment nur wenige Gesellschaften börsennotiert sind.





„Private Equity  
ist von Natur aus  
das ideale Instru-  
ment für Impact-  
und Nachhaltig-  
keitsziele.“

systematisch ausweiten. Wertschöpfung erfordert daher einen klaren operativen Plan und dessen konsequente Umsetzung. Angesichts des Zinsniveaus und moderater Verschuldungsgrade ist die Finanzierung nicht mehr der zentrale Faktor für Wertsteigerung.

**Christopher Bär:** Im Lower Mid-Market spielt Multiple Expansion immer noch eine Rolle. Sie wird zwar in der Regel nicht formal eingeplant, sollte aber systemisch stattfinden. Wenn Fondsmanager mittelständische Unternehmen kaufen, fehlen oft noch essentielle Teile eines professionellen Managements sowie die nötigen Strukturen für weiteres Wachstum. In solchen Fällen ist ein Bewertungsabschlag durchaus gerechtfertigt. Durch die spätere operative und strategische Weiterentwicklung entsteht ein Unternehmen mit einem anderen Fundament. Damit ändert sich auch die Wahrnehmung im Markt, und das Unternehmen wird unter anderem für neue Käufergruppen – etwa aus größeren Marktsegmenten – interessant. Insofern sollte am Ende auch eine Multiple Expansion stehen. In unseren Portfolios sehen wir sowohl EBITDA-Wachstum als auch Multiple Expansion infolge professioneller Transformation als relevante Wertsteigerungshebel.

**Andrew Carnwath:** Ich möchte auf die Auswahl von Managern zurückkommen. Die besten Manager verfügen über ein wiederholbares, schnell getaktetes Wertschöpfungs-Playbook: Sie legen sofort los, installieren die richtige Führung, treiben Wachstum voran und setzen strategische Akquisitionen um. Bei M&A geht es nicht nur um Größe, sondern es geht auch darum, die geographische Reichweite zu erweitern, Produktlinien hinzuzufügen und den adressierbaren Markt zu vergrößern. In den vergangenen, herausfordernden Jahren waren Branchenspezialisierung und operative Wertschöpfung – nicht Leverage – die wirklichen Unterscheidungsmerkmale.

**Trutz Rendtorff:** Wenn alles so gut bewertet und operativ verbessert wird: Warum der Exit-Stau? Warum kaufen professionelle Investoren nicht, anstatt LP Stakes mit Discount zu verkaufen? Und warum wird die Retailisierung forciert? Für mich ist das ein Alarmsignal.

**Andrew Carnwath:** Niemand behauptet, dass alles rosig ist. Wenn wir die Performance von Private Equity in den letzten zwei oder drei Jahren im Vergleich zu den börsennotierten Märkten oder, genauer gesagt, den Magnificent Seven messen, haben wir schlechter abgeschnitten. Lang-




---

**CHRISTOPHER DUNN**  
**HEAD OF INVESTMENT**  
**MANAGEMENT – EUROPE,**  
**CRISIL COALITION**  
**GREENWICH**

Laut Christopher Dunn kann ein Anleger mit passiven Investments sein Beta abdecken, um dann freie Sicht auf die Investmentmöglichkeiten in Private Markets zu bekommen.

fristig betrachtet, zeigen die Statistiken jedoch eindeutig eine massive Outperformance von Private Equity. Ich erwarte, dass Private Equity stark zurückkommt. Betrachtet man den Unterschied in den Bewertungsmultiplikatoren zwischen börsennotierten und privaten Märkten, ist der Discount von Private Equity gegenüber den börsennotierten Märkten auf einem Allzeithoch.

**Mit welchen Renditen können Investoren bei Primaries und Secondaries rechnen?**

**Andrew Carnwath:** Wir investieren im unteren Mid-Market-Segment und streben bei einzelnen Transaktionen eine IRR von 25 Prozent pro Jahr an. In unserem jüngsten Co-Investment-Fonds haben wir 22 Investitionen getätigt. Die Hälfte davon haben wir inzwischen realisiert und dabei mehr als das Dreifache der Kosten sowie eine IRR von 30 Prozent erzielt. Auch in diesen schwierigeren Märkten sind weiterhin starke Renditen und Exits möglich.

**Christopher Bär:** Wir sehen im Lower Mid-Market auf Deal-Ebene typischerweise Zielrenditen zwischen 2,5x und 3x. Die GPs in unseren Dachfondsportfolios haben in bislang mehr als 120 Exits im Durchschnitt einen Multiple von 3,6x erzielt. Das

zeigt: Das Marktsegment bietet enormes Potential. Grundsätzlich ist die Streuung dieser Rendite allerdings auch breiter als zum Beispiel bei Large-Cap-GPs. Umso wichtiger sind daher die Auswahl und der Zugang zu den besten Fonds, um das vorhandene Alpha zu heben.

**Jannick Hunecke:** Dem stimme ich voll zu. In der Mid-Market-Strategie erzielten wir in der Langfristbetrachtung einen Kapitalmultiplikator von etwa 2,5x und einen IRR von circa 35 Prozent, und das streben wir auch künftig an. In der Small-Cap-Strategie (ECF-Fonds) arbeiten wir auf eine Verdreifachung unseres eingesetzten Kapitals hin.

**Trutz Rendtorff:** Für Stiftungen zählt DPI, nicht IRR. Von IRR kann ich die Kinder nicht ernähren – ich will den Cash sehen. Gute Fonds haben einen DPI von 2,0 über zwölf Jahre, das entspricht 6,3 Prozent per annum geometrischer Rendite (CAGR). Das ist für ein illiquides, risikoreiches Asset mit unbestimmter Laufzeit viel zu wenig. Der breite Aktienmarkt hat in der gleichen Zeit zweistellige Renditen erwirtschaftet. In typischen PE-Strukturen fließen über die Laufzeit 40 Prozent des Commitments und mehr in Gebühren. Wer mit liquiden Märkten mithalten will, braucht in PE 30 bis 40 Prozent IRR. Aber solche Ergebnisse sind die absolute Ausnahme, nicht die Regel.



**Andrew Carnwath:** Nein, wir müssen Gleiches mit Gleichem vergleichen. Wir verwalten einen börsennotierten Investment Trust, der seit 1999 in Private Equity im unteren Mid-Market investiert und ein Portfolio von rund 500 zugrunde liegenden privaten Unternehmen besitzt. Die Gesamrendite des Aktienkurses und die Gesamrendite des NAV liegen seit Auflegung beide bei etwa 10 Prozent pro Jahr. Das liegt deutlich über der Rendite der Aktienmärkte in diesem Zeitraum; zum Beispiel ist es mehr als das Vierfache der Rendite des FTSE All-Share im selben Zeitraum.

**Und welche Rolle spielt Private Equity im Portfolio, in der strategischen Asset Allocation von institutionellen Investoren?**

**Christopher Bär:** Die Anlageklasse ist in den Portfolios institutioneller Investoren ein zentraler Renditetreiber und Diversifikationsbaustein. Zudem reduziert Private Equity meist die Volatilität in Portfolios, da die Bewertungen in der Regel quartalsweise erfolgen und im Gegensatz zu den täglichen Marktbewegungen börsennotierter Anlagen stärker auf Fundamentaldaten beruhen.

**Andrew Carnwath:** Außerdem verschafft Private Equity Anlegern Zugang zu

Unternehmen, die über die öffentlichen Märkte nicht erreichbar sind. Dazu zählen agile Technologie- und Gesundheitsunternehmen mit neuen Geschäftsmodellen. Gute Unternehmen neigen dazu, länger privat zu bleiben. Der einzige Weg, Zugang zu ihnen zu erhalten, ist über Private Equity.

**Christopher Bär:** Der Trend spricht auch nicht für den gelisteten Markt. In den USA gab es im Jahr 2000 rund 7.000 börsennotierte Unternehmen. Deren Anzahl ist bis 2024 auf etwa 4.000 zurückgegangen. Das zeigt, dass immer mehr Wertschöpfung jenseits der Börse erfolgt. Die Diversifikation nimmt an den Public Markets ab und in den Private Markets zu.

**Trutz Rendtorff:** Wenn professionelle Investoren wie Harvard, Yale oder Pensionskassen massenhaft mit Abschlag verkaufen, ist die Demokratisierung von PE nichts als ein Vertriebsargument. Jetzt sollen Privatanleger das kaufen, was Institutionelle nicht mehr wollen. Für Stiftungen ist das Gift. Kapitalabrufe kommen typischerweise in schwachen Märkten, Ausschüttungen stocken gleichzeitig. Das ist ein klarer Asset Liability Mismatch. Wir finanzieren mehrjährige Bildungsprogramme, wissen ziemlich genau, dass wir in den nächsten drei bis fünf Jahren rund 5 Prozent per annum an Erträgen



benötigen. Aber PE liefert keine planbaren Cashflows. Private Equity, Private Debt & Co. hängen an denselben Exit-Fenstern. Wenn eines verstopft ist, stocken alle. Ohne internes Spezialwissen und ohne Ticketgrößen, die günstige Konditionen erzwingen, wird Private Equity unter etwa 1 Milliarde Euro AuM schnell zum administrativen Gebührenalbtraum ohne hinreichende Kompensation des erheblichen Risikos.

**Christopher Dunn:** Aus der Perspektive eines institutionellen Portfolios stehen passive Investitionen in liquide Anlagentklassen im völligen Gegensatz zu den Private Markets. Ich glaube jedoch, dass der Fokus auf Passives den Fokus auf Private ebenfalls erhöht, weil die gesamte Mitte ausdünn. So kann ein Anleger sein Beta, seine Basislinie und alle Fundamentaldaten abdecken. Das verschafft ihm eine völlig andere Sicht darauf, wie er in Private Markets investieren kann und möchte. Der Anleger hat natürlich eine Performance- und eine Diversifikations-erwartung, aber der Koloss der passiv verwalteten Gelder, der derzeit in den Markt strömt, verändert seine Kalkulation auf der Private-Seite.

**Andrew Carnwath:** Ich stimme voll und ganz zu. Wir haben kürzlich erneut gesehen, dass Anleihen und Aktien sich

in die gleiche Richtung bewegt haben, anstatt negativ korreliert zu sein. Daher überdenken Anleger die Portfoliozusammenstellung und wenden sich zunehmend Private Equity zu, um Alpha zu generieren.

**Christopher Dunn:** Das ist tatsächlich der stärkste Trend, den wir in den vergangenen 15 Jahren beobachtet haben. Entweder jagen Vermögensverwaltungsfirmen nach Größe und versuchen, mit den BlackRocks dieser Welt zu konkurrieren, oder sie spezialisieren sich auf eine Nische und konzentrieren sich auf Alpha und Outperformance. Im Laufe der Zeit hat sich die Mitte der Manager ausgedünnt, und viele traditionelle Asset Manager, die sich ausschließlich auf gelistete Märkte konzentrieren, verschwinden nach und nach.

**Jannick Hunecke:** Eine solche Entwicklung erwarte ich für Large-Cap-Fonds, in die große GPs, Staatsfonds und andere Institutionen kontinuierlich große Kapitalbeträge allokalieren. In diesem Marktsegment können somit einige sehr große GPs durch die kontinuierliche Bereitstellung umfangreicher Kapitalallokationen quasi ein „Standard“-Segment innerhalb von Private Equity abbilden; dort gehen die Renditen tendenziell zwar etwas nach unten, bleiben für große Institutionen



jedoch hinreichend attraktiv. Zugleich schreitet die Demokratisierung von Private Equity in diesem Bereich voran, um weiteres Kapital zu erschließen. Dieses Segment unterscheidet sich deutlich vom Small- und Mid-Cap-Bereich, in dem sich mit fokussierten Strategien weiterhin Alpha generieren lässt. Liquidität kostet Performance, insofern muss dafür bezahlt werden. Entscheidend ist eine passende Asset-Liability-Struktur. Im weniger effizienten Small- und Mid-Cap-Segment sehen wir Chancen für hohes Alpha und sehr attraktive Renditen.

#### **Wie sieht es mit Nachhaltigkeit und Impact bei Private Equity aus?**

**Andrew Carnwath:** Private Equity ist eine ideale Anlageklasse für Impact Investing und bietet Zugang zu fokussierten und innovativen Unternehmen, die realen Wandel vorantreiben. Wir haben soeben ein First Closing für einen Impact-Co-Investment-Fonds durchgeführt, um diese Chance zu nutzen. Er investiert in Unternehmen, deren Produkte oder Dienstleistungen zentrale Umwelt- und Sozialprobleme angehen, die mit den UN-Zielen für nachhaltige Entwicklung im Einklang stehen. Impact-Unternehmen sind besonders attraktiv, weil sie unseres

Erachtens die besten risikoadjustierten Renditen bieten. Das liegt daran, dass sie grundlegende Bedürfnisse statt Wünsche adressieren. Daher besteht eine nicht-zyklische Nachfrage nach ihren Produkten und Dienstleistungen. Darüber hinaus sind sie häufig in der Lage, die besten Talente anzuziehen und zu halten – ein entscheidender Engpass für Wachstum. Infolgedessen werden viele von regionalen und sektoralen Spezialisten investiert statt von Impact-Akteuren. Unser Fonds wird gemeinsam mit diesen regionalen und sektoralen Spezialisten ko-investieren und so den Zugang zu diesen wirkungsvollen Unternehmen ermöglichen. Mit Hilfe unseres Responsible-Investment-Teams werden wir den Unternehmen anschließend helfen, ihre positive Wirkung zu messen und zu kommunizieren, was unserer Überzeugung nach das Gewinnwachstum weiter beschleunigen und den Wert beim Exit steigern wird.

**Christopher Dunn:** Private Equity ist von Natur aus das ideale Instrument für Impact- und Nachhaltigkeitsziele. Institutionelle Anleger müssen häufig bestimmte Impact- oder Nachhaltigkeitsvorgaben erfüllen, um den Anforderungen interner Stakeholder oder externer Regulierungsbehörden gerecht



zu werden. Zugleich suchen sie nach renditestärkeren Anlagechancen. Wenn diese Aspekte zusammenkommen, sehen viele Anleger in Europa Private Equity als eine Win-win-Situation. Es erfüllt die Kriterien auf der reinen Investmentseite und trägt zugleich zum Erreichen übergeordneter Ziele bei.

**Christopher Bär:** Ein GP muss allerdings kein Impact-Investor sein, um Impact zu erzielen. Klassisches Private Equity kann ebenso eine positive Wirkung entfalten. Entscheidend ist, dass Fondsmanager ESG-Faktoren aktiv in ihre Ownership-Agenda integrieren.

**Andrew Carnwath:** Einige Anleger sind bereit, für Impact ein wenig Rendite einzubüßen, aber das ist nicht

notwendig und entspricht nicht unserem Investitionsansatz. Unser neuer Fonds, Castle Mount Impact Partners LP, strebt für unsere Investoren eine Nettorendite (IRR) von 20 Prozent an – Renditen mit einer realen, überprüf- baren positiven Wirkung auf die Welt. Wir sind zuver- sichtlich, dies zu erreichen, denn ein Blick auf unsere Erfolgsbilanz zeigt, dass die wirkungsorientierten Unter- nehmen deutlich überperformt haben – mit realisierten Renditen von mehr als dem Dreifachen der Kosten und 30 Prozent.

**Christopher Bär:** Wir legen heute Artikel-8-Fonds auf, integrieren ESG-Kriterien allerdings seit 2014 konse- quent in unseren Investmentprozess, da wir überzeugt sind, dass nachhaltiges Handeln und Rendite in der Regel nicht im Widerspruch stehen. Primär sehen Investoren unsere Produkte allerdings als Renditebaustein im Port- folio an.

**Jannick Hunecke:** Performance steht an erster Stelle, und Nachhaltigkeit ist ein integraler Bestandteil unserer Investitionsphilosophie. Bereits in der Due Diligence prü- fen wir ESG-Aspekte, identifizieren potentielle Risiken und leiten Maßnahmen ab, die wir in den Value-Creation- Plan integrieren. Ziel ist, Unternehmen modern und langfristig nachhaltig gut aufzustellen, das unterstützt auch den Exit.

#### **Ist die Transformation eines braunen Unternehmens ein Investmentziel für Private-Equity-Gesellschaften?**

**Jannick Hunecke:** Wir würden kein „braunes“ Unter- nehmen kaufen, um es „grün“ zu machen. In der Pro- zessindustrie ist die notwendige Transformation häufig eine große technologische Herausforderung mit hohem Investitionsbedarf; das lässt sich typischerweise kaum als PE-Case umsetzen.

**Trutz Rendtorff:** Impact entsteht nur dort, wo Kapi- talknappheit besteht, zum Beispiel bei braunen Firmen, die grüner werden wollen. ESG ist für uns primär ein Risikoinstrument, also ob das Unternehmen besonderen Risiken ausgesetzt ist bzw. Chancen hat. Es wird bei uns über den Diskontfaktor berücksichtigt. Je weniger die Herausforderungen der Zukunft adressiert werden, desto höher die Risikoprämie.

**Jannick Hunecke:** Entsprechend wäre es auch schwierig, nach einer solchen Transformation zu einer angemesse- nen Bewertung zu veräußern. Deshalb fokussieren wir uns auf Fälle, in denen operative Wertschöpfung, Skalie- rung und strategische Positionierung unter PE-Eigentum realistisch und effizient umsetzbar sind. ●

# Unsere Eigentümerin: die Unabhängigkeit.

Die Frankfurter Allgemeine handelt redaktionell wie wirtschaftlich autark. Ermöglicht wird dies durch die Eigentümerin: die FAZIT-Stiftung. Die damit einhergehende strukturelle Unabhängigkeit stellt sicher, dass sich die Frankfurter Allgemeine ausschließlich ihrem hohen publizistischen Anspruch widmen kann, ohne auf die Erwartung eines Förderers Rücksicht zu nehmen. Damit unterstützt sie durch größtmögliche Objektivität die eigenständige Meinungsbildung ihrer Leser. — Freiheit beginnt im Kopf.

# Summary



## KEY FACTS

- Private Equity steckt in einem Teufelskreis aus zu wenigen Exits und einem ausgebremschten Fundraising-Zyklus.
- Im Mid-Market erfolgen in diesem Jahr mehr Exits als zuvor, während der Large-Market unter den schwachen IPO-Aktivitäten leidet.
- Gespaltene Exit-Märkte: Top-Tier-Unternehmen erzielen Premium-Bewertungen, andere brauchen bessere Exit-Vorbereitung.
- Dry Powder konzentriert sich am oberen Ende des Marktes.
- Immer mehr gute Private-Equity-Deals zielen auf ein schnelles Wachstum und operative Wertschöpfung ab, weniger auf Nachfolge.

Im Lower Mid-Market geht es laut **Christopher Bär** für LPs auch um die Frage des Marktzugangs, denn in diesem Segment sind nur sehr wenige Gesellschaften börsennotiert. Der Zugang zu ihrem Wachstumspotential erfolgt also erst über die Anlageklasse Private Equity. Die Fondsmanager kaufen Unternehmen häufig direkt vom Gründer und komplettieren die Führung durch ein Managementteam.

**Andrew Carnwath** hält Private Equity für eine ideale Anlageklasse für Impact Investing. Für ihn bietet PE einen Zugang zu fokussierten und innovativen Unternehmen, die realen Wandel vorantreiben. Dabei sei Impact Investing in PE nicht zwangsläufig damit verbunden, dass Anleger Rendite einbüßen, sondern auch Impact-orientierte Unternehmen haben das Potential zu überperformen.

**Jannick Hunecke** erwartet, dass in den kommenden Jahren einige sehr große GPs im Marktsegment der Large-Cap-Fonds durch die kontinuierliche Bereitstellung umfangreicher Kapitalallokationen quasi ein Standardsegment innerhalb von Pri-

vate Equity abbilden können. Zugleich schreitet die Demokratisierung von Private Equity in diesem Bereich voran, um weiteres Kapital zu erschließen.

**Trutz Rendtorff** beobachtet am PE-Markt derzeit eine Bewertungsrealität, in der Renditen nur noch durch Modellannahmen entstehen, nicht durch Marktbewertung. Er verweist darauf, dass manche Portfoliounternehmen oder LP-Stakes jetzt auf den Sekundärmärkten mit 30 Prozent Discount auf den NAV gehandelt werden. Daraus schließt er, dass die Käuferseite und die breiteren Märkte die Bewertungen der GPs nicht teilen.

Aus der Perspektive eines institutionellen Portfolios erkennt **Christopher Dunn** einen Gegensatz passiver Investitionen in liquide Anlageklassen zu Private Markets. Zugleich erhöht der Fokus auf passive Investments den Fokus auf Private Markets, weil sich die Mitte ausdünnert. So kann ein Anleger sein Beta und alle Fundamentaldaten passiv abdecken und über Private Markets sein Alpha erwirtschaften. ●