

Ein Investoren- Leitfaden für Private Markets Evergreen-Fonds

Januar 2025

Das Inhaltsverzeichnis:

Definition	3
Marktentwicklung	4
Merkmale: Evergreen-Fonds im Vergleich mit klassischen geschlossenen Privatmarktfonds	9
Weitere Bemerkungen zur Liquidität von Evergreen-Fonds	13
Einsatzmöglichkeiten von Evergreen-Fonds.....	14
Literatur- und Quellenverzeichnis	15

Definition

Evergreen-Privatmarktfondsstrukturen erfahren seit Anfang der 2000er-Jahre ein dynamisches Marktwachstum. Es hat jedoch nahezu 20 Jahre gedauert, bis sich semi-liquide Fondsstrukturen auf den Private Markets etabliert haben und wir befinden uns immer noch in einer Schlüsselphase für die Entwicklung des Marktes.

Intuitiv ist die Art der zugrunde liegenden Vermögenswerte ausschlaggebend für die Wahl des Fondsvehikels, wobei offene Strukturen für liquide Vermögenswerte und geschlossene Strukturen für illiquide Portfolios in der Vergangenheit bevorzugt wurden. Evergreen-Fonds kombinieren Elemente von offenen und geschlossenen Fondsstrukturen. **Evergreen Private Markets AIFs können sowohl offene als auch geschlossene Vehikel im Sinne der AIFMD sein.** Aufgrund dessen weisen Evergreen-Vehikel sehr unterschiedliche Ausgestaltungen auf, von NAV-basierten offenen Strukturen über hybride Konzepte, die Merkmale traditioneller geschlossener und offener Fonds vereinen, bis hin zu Vintage-Strukturen. Letztere orientieren sich stark an den Prinzipien geschlossener Fonds, verfolgen jedoch das Ziel, Anleger nahtlos von einem Fondszyklus in den nächsten rollieren zu lassen, sodass kein erneutes Investment erforderlich ist. **Die Bezeichnung „Evergreen-Fonds“ ist folglich recht unspezifisch. Eine einheitliche Struktur oder Definition existiert nicht.**

Es geht um die Frage, wie Fondsmanager die verschiedenen Merkmale von liquiden offenen Fonds und illiquiden geschlossenen Fonds zusammenbringen und aufeinander abstimmen. **Wir können Evergreen-Fonds deshalb als hybride Vehikel zwischen traditionellen geschlossenen und offenen Strukturen einordnen.**

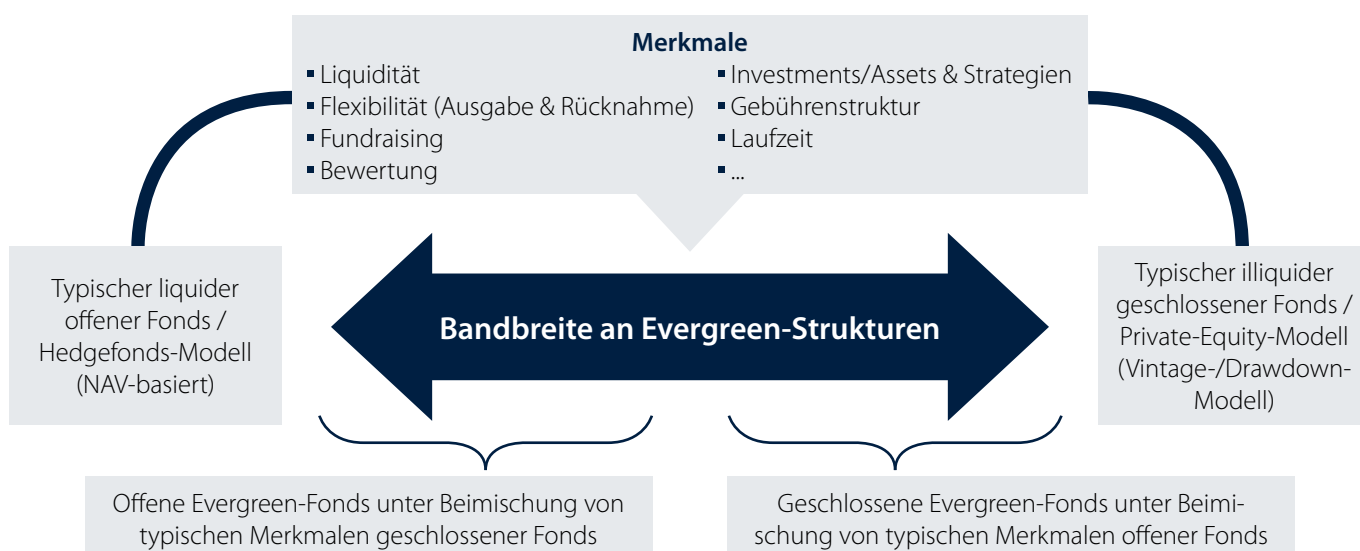


Abbildung 1: Große Bandbreite an Evergreen-Strukturen zwischen klassischen offenen und geschlossenen AIFs.

Ein wichtiges Merkmal ist die Liquidität des Fonds. Evergreens fungieren in der Regel als zeitlich unbefristete Investmentfonds, in die Anleger während der Laufzeit des Fonds ein- und aussteigen können. Fondsmanagern stehen dafür diverse Mechanismen zur Verfügung, um ein **Liquiditätsprofil zu schaffen, das der Illiquidität der zugrunde liegenden Vermögenswerte angemessen ist.** Zugleich stehen Anlegern variable Ausstiegsoptionen während der Laufzeit des Fonds zur Verfügung, ohne auf die Endfälligkeit des Fonds warten zu müssen, wobei Rücknahmen bestimmten Beschränkungen unterliegen können. Daher ist die Liquidität dieser Vehikel im Allgemeinen begrenzter als bei einer klassischen offenen Fondsstruktur.

BAI-Umfragen unter deutschen institutionellen Investoren zeigen, dass viele noch im Unklaren sind, ob sie mittelfristig über Evergreen-Fonds auf den Private Markets investieren möchten. Dabei spielen Investorentyp, Assets und Management und die Erfahrung auf den Private Markets entscheidende Rollen. Mit diesem Paper wollen wir Investoren und Asset Managern einen Leitfaden für Privatmarktinvestitionen mittels Evergreen-Fonds an die Hand geben. Wir umreißen die Marktentwicklung und Nachfrage, definieren die wichtigsten Merkmale von Evergreen-Strukturen, erläutern Unterschiede sowie mögliche Vor- und Nachteile gegenüber klassischen geschlossenen Privatmarktfonds und skizzieren Einsatzmöglichkeiten von Evergreen-Strategien.

Marktentwicklung

Aufgrund einer fehlenden einheitlichen Struktur und Definition von Evergreen-Fonds, ist es schwierig, ein homogenes Bild zur Marktentwicklung zu zeichnen.

Über Umfragen unter den Asset Managern im BAI und deutschen institutionellen Investoren können wir sowohl das Angebot an Private Markets Evergreen-Strukturen als auch die Nachfrage nach diesen Produkten skizzieren.

BAI Member Survey: Planen Sie mittelfristig Evergreen / semi-liquide Privatmarktfonds anzubieten?



Abbildung 2: BAI-Umfrage unter Mitgliedsunternehmen (GPs) im Spätsommer 2024.

Nahezu jeder zweite Asset Manager im BAI bietet bereits Evergreen-Lösungen für seine Kunden an. Weitere 20% planen in Zukunft Produkte aufzulegen. Ein vergleichbarer Survey von Dechert, AIMA und ACC unter Kreditfondsmanagern bestätigt die Umfrage des BAI. Knapp mehr als die Hälfte der dort befragten Kreditfondsmanager hat bereits Evergreen / semi-liquide Fonds im Produktportfolio, die den Anlegern eine gewisse Liquidität bieten, indem sie ein Recht auf vorzeitige Rücknahme gewähren. Darüber hinaus gaben 48 % der befragten Kreditfondsmanager an, dass sie weiterhin einen Anstieg der Nachfrage nach innovativen Liquiditätslösungen erwarten.

BAI Investor Survey: Planen Sie mittelfristig Private Markets Investment über Evergreen / semi-liquide Fonds? Clusteranalyse: Investorentyp

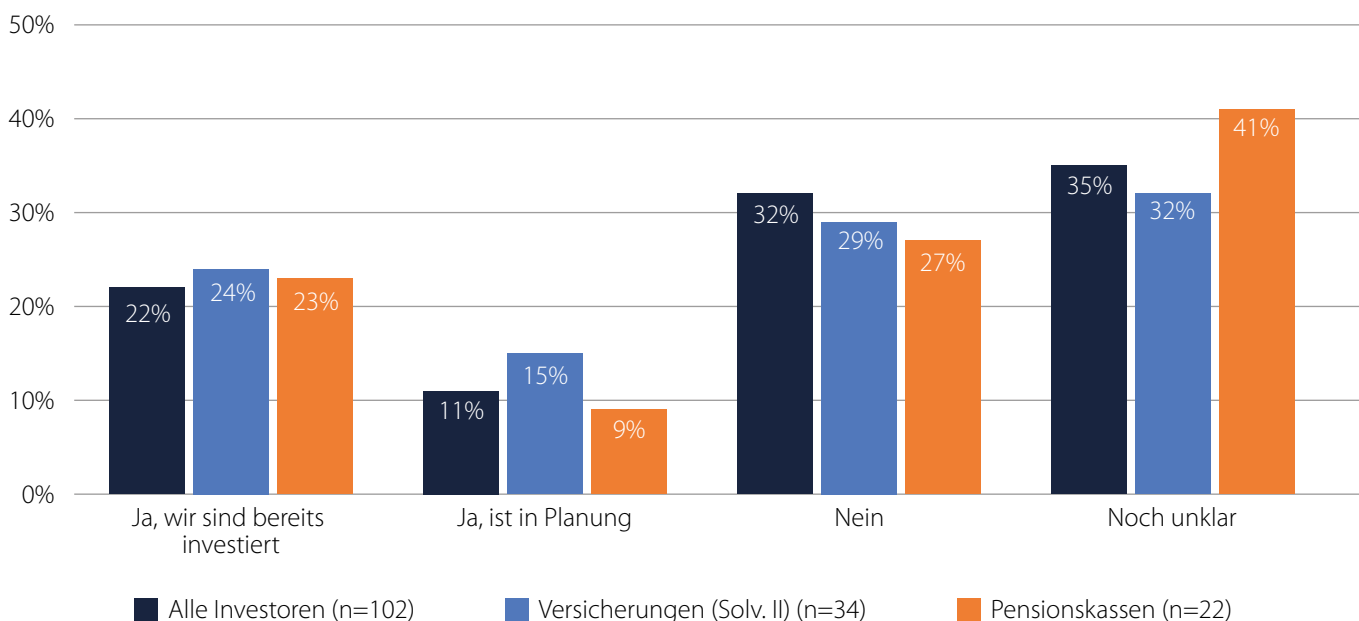


Abbildung 3: BAI-Umfrage unter deutschen institutionellen Investoren im Spätsommer 2024.

BAI Investor Survey: Planen Sie mittelfristig Private Markets Investment über Evergreen / semi-liquide Fonds? Clusteranalyse: Assets under Management

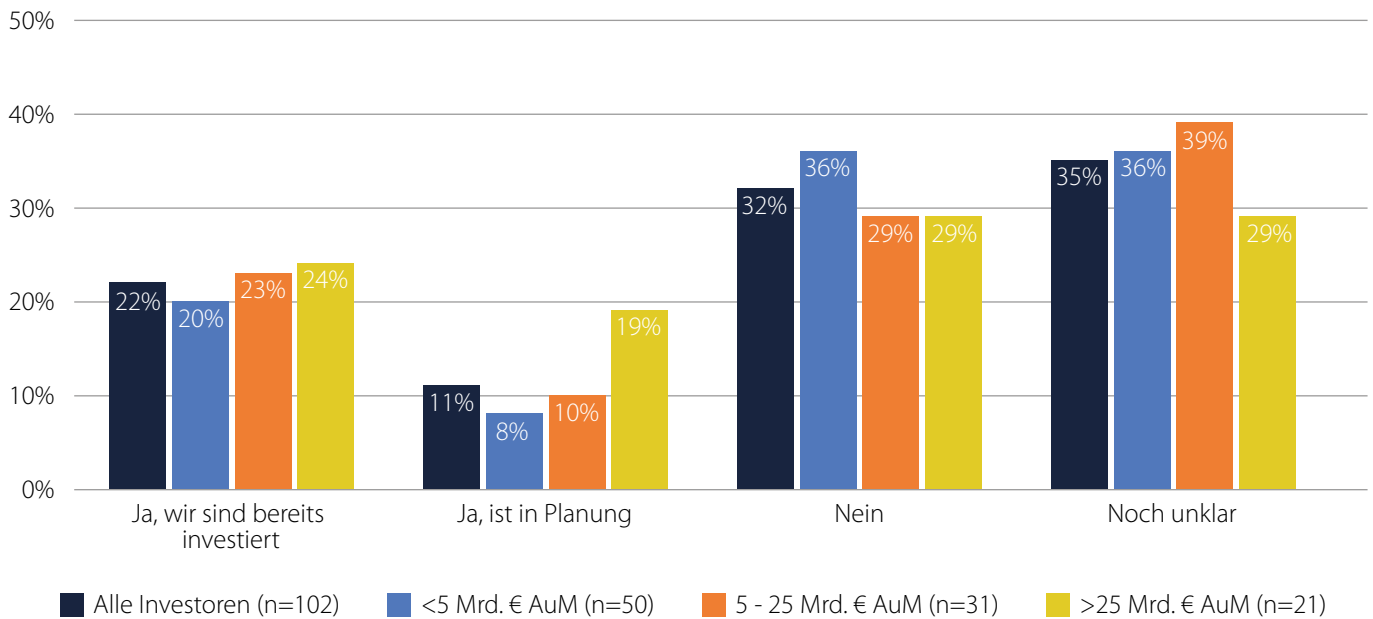


Abbildung 4: BAI-Umfrage unter deutschen institutionellen Investoren im Spätsommer 2024.

BAI Investor Survey: Planen Sie mittelfristig Private Markets Investment über Evergreen / semi-liquide Fonds? Clusteranalyse: Inhouse-Erfahrung in Bezug auf das Alternative-Portfolio

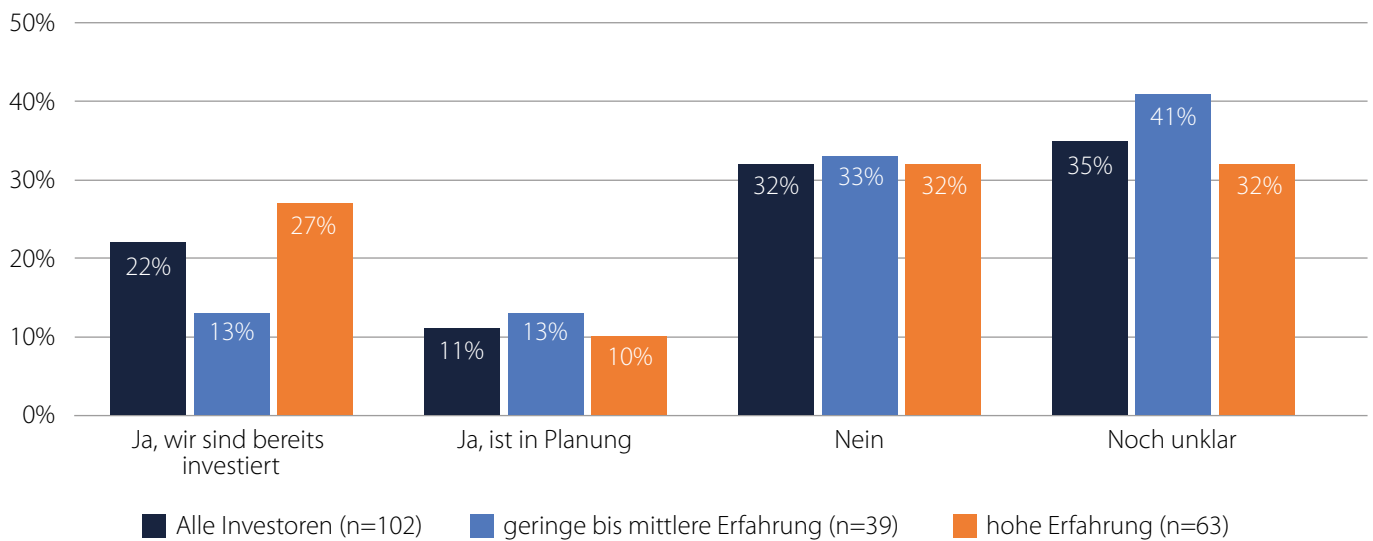


Abbildung 5: BAI-Umfrage unter deutschen institutionellen Investoren im Spätsommer 2024.

Im Spätsommer 2024 befragte der BAI im BAI Investor Survey über 100 deutsche institutionelle Investoren zu ihren Evergreen-Plänen. **22% der deutschen institutionellen Investoren investieren bereits über Evergreen-Strukturen auf den Private Markets.** Bei weiteren 11% zeichnen sich konkrete Investitionspläne ab. **Versicherungsunternehmen und Pensionskassen befinden sich im Vergleich zu anderen Investorengruppen bereits in einem fortgeschrittenen Stadium und weisen höhere Quoten auf.** Auch die Größe (Assets under Management) des Investors könnte einen Einfluss haben. **Größere Investoren sind häufiger in Evergreen-Produkte investiert** bzw. befinden sich in der Investitionsplanung. Gleiches gilt in Bezug auf die Erfahrung des Investorenteam in Bezug auf die Kapitalanlage in Alternative Investments. **Je erfahrener die Investoren, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass diese bereits eine Evergreen-Allokation aufweisen.** Unerfahrene Investoren sind sich größtenteils noch unklar, ob sie mittelfristig über Evergreen-Fonds auf den Private Markets investieren möchten.

Des Weiteren haben wir deutsche institutionelle Investoren und die Mitglieder im BAI zu den Hauptbeweggründen für institutionelle Privatmarktinvestitionen über Evergreen-Strukturen befragt. Investoren und Produktanbieter sind sich einig: **Die Vorteile in der Liquiditätssteuerung und die größere Flexibilität** der Investments zählen zu den herausragenden Vorteilen innovativer Evergreen-Vehikel. Zudem sind mögliche **Kostenvorteile**, beispielsweise durch die Reduzierung der Anzahl an Investitionsentscheidungen, einen reduzierten Prüfungsaufwand und ein standardisiertes Reporting, nicht zu vernachlässigen.

BAI Investor Survey: Was sind die Hauptgründe für Investoren über Evergreen / semi-liquide Privatmarktfonds zu investieren

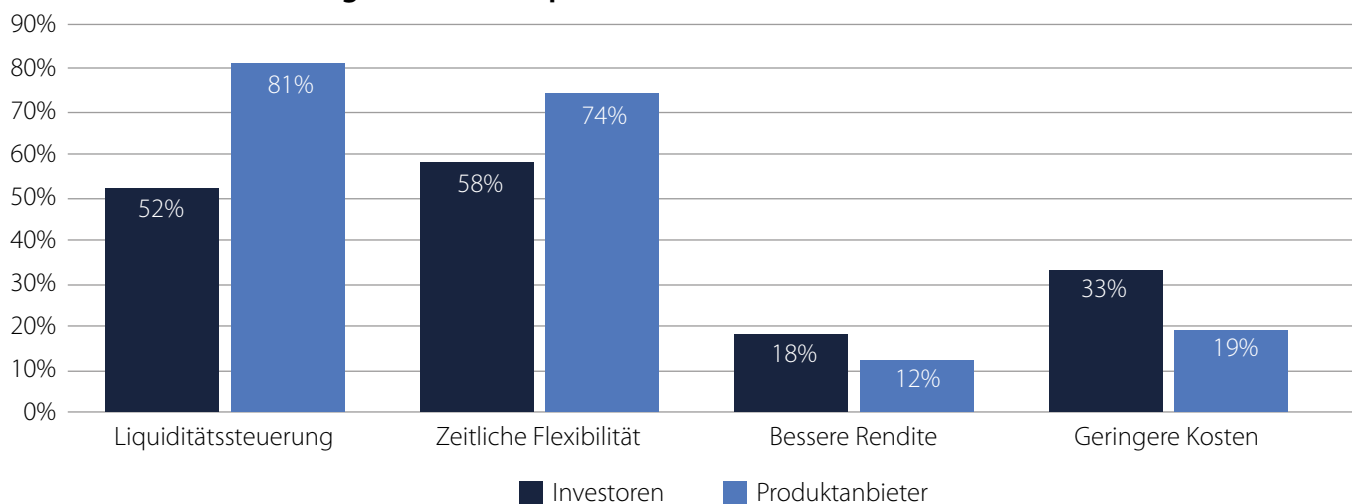


Abbildung 6: BAI-Umfrage unter Mitgliedsunternehmen (GPs) und deutschen institutionellen Investoren im Spätsommer 2024.

Auch Preqin befragt seit einigen Jahren internationale Investoren bezüglich der Nachfrage nach Evergreen-Strukturen. In der Preqin-Datenbank werden Evergreen-Fonds unter den offenen Privatmarktfonds subsumiert. Die Umfrageergebnisse der letzten Jahre zeigen einen insgesamt positiven Trend, wenngleich die Schwankungen innerhalb der Assetklassen erheblich sind.

Preqin-Umfrage: Anteil der Investoren je Assetklasse, die Open-ended Fondsinvestments planen

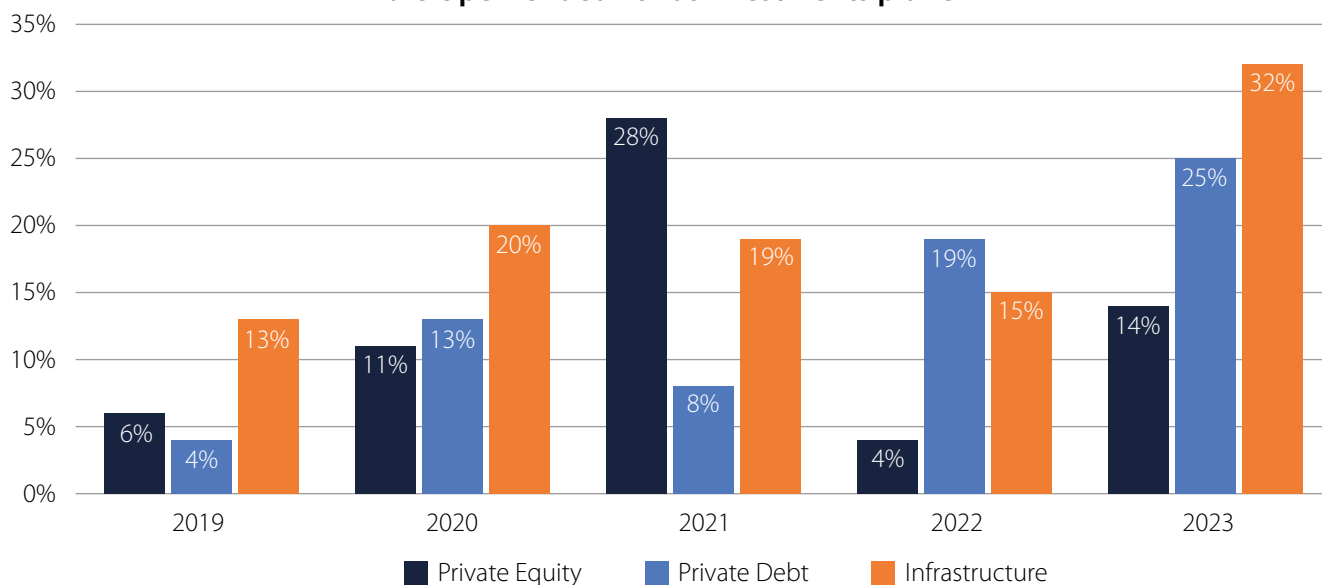


Abbildung 7: Preqin Investor Outlook H1 2024.

Die Pläne der Asset Manager und Investoren lassen sich durch Umfragen sehr gut skizzieren. Schwieriger wird es bei der Abbildung des Marktes. Grund dafür ist zum einen eine fehlende einheitliche Evergreen-Definition und zum anderen die grundsätzliche Intransparenz der Private Markets, sodass keine der verfügbaren Datenbanken den Evergreen-Markt lückenlos abbilden kann. Aus den Daten von Preqin wird zumindest das Marktwachstum der vergangenen Jahre ersichtlich.

Kumulative Anzahl an Evergreen-Fondsstrukturen (ohne ELTIF und LTAF)

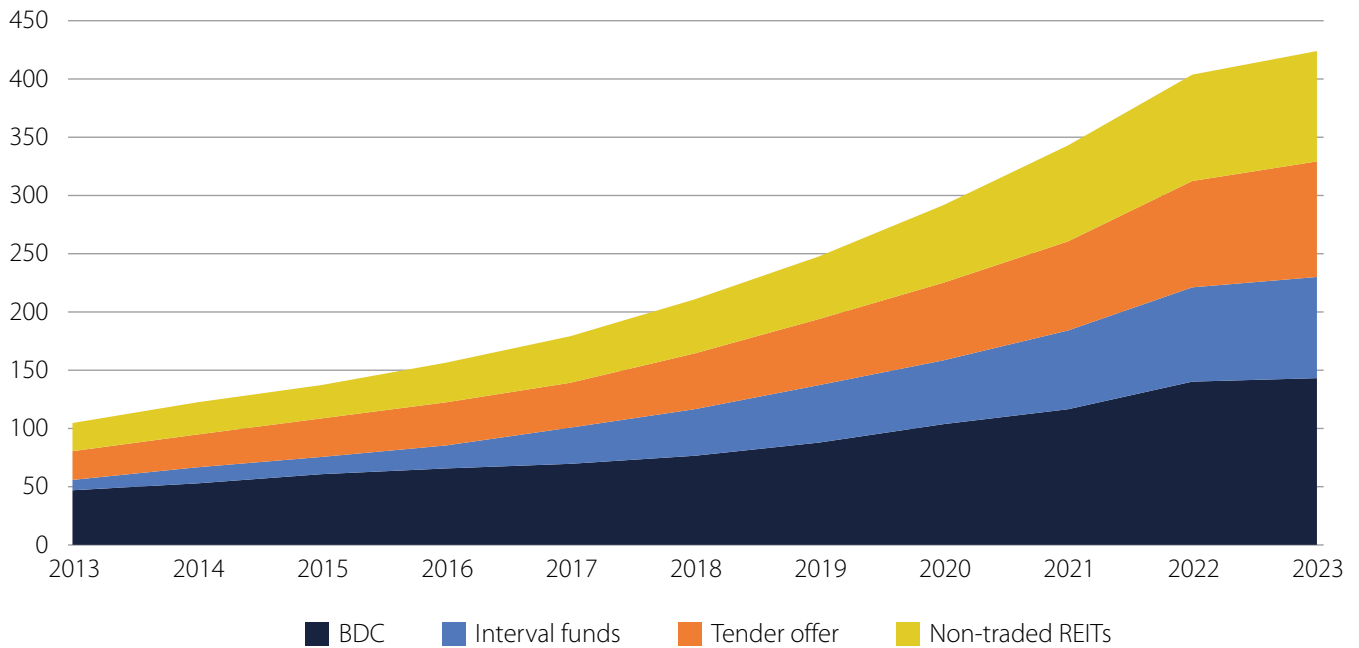


Abbildung 8: Fundraising from Private Wealth 2024: A Guide to Raising Capital.

Weitere Hinweise finden sich vereinzelt in den Statistiken der ESMA und EZB. Im Gegensatz zu Private-Equity-Fonds (96% des EU-AIF NAV befindet sich in geschlossenen Vehikeln) weisen etwa 42 % der EU-domizilierten Kreditfonds eine offene Struktur auf. Die Rücknahmefrequenz der offenen Privatmarkt-EU-AIFs ist laut ESMA und EZB meistens wöchentlich bis monatlich, häufig auch quartalsweise. Zu Kreditfonds liegen weitere Survey-Daten von KPMG Luxemburg in Zusammenarbeit mit ALFI vor. Die Daten weisen zum Teil große Schwankungen im Zeitablauf auf, sind dennoch von Bedeutung, da Luxemburg der mit Abstand wichtigste und größte Fondsstandort für Kreditfonds in Europa ist. Im Vergleich der Daten Preqins und KPMGs zeigen sich einmal mehr die unterschiedlichen Definitionen von Evergreen-Fonds. Evergreen-Fonds werden von KPMG sowohl als offene als auch geschlossene Vehikel klassifiziert. Die 2024er KPMG-Umfrage umfasst mehr als 1.300 luxemburgische Kreditfonds bzw. Teilfonds, darunter ca. 340 offene Kreditfonds (26%) und ca. 170 Evergreen-Fonds (13%).

KPMG Luxemburg: Anteil an Evergreen- und offenen Kreditfonds am Gesamtmarkt in Luxemburg

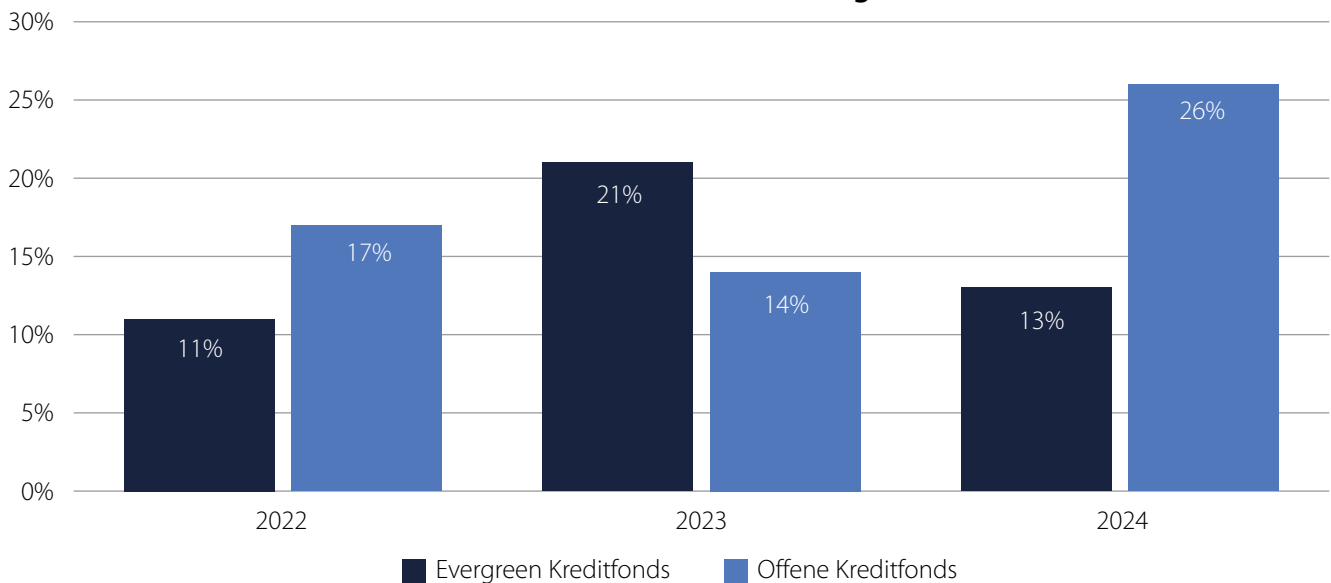


Abbildung 9: KPMG Luxemburg / ALFI: Private debt fund survey 2022-2024.

Die Daten legen nahe, dass sich die Märkte für Evergreen-Strukturen je nach betrachteter Sub-Assetklasse unterschiedlich entwickeln werden. ESMA- und KPMG-Daten zeigen ein starkes Wachstum für Private-Debt-Vehikel auf. Die Investorenfrage von Preqin deutet zudem auf eine hohe Nachfrage für Evergreen-Infrastrukturfonds hin. **Die Sub-Assetklasse (bzw. die zugrunde liegenden Assets) spielt bei der Strukturierung und der Komplexität eines Evergreen-Fonds mitunter eine entscheidende Rolle.** Beispielhaft erwähnenswert ist die Liquiditätsstruktur. Im Vergleich zu Private Equity ist es für Private Debt Manager aufgrund fortlaufender Coupon-Zahlungen und eines vergleichsweise hohen Turnovers der Assets (bestimmt durch die durchschnittliche Laufzeit eines Kredits) einfacher, den Investoren regelmäßige Liquiditätsoptionen und mehr Flexibilität bei Kapitalabrufen zur Verfügung zu stellen.

Merkmale: Evergreen-Fonds im Vergleich mit klassischen geschlossenen Privatmarktfonds

◆ Mögliche Vorteile

◆ Mögliche Nachteile

◆ Beachtenswerte Unterschiede

Mögliche Vor- Nachteile sowie Unterschiede zu klassischen geschlossenen Privatmarktfondsstrukturen (das typische Private-Equity-Fondsmodell) hängen stark von der Ausgestaltung und den zugrunde liegenden Vermögenswerten des Evergreen-Fonds ab. Wie bereits zu Beginn notiert, ist die Bandbreite an möglichen Ausgestaltungsformen von Evergreen-Strukturen zwischen klassischen offenen und geschlossenen Fondsstrukturen enorm.

Rendite & Bewertung

- ◆ Viele Anleger sind es gewohnt, dass ihre Gesamrendite über einen bestimmten Zeitraum gemessen wird. NAV-basierte Evergreen-Fonds können entsprechend gut mit traditionellen Anlagen mit einfachen Cash-flow-Profilen (z.B. ETFs, Investmentfonds) verglichen werden.
- ◆ Möglicher **höherer MOCC** (multiple on committed capital) durch schnelle Investition sowie regelmäßige Reinvestition des Kapitals bei möglichst geringem Liquiditätspuffer.
- ◆ Für Anleger bieten höher **frequentierte Marktbewertungen** eine genauere und zeitnahe Darstellung des beizulegenden Zeitwertes ihrer Anlagen.
- ◆ In einem kurzfristigen Marktschockszenario können Evergreen-Strukturen im Vergleich zu klassischen geschlossene Privatmarktfonds mit Kapitalabrufen (Drawdown-Fonds) mögliche Denominator-Effekte im Gesamtportfolio durch eine zeitnahe Marktbewertung reduzieren.
- ◆ Es ist von entscheidender Bedeutung, dass die regelmäßigen Bewertungen der zugrundeliegenden Anlagen fair und genau erfolgen, da dies die Grundlage für die Preisgestaltung der Anteile für Käufer, Verkäufer und bestehende Anleger ist sowie die Grundlage für die Berechnung der Managementgebühren und erfolgsabhängigen Vergütungen. **Restunsicherheiten bei den Bewertungen**, mit denen Anleger beim Erwerb und Verkauf bestehender Positionen konfrontiert sind, lassen sich nie in Gänze ausräumen.
- ◆ **Management Fee**: Bei den Managementgebühren können nicht realisierte Wertsteigerungen der Vermögenswerte berücksichtigt werden. Sie werden entweder auf das investierte Kapital oder den NAV gezahlt.
- ◆ **Performance Fee**: Eine mögliche Jährliche leistungsabhängige Vergütung sorgt für schnellere Auszahlungen an das Investmentteam im Gegensatz zu einer traditionellen „Back-End“-Vergütung. Die leistungsabhängige Vergütung kann alternativ über einen mehrjährigen Zeitraum verteilt werden und zudem mit einer Hurdle- oder Benchmark-Rate und mit oder ohne „Catch-up“-Klauseln strukturiert werden.
- ◆ Evergreen-Fonds, die in exakt dieselben Vermögenswerte wie ein klassischer geschlossener Privatmarktfonds (Drawdown-Fonds) investieren würden, erzielen wahrscheinlich einen **niedrigeren IRR**, da sie in der Regel über einen Liquiditätspuffer verfügen müssen, der die Rendite schmälert.

Cashflow

- ◆ Einfachere **operationelle Planbarkeit** der Investments und **geringerer Workload** für Investoren in Abwesenheit von signifikanten Kapitalabrufen.
- ◆ **Timing und Management von Cashflows** (in & out) sind für Fondsmanager schwieriger und setzen einen ausreichenden Liquiditätspuffer voraus.

Investment-Strategien auf Fonds-Level

- ◆ **Minimierung des J-Curve-Effekts**, indem Investoren von Anfang an in ein reifes, diversifiziertes Portfolio investieren.
- ◆ LPs wie GPs suchen zunehmend nach kreativen und skalierbaren Möglichkeiten, eine höhere **Wertschöpfung** zu schaffen, um rentable Unternehmen länger in ihren Portfolios zu halten.
- ◆ Ungleichgewicht der Kapitalanlagen / **Vintage-Konzentration möglich**, bspw. durch zu schnelles Fundraising ohne ein angepasstes Investitionsverhalten. Investoren sollten darauf achten, dass der Fonds eine gesunde Mischung aus reifen und jungen Kapitalanlagen aufweist.
- ◆ Als immerwährende Anlageinstrumente müssen Evergreen-Fonds im Laufe der Zeit kontinuierlich in neue Transaktionen investieren, um ein attraktives Investitionsniveau aufrechtzuerhalten. Der Manager muss gewährleisten können, dass die **Investitionspipeline** – sowohl in absoluter Größe als auch in der Anzahl der Investitionsmöglichkeiten – ausreichend groß ist, um ein gleichmäßiges **Investitionstempo** und eine Diversifizierung aufrechtzuerhalten. Ist dies nicht der Fall, besteht bei einem Evergreen-Fonds die Gefahr eines nicht voll investierten / nicht ausreichend diversifizierten Portfolios.
- ◆ Evergreen-Fonds sollten den gleichen Zugang zur **Anlageplattform** erhalten wie jedes andere Anlageangebot des Managers. Investoren sollten auf eine vollständige **pro-rata Allokationszuweisung** achten, so dass geschlossene Flaggschiff-Fonds gegenüber ihrem Evergreen-Pendant nicht bevorzugt werden, bspw. durch eingeräumte Vorkaufsrechte.
- ◆ Durch eine **mögliche eingeschränkte regulatorische und strukturelle Flexibilität** bleiben manche Anlagestrategien den klassischen geschlossenen Drawdown-Fonds vorbehalten. Z. B. müssen gehebelte Evergreen-Kreditfonds bei der Strukturierung des Fonds unter AIFMD 2 neue Regeln zum Verschuldungsgrad (Höchstgrenze für den Verschuldungsgrad von 175% für offene kreditgebende Fonds und eine Grenze von 300% für geschlossene kreditgebende Fonds) beachten und ggf. die Einstufung als offener Fonds vermeiden oder alternativ das Anlageportfolio so strukturieren, dass der Fonds nicht unter die Definition für kreditgebende Fonds fällt.
- ◆ **Leverage**: Besonders im aktuellen Zinsumfeld sollten Investoren in einer Kosten-Nutzen-Analyse mehr denn je darauf achten, dass Fondsmanager einen effizienten Einsatz nachweisen. ◆ Leverage kann in Evergreen-Vehikeln nicht nur zur Renditesteigerung genutzt werden, sondern auch als Liquiditätsinstrument für Rückzahlungen und für den Einsatz von Kapital.
- ◆ Eine mögliche **Verwässerung bestehender Investmentanteile** tritt ein, falls der Manager neue Kapitalzusagen von Investoren und neue Investmentopportunitäten nicht sorgfältig verwaltet und im Gleichgewicht hält.

Liquidität

- ◆ **Variable Liquiditätsoptionen** für Anleger während der Laufzeit des Fonds, wobei regelmäßige Rücknahmen bestimmten Beschränkungen unterliegen können (s.u.).
- ◆ Weltweit entfallen fast 75 % der Investitionen in Private Equity auf Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds. Das Risikoprofil und Anlageverhalten dieser Hauptinvestoren begrenzt die Liquiditätsrisiken ganz natürlich im Allgemeinen für offene Privatmarktfonds und im Speziellen für Evergreen-Strukturen, dank ihrer langen **Anlagehorizonte**.
- ◆ **Lock-up Zeiträume:** Ausschluss von Rücknahmen für einen vorher festgelegten Zeitraum, in der Regel mindestens ein Jahr.
- ◆ **Gates:** Im Voraus festgelegte Begrenzung des Betrags des investierten Kapitals, den ein bestimmter Anleger (Gates auf Investorenebene) oder den alle Anleger eines Fonds (Gates auf Fondsebene) auf einmal zurückgeben kann/können. Die Komplexität der Gates steigt mit der Illiquidität der zugrunde liegenden Vermögenswerte.
- ◆ **Festgelegte Rücknahmezeitintervalle:** Anleger können die Anteile nur in bestimmten Abständen zurückgeben, in der Regel monatlich bis vierteljährlich.
- ◆ **Kündigungs-/Rücknahmefristen:** Anleger müssen bei Rücknahmeanträgen die Fristen beachten.
- ◆ **Bei „Slow Pay“-Regelungen:** Rückgabe der Anteile des Anlegers an den Vermögenswerten des Fonds entsprechend der Laufzeit der Vermögenswerte, z. B. auf Run-off-Basis.
- ◆ Mögliche **Liquiditätsengpässe¹ in Stresssituationen:** Investoren sollten darauf achten, dass ein Evergreen-Fonds routinemäßig und unabhängig einem Stresstest unterzogen wird und ggf. schon einmal längerem Marktstress ausgesetzt war und diesen gut bewältigt hat. Andernfalls sollte der Manager glaubhaft nachweisen, dass er in der Lage ist, in einem signifikanten Stressfall ausreichend Liquidität zu generieren, und gleichzeitig die negativen Auswirkungen auf das Portfolio zu minimieren. ◆ Das Liquiditätsprofil (Rücknahmefrequenz) eines Fonds berücksichtigt jedoch noch nicht die Verfügbarkeit von weiteren Liquiditätsmanagementinstrumenten wie Sperr- und Kündigungsfristen oder Rücknahmeaufschübe, die eine mögliche Liquiditätsinkongruenz zusätzlich abmildern können.
- ◆ Ein **Liquiditätspuffer** kostet in der Regel Rendite auf Investmentebene und führt zu höheren betrieblichen Aufwendungen. Der Liquiditätspuffer eines Evergreen-Fonds kann aus Barmitteln, einer Kreditfazilität mit den entsprechenden Kosten oder aus liquideren Anlagen bestehen, die sich von seiner Kernstrategie unterscheiden. Eine Verwässerung der Privatmarktrenditen durch liquide Anlagen sollte möglichst geringgehalten werden.
- ◆ Bei zu **konzentrierten Portfolios** besteht die Gefahr, dass Vermögenswerte während der Laufzeit des Fonds früher als ursprünglich geplant verkauft werden müssen, um die benötigte Liquidität auf Fondsebene zu sichern.

¹ Die ESMA definiert Liquiditätsengpässe als die Summe der Liquiditätsdefizite auf Fondsebene, die nicht durch Liquiditätsüberschüsse ausgeglichen werden. Das Maß für den Liquiditätsengpass ist gleich der Summe der Liquiditätsinkongruenzen für alle Fonds, bei denen die Anlegerliquidität höher ist als die Portfolioliquidität. Der sich daraus ergebende Betrag wird dann durch den NAV aller Fonds geteilt. Die ESMA bewertet die Liquidität von Private Equity und anderen Privatmarktfonds allgemein sehr positiv. Sie schätzt den Liquiditätsengpass bei EU Private Equity und „Anderen“ AIFs über einen Zeithorizont von einer Woche auf ca. 5% der NAVs.

Flexibilität

- ◆ Eine kontinuierliche Kapitalaufnahme bietet Anlegern eine größere Flexibilität und exaktes **Timing** ihrer Kapitalanlage, da sie zu verschiedenen Zeitpunkten in den Fonds einsteigen oder ihre Beteiligung erhöhen können.
- ◆ Eine in der Regel **geringere Mindestanlage** bietet den Anlegern mehr Flexibilität und ermöglicht einem breiteren Anlegerkreis den Zugang zu Private-Markets-Strategien.
- ◆ Die größere Flexibilität könnte zu einer geringeren **operativen Stabilität** auf Fondsebene führen. Hohe Mittelabflüsse (bspw. in Run-off-Phasen) und eine daraus resultierende Begrenzung der Anteilsrücknahmen, um Liquiditätsprobleme zu bewältigen, kann zu **Vertrauensverlusten** der Anleger führen. Die Produktanbieter müssen bei der Strukturierung des Fonds solche Szenarien genau analysieren und bei der Konzeption des Evergreen-Vehikels berücksichtigen.
- ◆ Die Flexibilität für Investoren kann eingeschränkt sein, wenn der Manager das Wachstum des Fonds sorgfältig verwaltet, sodass bei Top-Managern und erfolgreichen offenen Fonds eine **Warteliste** für die Zeichnung von Anteilen entsteht. Investoren sollten zudem darauf achten, ob neue Kapitalabrufe pro rata oder über eine Warteliste (first come first served) bearbeitet werden.

Reporting

- ◆ **Bewertungen** von Evergreen-Fonds finden in kürzeren Intervallen statt (i.d.R. mindestens monatlich)
- ◆ Ggf. größere **Transparenz** und Vergleichbarkeit durch **standardisierte Reportings**, die zudem häufig/teilweise öffentlich zugänglich gemacht werden.
- ◆ Ggf. weniger Flexibilität und Individualität im Reporting, entsprechend weniger detailliert zu einzelnen Portfolioinvestments.

SAA / Investmentstrategien auf Investorenlevel

- ◆ Vereinfachter Zugang zu Privatmarktanlagen für **Retail-Investoren**.
- ◆ Zielallokation kann schnell erreicht („**fully invested from day one**“) und zugleich das Blind-pool-Risiko reduziert werden.
- ◆ **Kontinuierliche Re-Investments** vermeiden die bei Drawdown-Fonds üblichen Reinvestitionsrisiken, indem Evergreen-Fonds einen Teil der Erlöse aus realisierten Investitionen reinvestieren.
- ◆ Evergreen-Vehikel ermöglichen es den Anlegern, ihre eigene Investitionshöhe besser zu kontrollieren, da jede Zeichnung in ein vollständig finanziertes Portfolio fließt.
- ◆ **Over-Commitment-Strategien** werden überflüssig.
- ◆ **Unterinvestitionszeiträume**, die häufig die Gesamtportfolioperformance signifikant reduzieren, können einfacher vermieden werden.
- ◆ Reduzierung der Anzahl an Investitionsentscheidungen und **reduzierter Prüfungsaufwand**.

Weitere Bemerkungen zur Liquidität von Evergreen-Fonds

Das Liquiditätsprofil von Privatmarktfonds vergleicht die Anleger- und Portfolioliquidität über verschiedene Zeithorizonte. Bei einem Fonds, der tägliche Rücknahmen anbietet, würde die Anlegerliquidität über einen Tag 100 % des NAV entsprechen. Eine **Liquiditätsinkongruenz** liegt vor, wenn die den Anlegern angebotene Liquidität höher ist als die Portfolioliquidität über denselben Zeithorizont.

Daten der EZB und ESMA zu Evergreen-Fonds zeigen, dass diese in der Regel in regelmäßigen Abständen, meist monatlich oder vierteljährlich, manchmal sogar wöchentlich, Liquidität zu 100 % des letzten beizulegenden NAV ohne Transaktionskosten anbieten. Zu beachten ist, dass die Liquidität auf einen Teil des Fonds (und nicht auf die Investition des Anlegers) begrenzt ist. Die Liquidität kann sich zwischen den Fonds erheblich unterscheiden und hängt von vielen Faktoren wie z.B. der bisherigen Laufzeit des Fonds ab. 5% bis 15 % pro Quartal sind häufig gewählte Varianten.

Die Liquidität kann durch anfängliche Sperrfristen, Gebühren für vorzeitige Rücknahmen und Bestimmungen, die es den Fondsmanagern erlauben, Rücknahmen unter bestimmten Bedingungen auszusetzen oder zu begrenzen, weiter eingeschränkt werden. Übersteigt die Nachfrage nach Liquidität den angebotenen Betrag, erhalten alle Anleger, die Liquidität nachfragen, in der Regel anteilig Kapitalrückgaben gemäß ihrer Rücknahmeanträge. Zur Gewährleistung von Rücknahmemöglichkeiten verwenden Evergreen-Fonds meistens einen der beiden folgenden Ansätze: Das sogenannte **Liquiditätsmatching oder eine Reserve an liquiden Assets**.

Beim Liquiditätsmatching, auch bekannt als „slow pay / fast pay“-Verfahren, entspricht die Liquidität des Fonds derjenigen seiner Vermögenswerte. Wenn Anleger ihre Anteile zurückgeben wollen, überträgt der Fonds einen Teil der Vermögenswerte in eine separate Tranche. Dieses neue Portfolio gibt den Anlegern bei Fälligkeit der Anlagen Kapital zurück. Das Verfahren verringert die Notwendigkeit einer Liquiditätsreserve im Fonds, erhöht aber die Unsicherheit über den Zeitpunkt der Kapitalrückführung.

Bei einer Reserve an liquiden Assets legt der Fondsmanager einen Teil des Kapitals in liquide Kapitalanlagen an, die verkauft werden können, um Rücknahmen zeitnah zu gewährleisten.

Einsatzmöglichkeiten von Evergreen-Fonds

Bei der Diskussion um Evergreen-Vehikel geht es nicht darum, dass diese klassische Privatmarktfonds mit Kapitalabrufen ersetzen. Vielmehr erweitern innovative Evergreen-Strukturen die vorhandenen Produktpaletten und ermöglichen Investoren eine einfachere und bessere Kapitalallokation auf den Private Markets.

Gerade in der Private-Markets-Aufbauphase können Evergreen-Fonds eine zügige Kapitalallokation ermöglichen. **Evergreen-Fonds sind oft breiter diversifiziert und bieten einen frühen Zugang zu einem reiferen Portfolio – beides kann in den Anfangsphasen des Portfolioaufbaus besonders vorteilhaft sein.**

Für erfahrene institutionelle Anleger können Evergreen-Fonds ihr bestehendes Portfolio an klassischen Drawdown-Fonds unterstützen. Beispielsweise können sie nicht abgerufenes Kapital in Evergreen-Fonds allozieren. Investment- und strategische Allokationsziele können auf diese Weise früher und effizienter erreicht und zugleich der Grad der Portfoliodiversifizierung verbessert werden. Over-Commitment-Strategien verlieren an Bedeutung und Unterinvestitionszeiträume, die häufig die Gesamtportfolioperformance signifikant reduzieren, können einfacher vermieden werden. **Die BAI Survey-Daten zeigen, dass Investoren von einer höheren Flexibilität und Liquidität auf Fonds- und Portfoliolevel profitieren.** Zugleich senken sie bestenfalls sogar die laufenden Gesamtkosten des Portfolios, u.a. durch eine Reduzierung der Anzahl an Investitionsentscheidungen und einen reduzierten Prüfungsaufwand.



Abbildung 10: Möglicher Einsatz von Evergreen-Fonds zur schnellen und effizienten Erreichung der SAA-Ziele unter zeitgleichem Aufbau eines klassischen Private Markets Investmentprogramms mit geschlossenen AIFs (Drawdown-Fonds).

Der traditionelle geschlossene Fonds macht immer noch den größten Teil des verwalteten Vermögens der Branche aus. Während diese Strukturen institutionellen Anlegern gute Dienste geleistet haben, gilt dies nicht auf gleichem Level für Privatanleger. Dieses Ungleichgewicht hat zu einer wachsenden Nachfrage nach einer Struktur geführt, die dem individuellen Anleger besser gerecht wird. **Auch für Privatanleger kommen die Liquiditätsmerkmale einer Evergreen-Struktur sowie die in der Regel geringeren Mindestanlagebeträge den individuellen Bedürfnissen dieser Anleger besser entgegen.** So veranlasst der zunehmende Trend von HNWI und Privatanlegern, auf den Private Markets aktiv zu werden, die Vermögensverwalter, hybride Produkte wie Evergreen-Vehikel aufzulegen, die die Grenzen zwischen traditionellen liquiden offenen Investmentfonds und Privatmarktfonds neu definieren. Zu nennen sind hier in erster Linie ELTIFs, die häufig eine Evergreen-Struktur aufweisen.

Weiterführend kann nicht nur der sinnvolle Einsatz von Evergreen-Strukturen im Vertrieb an Privatanleger analysiert werden. Die Darstellung der Bandbreite an Unterschieden einzelner Evergreen-Strukturen im Spektrum zwischen offenen und geschlossenen Alternativen Investmentfonds ist in diesem Leitfaden vereinfacht dargestellt und Bedarf weiterer Ausführungen. Nicht analysiert sind zudem erhebliche Unterschiede in der Struktur, die für Investoren schlussendlich zu signifikant abweichenden Netto-Renditen führen können, die in der Prüfung berücksichtigt und laufend überwacht werden müssen.

Literatur- und Quellenverzeichnis

- ACC / AIMA / Dechert: Trends in Private Credit Fund Structuring.
- BAI: Investor Survey 2024.
- BAI: Member Survey 2024.
- ECB: Private markets, public risk? Financial stability implications of alternative funding sources. Financial Stability Review, May 2024.
- ESMA: ESMA Market Report: EU Alternative Investment Funds 2023.
- KPMG Luxembourg / ALFI: Private debt fund survey 2022-2024.
- Macfarlanes: Evergreen credit funds.
- Partners Group: Evergreen funds: the next frontier for private markets investors?
- Partners Group: Private Markets Mythbusters Series – Navigating the evergreen fund frenzy.
- PIMCO: Together in Harmony – The Potential Benefits of Combining Vintage and Evergreen Structures in Private Debt.
- Preqin: Fundraising from Private Wealth 2024: A Guide to Raising Capital.
- Preqin: Investor Outlook H1 2024.
- Stepstone: Evergreen Funds – A compelling tool for private market asset allocation.

Kontakt



Dr. Philipp Bunnenberg
Head of Alternative Markets
BAI e.V.



✉ bunnenberg@bvai.de

Über uns

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) ist die assetklassen- und produktübergreifende Interessenvertretung für Alternative Investments in Deutschland.

- Wir verbessern den Bekanntheitsgrad alternativer Anlagestrategien und -klassen in der Öffentlichkeit.
- Wir schaffen international wettbewerbsfähige und attraktive Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments.
- Wir vertreten die Interessen der Branche gegenüber Politik und Regulatoren.
- Wir agieren als Katalysator zwischen professionellen deutschen Investoren und anerkannten Anbietern von Alternative Investment-Produkten weltweit.
- Wir fördern die wissenschaftliche Forschung im Bereich der Alternative Investments.
- Der BAI wurde 1997 in Bonn gegründet. Der Kreis der Verbandsmitglieder setzt sich aus allen Bereichen der professionellen Alternative Investment-Branche zusammen. Über 300 nationale und internationale Unternehmen sind derzeit Mitglied im BAI. Ein Verzeichnis unserer Mitglieder finden Sie hier.

Kommende Flagship Events

- [BAI Private Debt Symposium February 6th, 2025, Scandic Hotel Hafenspark, Frankfurt](#)
- [BAI Alternative Investor Conference \(AIC\) Mai 6-8th, 2025, Kap Europa, Frankfurt](#)

Bleiben Sie auf dem Laufenden!

Melden Sie sich für unsere **[Newsletter](#)** an, um Updates zu den Aktivitäten des BAI und zukünftige Publikationen zu erhalten:

Impressum:

Verantwortlich:
Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)
Poppelsdorfer Allee 106
D-53115 Bonn