



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

GESELLSCHAFT & FINANZEN 03/12/2025

Schlägt Private Equity Aktien?

von CHRISTOF SCHÜRMANN

Zusammenfassung

Finanzinvestoren werben mit hohen Renditen. Warum diese kaum nachzuvollziehen sind, und welche Schwierigkeiten eine Anlage in Private Equity mit sich bringen kann.

Abstract

Financial investors advertise high returns. Why these are difficult to achieve and what difficulties investing in private equity can entail.



Am 14. März 1895 schließen sich in Deutschland Apotheker zusammen, „vorausschauend“, wie es heißt, um unter „wirtschaftlichen Gesichtspunkten“ Arzneien zu entwickeln. Hier liegen die Ursprünge der heute im hessischen Bad Vilbel ansässigen Stada (Standardarzneimittel Deutscher Apotheker). Das Unternehmen ist bekannt über die hochpreisige Sonnenmilch der Marke Lavidal. Stada, so war es noch vor kurzem geplant, sollte diesen Herbst an die Börse. Dort hatten die Bad Vilbeler schon einmal eine erfolgreiche Geschichte im MDax, der zweiten deutschen Börsenreihe, und dem europäischen Stoxx600 geschrieben. 2017 griffen sich die Finanzinvestoren (*Private Equity/PE*) Bain Capital und Cinven die Mehrheit für 5,3 Milliarden Euro, 2020 wurde die letzte Börsennotiz in Hamburg eingestellt.

Statt wie geplant per Börsengang (*Initial Public Offering/IPO*) aufs Parkett zurückzukommen, reichten Bain Capital und Cinven Anfang September 70 Prozent an Stada an die britische CapVest Partners weiter. Der Kaufpreis soll inklusive Schulden rund zehn Milliarden Euro betragen haben, berichtete die Nachrichtenagentur Bloomberg. CapVest finanziert das Geschäft neben dem Einsatz von Private Equity auch über sogenanntes *Private Debt*. Kreditgeber um Goldman Sachs Asset Management und der Private-Equity-Gesellschaft KKR sollen laut Bloomberg dabei rund 1,4 Milliarden Euro zur Verfügung gestellt haben. Wie üblich, vereinbarten die Private-Equity-Gesellschaften Stillschweigen.

Weniger still sind die Anbieter, wenn es darum gilt, Gelder einzuwerben. Von fabelhaften Renditen im zweistelligen Prozentbereich ist bei Private Equity oft die Rede; von Renditen, die diejenigen anderer Märkte überträfen. Doch in einer Branche, in der Stillschweigen Teil des Geschäftsmodells ist, herrscht logischerweise ein Mangel an Transparenz.

1. Wachstum abseits der Börse

Private Equity weist, so viel ist gewiss, über Jahrzehnte ein stetiges Wachstum auf und steht in Konkurrenz zu *Public Equity*, dem Aktienmarkt also. In seiner heutigen Struktur liegen die Anfänge von Private Equity im Jahr 1980 mit einem Markt, der seinerzeit 2,4 Milliarden Dollar leicht gewesen sein soll. Seither ist das Volumen um den Faktor 1000 gestiegen.

Was hinter Private Equity steckt, soll im Folgenden Untersuchungsgegenstand sein. Dafür werden 3.752 Fonds, die Private-Equity-Gesellschaften in den Jahren 1999 bis 2023 aufgelegt haben, ausgewertet. Der Schwerpunkt liegt auf den USA, die den Private-Equity-Markt dominieren.

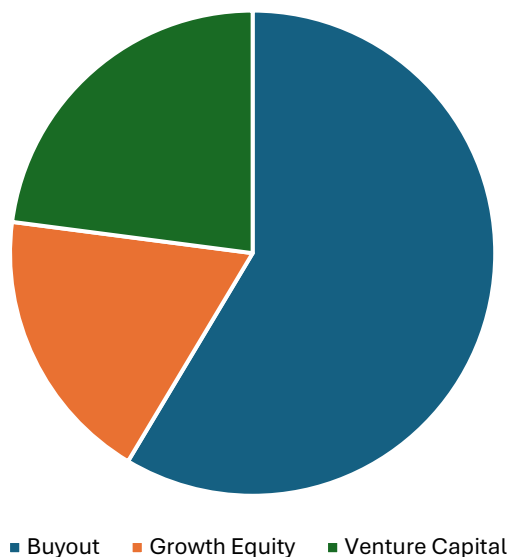


2. Was Private Equity ist

Private Equity ist privates Kapital, das Anlagegesellschaften bei Investoren einsammeln und es anschließend in Unternehmen investieren. Diese Unternehmen sind in der Regel nicht an der Börse notiert oder sie werden im Rahmen eines Private-Equity-Investments von der Börse genommen (sogenanntes *Public-to-Private*).

Private Equity teilt sich in *Buyout*, *Venture Capital* (VC) und *Growth Equity* auf. Gemessen am aggregierten Wert dominiert Buyout mit 59 Prozent Anteil. Growth Equity und Venture Capital teilen sich die restlichen 41 Prozent annähernd hälftig aus (Abbildung 1).

Abbildung 1: Anteil Private-Equity-Strategien nach aggregiertem Wert



Basis: Fonds im aggregierten Wert (reported) über 5,86 Billionen Dollar, Quelle: Bloomberg Private Funds Database Q3/2025, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: November 2025.

Dazu kommen Unterkategorien wie etwa *Special Situations* oder *Distressed Debt*. Hier stellen Investoren Unternehmen in wirtschaftlichen Schwierigkeiten oder für einen *Turn-around* Kapital zur Verfügung.

Bei Buyouts, die aufgrund des Einsatzes von Fremdkapital auch *Leveraged Buyouts* (LBOs) genannt werden, fließt Kapital in den Kauf etablierter Unternehmen.

Der Erwerb erfolgt mehrheitlich oder bis zu 100 Prozent. Nach dem Kauf strebt die Private-Equity-Gesellschaft an, den Unternehmenswert zu steigern und dann später zu einem höheren Preis zu verkaufen. Den Wertzuwachs versucht die Private-Equity-Gesellschaft über eine Verbesserung der Bilanzstruktur (vergleichsweise günstiges Fremdkapital ersetzt oder verdrängt Eigenkapital) und des Cashflows (Optimierung von Investitionen, Lagerbestand, Innen- und Außenfinanzierung) zu



erreichen. Das sollte mit einem höheren Betriebsertrag und einer besseren Marge einhergehen. Zukäufe, Abspaltungen oder die Aufteilung eines Konzerns in mehrere Einzelunternehmen sind weitere Möglichkeiten, die den Wert erhöhen können – was in der Praxis nicht immer der Fall ist.

Königsweg für den angestrebten Verkauf (*Exit*) ist bei Buyouts der Börsengang, der regelmäßig höhere Einnahmen verspricht als der Verkauf an ein anderes Unternehmen. Zudem lässt sich über die Börse ein Exit länger strecken, was bei der Erstemission preissteigernd ist, weil nicht alle Anteile auf einen Schlag an den Markt kommen. Alternativen sind der Verkauf an ein anderes Unternehmen, eine Fusion mit einem anderen Unternehmen oder der Weiterverkauf an einen anderen Private-Equity-Fonds.

Venture Capital (Wagniskapital/Risikokapital) konzentriert sich auf die Finanzierung früher Phasen von jungen, innovativen Unternehmen (*Start-ups*) mit potenziell hohen Wachstumschancen. Hier gibt es zahlreiche Stufen der Finanzierung von *Seed* über *Early Stage* bis hin zu *Growth*. Die Anzahl an Finanzierungsrunden ist variabel. Sie reicht von *Pre-Seed* (Kapital von einzelnen Privatpersonen, sogenannten *Business Angels*) bis zur Phase „C“, „E“ oder auch „H“, je nach Entwicklung und Kapitalbedarf des jeweiligen Start-ups. Das KI-Start-up OpenAI (ChatGPT) beispielsweise hat im März eine „Series F“-Finanzierung über 40 Milliarden abgeschlossen und befindet sich aktuell in einer neuen Finanzierungsrunde, die der Phase *Later Stage* zuzuordnen ist. Das Risiko bei Venture Capital ist hoch. Risikokapitalgeber finanzieren mit dem Bewusstsein, dass es zu Flops und Pleiten kommt. Ein oder zwei von zehn Investments sollen dann sich als so lukrativ erweisen, dass sie die Verluste aus erfolglosen Engagements überkompensieren.

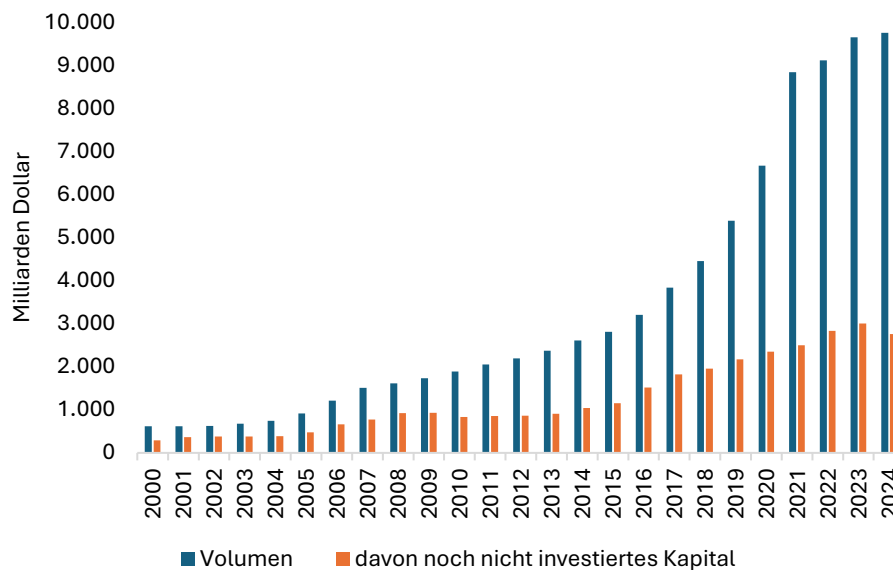
Bei Growth Equity fließt Kapital in etablierte Unternehmen, die Eigenkapital für Wachstum benötigen. So lassen sich etwa Erweiterungen der Produktionsanlagen finanzieren, oder eine Expansion ins Ausland. Dabei kann das Know-how der Geldgeber helfen. Bei einer Expansion nach Asien beispielsweise können dortige Private-Equity-Gesellschaften ihre Ortskenntnis einbringen. Im Gegensatz zu einem Buyout-Unternehmen bleiben mit Growth-Equity finanzierte Firmen vom Kapitalgeber unabhängig. Diese sind in der Regel nur mit einer Minderheitsbeteiligung an Bord.

2.1. Entwicklung des Private Equity-Volumens und Verteilung

Private Equity ist ein entwickelter Markt, der insbesondere seit 2015 schnell gewachsen ist und der derzeit annähernd gut 9,7 Billionen Dollar schwer ist. Knapp 2,8 Billionen Dollar davon sind noch nicht investiert, in Fachkreisen *Dry Powder* genannt (Abbildung 2).



Abbildung 2: Volumen und davon noch nicht investiertes Kapital im Private-Equity-Markt



Quelle: Preqin pro, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: November 2025.

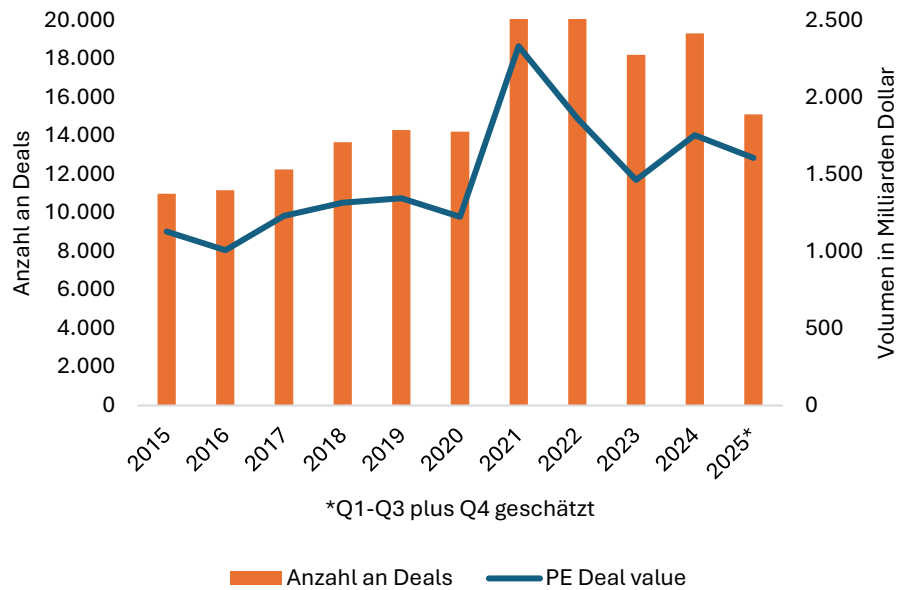
Abzüglich dieses nicht investierten Kapitals ist der Markt also rund sieben Billionen Dollar schwer. Es gibt je nach Datenerhebung unterschiedliche Volumina, die sich aber in derselben Größenordnung bewegen.¹ Dennoch gilt zu beachten, dass die Daten immer lückenhaft sind, das gilt insbesondere für ältere Daten. Was Validität der Daten und deren Überprüfbarkeit betrifft, ist Private Equity deutlich entfernt vom Aktienmarkt.

Seit 2015 schwankt das jährliche Volumen an *Private-Equity-Deals* zwischen 1.000 und gut 2.300 Milliarden Dollar, 2025 dürfte es in der Mitte dieser beiden Werte liegen. Die Anzahl an Transaktionen mit Private-Equity-Beteiligung dürfte dieses Jahr gut 15.000 betragen, 2021 waren es 21.675, 2015 knapp 11.000 (Abbildung 3).

¹ Bloomberg-Daten zeigen derzeit ein geschätztes Volumen für „all Private Funds“ von 11,1 Billionen Dollar, davon sind 3,6 Billionen Dollar Dry Powder. Unter „all Private Funds“ befinden sich Private Debt, Real Assets und Real Estate mit insgesamt 3,7 Billionen Dollar.



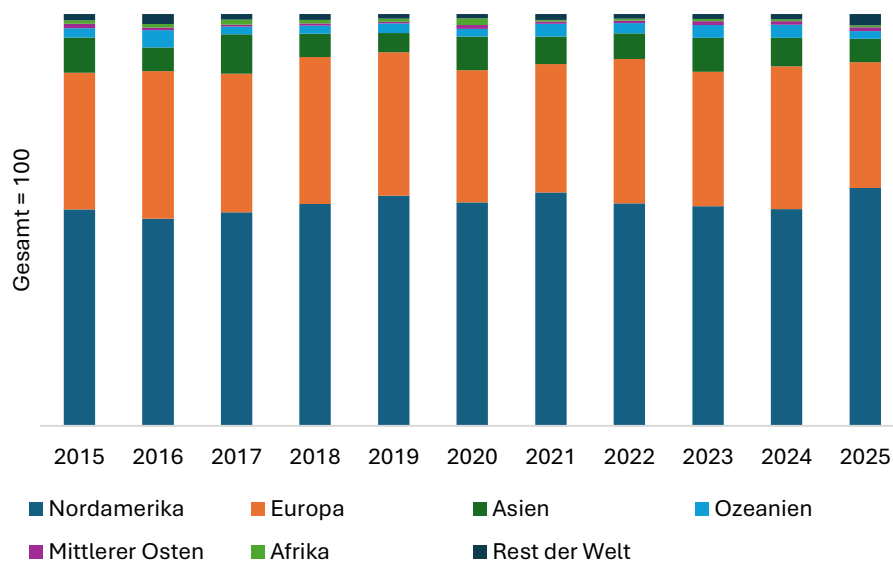
Abbildung 3: Anzahl und Gegenwert von Transaktionen mit Private-Equity-Beteiligung



Quelle: Pitchbook, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: November 2025.

Die USA (Nordamerika) vereinigen mehr als die Hälfte des Marktes auf sich, aktuell sind es 58 Prozent aller Transaktionen. Dahinter folgt Europa mit derzeit 31 Prozent – der niedrigste Anteil an allen Deals seit 2015 (höchster Wert 2016: 36 Prozent). Das verbleibende Neuntel des Marktes verteilt sich aktuell auf andere Weltregionen (Abbildung 4).

Abbildung 4: Regionale Verteilung von Transaktionen mit Private-Equity-Beteiligung



Quelle: Pitchbook, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: November 2025.

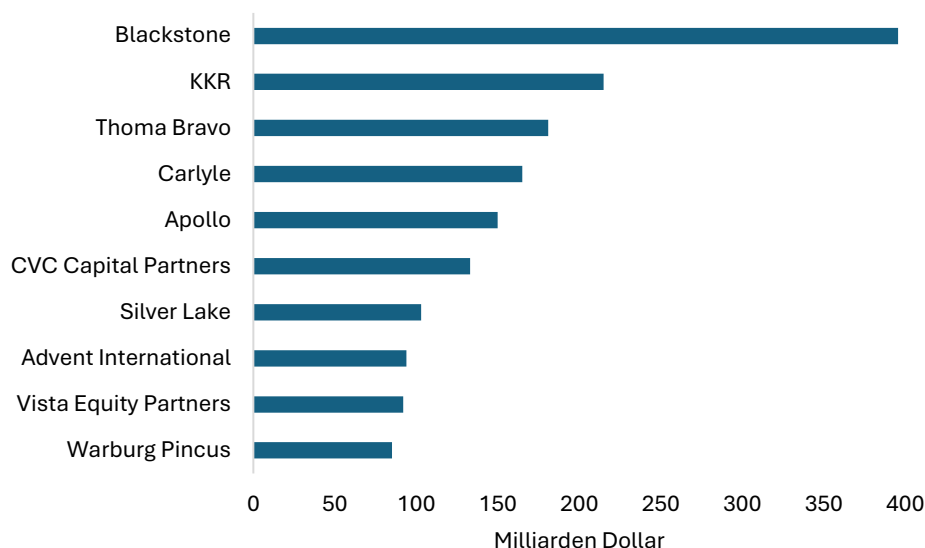


2.2. Wichtige Akteure

Die Akteure teilen sich im Wesentlichen in Anbieter auf, die schwerpunktmäßig entweder Buyout-Fonds auflegen oder Venture-Capital-Portfolios. Growth Equity bieten beide Lager an. Bekannte Namen für Wagniskapital sind Sequoia Capital, Andreessen Horowitz, Accel (alle mit US-Sitz), Earlybird oder HV Capital (beide mit Sitz in Deutschland).

Bei Buyout dominieren US-amerikanische Gesellschaften, mit der luxemburgischen CVC Capital Partners findet sich derzeit nur eine europäische Gesellschaft unter den Top-Ten nach verwaltetem Vermögen (*Assets Under Management/AUM*, Abbildung 5).

Abbildung 5: Führende Private-Equity-Gesellschaften nach verwaltetem Vermögen



jeweils letzte verfügbare Daten, AUM Private Equity, Abgrenzung je nach Anbieter teils unterschiedlich, Quelle: Unternehmensberichte, Fillings, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: November 2025.

Sie alle fungieren als sogenannte *General Partner* (GPs). Der GP verwaltet die Fonds und ist für die Investmentauswahl zuständig. Die Kapitalgeber sind sogenannte *Limited Partners* (LPs), das sind in erster Linie Pensionsfonds, Staatsfonds, Stiftungen, Family Offices oder vermögende Privatpersonen. Sie sind passiv und stellen lediglich Kapital zur Verfügung, in der Regel 90 bis 99 Prozent des Fondsvolumens. Der Rest des Kapitals stammt vom GP. Der Grund: Der GP als Fondsinitiator soll mit einem eigenen Anteil diszipliniert werden, die Interessen der LPs zu vertreten.



2.3. Fonds-Struktur

Als Faustformel für die Vergütung bei Buyout-Fonds gilt die 2+20-Regel. Der General Partner erhält vom Limited Partner zwei Prozent an jährlicher Vergütung auf das verwaltete Vermögen, zudem 20 Prozent an sogenanntem *Carried Interest*, falls er bestimmte Renditeziele erreicht. Dafür wird in der Regel eine Hürde (*Hurdle Rate*) festgelegt. Gängig ist beispielsweise, dass die Rendite erst acht Prozent erreichen muss, bevor der GP ein Carried Interest erhält. Vereinfacht: Liegt die Rendite bei 15 Prozent, bekommt der General Partner zu den zwei Prozent an Verwaltungsgebühr noch 1,4 Prozent an Carry (Ein Fünftel von sieben Prozent). Laut Daten des Private-Equity-Datensammlers Preqin lag die jährliche Verwaltungsgebühr bei großen Fonds (größer eine Milliarde Dollar) 2024 bei 1,8 Prozent, bei kleineren Fonds (unter 500 Millionen Dollar) bei gut 1,7 Prozent, während mittelgroße Initiatoren 2,0 Prozent vereinnahmten. Bei für Privatanlegern konzipierten Produkten liegen die Gebühren häufig höher und die Hurdle Rates niedriger, Anbieter kommen also leichter an einen Carry.

Gebühren können auch auf zugesagtes, aber noch nicht investiertes Kapital anfallen. Die Bewertungen der Portfolien liegt in der Hand des General Partners, was zu Einnahmenmaximierung führen kann, wenn Gebühren auf das Bestandsvermögen anfallen. US-Pensionsfonds forderten deshalb Anfang des Jahres 2025, dass alle Private-Equity-Gesellschaften Gebühren nach einem einheitlichen Schema berechnen sollten. Schon 2020 hatte die US-Aufsicht (*Securities and Exchange Commission/SEC*) im Rahmen einer Untersuchung einen Mangel an Transparenz festgestellt.

Private-Equity-Fonds tragen Kosten für Transaktionen, für den Erwerb und den Verkauf von Unternehmen beispielsweise, was die Rendite der Anleger mindert. Gleiches gilt für Gebühren, die Portfoliounternehmen für Beratung- oder Managementleistungen an den General Partner zahlen. Investoren, die Gelder in einem Dachfonds anlegen, tragen die dort anfallenden Gebühren zusätzlich zu den Kosten der Unterfonds, in die der Dachfonds investiert.

Risikokapitalfonds kommen zum Teil ohne Hurdle Rate an den Markt. Hier fällt für den General Partner ein Carry bei jeder positiven Rendite an.

Bei den Fondslaufzeiten gibt es eine hohe Varianz, von 4 bis 25 Jahren. Die Fonds sind geschlossen. Im Gegensatz zu klassischen Publikumsfonds (Aktienfonds, Rentenfonds, Mischfonds) gibt es keinen laufenden Handel. Bestenfalls besteht bei Private-Equity-Fonds die Möglichkeit, diese auf einem Zweitmarkt mit dann deutlichen Abschlägen zu verkaufen.

Eine typische Fonds-Laufzeit ist zwölf Jahre (zehn Jahre plus zwei Jahre Verlängerungsoption). In den Jahren eins bis fünf ruft der General Partner von den Limited Partners die Gelder ab und investieren diese. Während dieser Phase kann es bereits



zu ersten Verkäufen kommen, die sich insgesamt bis zum Ende der Laufzeit ziehen. Jeder Private-Equity-Fonds hat sein eigenes, individuelles Liquiditätsprofil: Kapitalabrufphasen und vor allem Ausschüttungen gestalten sich bei jedem Fonds anders.

2.4. Performance-Treiber

Je nach Anlageziel gibt es unterschiedliche Treiber, Rendite zu erzielen. Bei Venture Capital gilt es, Start-ups personell fit für Wachstum aufzustellen. Steht am Anfang das Produkt im Fokus, gewinnen mit zunehmender Reife Marketing, Vertrieb oder Controlling an Bedeutung. Produktentwicklungen sollen bis zur Marktreife vorangetrieben, das Unternehmen für den Exit im besten Fall börsenreif sein.

Bei Buyouts steht im Vordergrund, das Unternehmen operativ zu verbessern oder es auf ein Kerngeschäft über die Abspaltung von Teilbereichen zu fokussieren. Private-Equity-Investments im Buyout-Bereich sind regelmäßig mit Krediten über die Bilanzen der Zielunternehmen oder externen Darlehen finanziert (*Leverage*/Hebel). Über einen Zehnjahreszeitraum bis 2023 hatten globale Buyout-Unternehmen einen durchschnittlichen Verschuldungsgrad von 1,74, zeigen Daten von MSCI. Während in der Hochphase der Nullerjahre Private-Equity-Finanzierungen von bis zu vier Dollar Schulden je einem Dollar Eigenkapital eingesetzt wurden, hat sich der Leverage deutlich reduziert. So ist auch die übermäßige Verschuldung von privaten Buyout-Unternehmen gegenüber börsennotierten Unternehmen zurückgegangen, laut MSCI auf einen Unterschied von zehn Prozentpunkten (2015: rund 33 Prozentpunkte). Das dürfte auf die in den vergangenen Jahren deutlich gestiegenen Zinsen zurückzuführen sein, der den Leverage in allen Märkten teurer und damit unattraktiver gemacht hat.

2.5. Was sich Investoren versprechen

Investoren versprechen sich aus Investitionen in Private Equity eine Rendite, die oberhalb der des Aktienmarktes liegt. Private Equity ist eine illiquide Anlage. Dies sollte mit einem höheren *Return* gegenüber liquiden Anlagen vergütet sein. Je nach Investor spielt es eine Rolle, dass ein Private-Equity-Portfolio auf dem Papier in seinem Wert weniger schwankt und es deshalb über eine längere Zeit zu keinen Wertveränderungen innerhalb ihrer (Kapitalanlage)-Bilanz kommt. Ursprüngliche Buchwerte können so deutlich leichter fortgeschrieben werden, während dies bei Aktien beispielsweise je nach Regulierungsrahmen eingeschränkt oder gar nicht möglich ist. Private Equity gilt deshalb als Diversifikationsmöglichkeit.

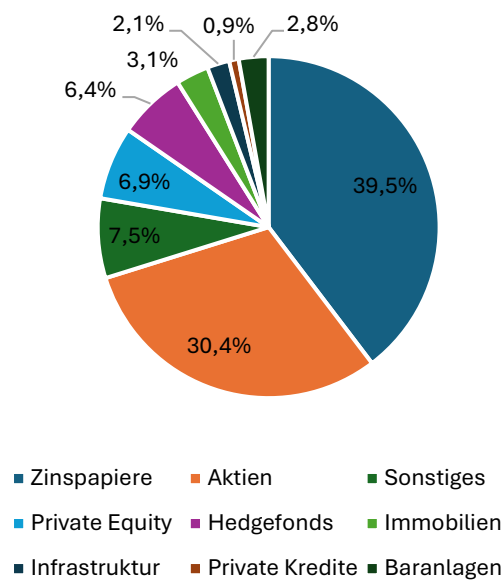
Der starke Zinsrückgang der 2010er-Jahre hatte die Suche nach alternativen Ertragsquellen befeuert. Zweifellos haben Investitionen in Unternehmen als Sachwertanlage einen Inflationsschutz. Private Equity gewährt einen Zugang zu nicht-börsennotierten Unternehmen, der für einen einzelnen Investor nur schwer zu öffnen ist. Gleiches gilt für Start-ups, deren Kapitalbedarf spätestens in der Wachstumsphase nur von sehr vermögenden Personen finanzierbar ist. Bei VC spielen



auch die in Einzelfällen exorbitanten Gewinne auf das einst eingesetzte Kapital nach Börsengängen eine Rolle. Das Totalverlustrisiko ist bei VC allerdings höher als im Buyout-Bereich.

Einer Übersicht von Preqin zufolge hatten 2023 institutionelle Investoren mit 21,1 Billionen Dollar an Anlagevermögen knapp sieben Prozent in Private Equity angelegt (Abbildung 6).

Abbildung 6: Vermögensverteilung institutioneller Anleger

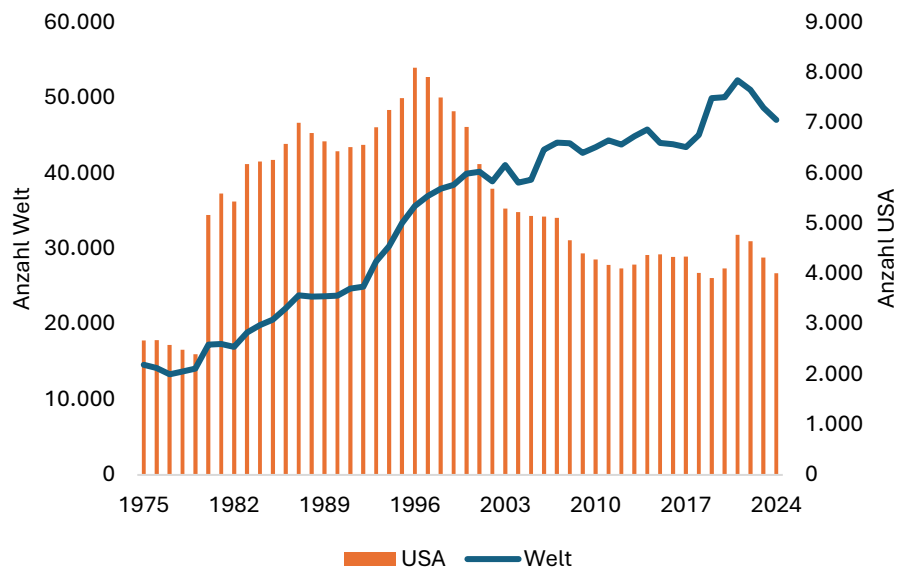


2023, Quelle: Preqin pro, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: November 2025.

2019 waren es nur 4,3 Prozent von seinerzeit 13,5 Billionen Dollar Anlagevermögen. Die Steigerung könnte auch damit zusammenhängen, dass es am Aktienmarkt gemessen an der Anzahl an notierten Unternehmen immer weniger Investitionsmöglichkeiten gibt (Abbildung 7).



Abbildung 7: Anzahl an börsennotierten Unternehmen weltweit und in den USA



Quelle: Weltbank, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: November 2025.

Während sich die Anzahl an US-börsennotierten Unternehmen seit 1996 etwas mehr als halbiert hat, hat die Zahl an Private-Equity-Finanzierungen bis ins Jahr 2024 hinein einen Boom erfahren (Abbildung 2). Nach Angaben der US-amerikanischen Citizens Bank hatten zuletzt 11.500 US-Unternehmen Private Equity an Bord, im Jahr 2000 seien es erst deren 2.000 gewesen. Trotz deutlich weniger Unternehmen ist der US-Aktienmarkt gemessen an seiner Marktkapitalisierung derzeit um rund den Faktor 17 schwerer als US-Private-Equity.

Besonders stark in Private Equity engagiert sind Stiftungen mit neun Prozent an Allokation, wie eine Erhebung von Fidelity zeigt (Tabelle 1).

Tabelle 1: Vermögensallokation von Großanlegern in Prozent

Anlagen	Gesamt	Investment-berater	Institutionen gesamt	Pensions-kassen	Versicherer	Große Stiftungen und Fonds
marktnotierte Aktien	36	56	44	44	38	51
marktnotierte Zins-anlagen	51	32	29	27	41	20
Alternativanlagen	10	5	25	27	19	26
Baranlagen	3	6	2	2	2	3
Alternativanlagen						
Hedgefonds	2	k.A.	4	4	3	5
Private Equity	5	k.A.	6	7	3	9
Private Credit	1	k.A.	2	2	4	3
Immobilien	1	k.A.	6	7	5	4
Rohstoffe	1	k.A.	2	2	2	2
Infrastruktur	1	k.A.	3	4	3	3

Gesamt = Market, Quelle: Fidelity, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: November 2025.



3. Private-Equity-Renditen

Der Deutschen Aktienindex (Dax), der inklusive wiederangelegter Dividenden berechnet wird, hat über die vergangenen zehn Jahre (November 2025) rund acht Prozent pro Jahr zugelegt, der Goldpreis in Euro rund 13 Prozent jährlich.² Doch wie verhält es sich mit einer Investition in Private Equity?

Anbieter und das Private-Equity-Umfeld werben mit Renditen, die im zweistelligen Prozentbereich liegen sollen oder beispielsweise mit „Renditen, die in mehr als 90% der Fälle über öffentlichen Aktien liegen“.

Da nicht alle Private-Equity-Investitionen und Fondsplänen erfasst sind, insbesondere historisch, ist letztere Aussage eines Anbieters in jedem Fall gewagt. So lässt sich eine Rendite von Private Equity immer nur näherungsweise, aber nie vollständig ermitteln.

In einer Stichprobe hätten 35 Prozent der 11.686 US-Start-ups, die zwischen 1991 und 2000 erstmals finanziert wurden, bis 2010 noch kein Ergebnis eingebracht – obwohl diese Unternehmen wahrscheinlich nicht mehr existierten (Korteweg 2022). Ihre (möglicherweise negativen) Wertbeiträge sind also unbekannt.

3.1. Internal Rate of Return

Neben einem Mangel an vollständigen Daten, gibt es eine Besonderheit. Die Private-Equity-Industrie arbeitet nicht mit annualisierten Daten, wie es bei Aktien oder offenen Fonds üblich ist, sondern mit der Internal Rate of Return (IRR) als zentralen Maßstab für den Ausweis der Rendite ihrer Investitionen. Die IRR soll die durchschnittliche jährliche Rendite auf das investierte Fondskapital widerspiegeln. Dieses baut sich über eine gewisse Zeit erst auf und ist nicht wie bei traditionellen Anlageklassen bereits von Anfang an vollständig investiert.³ Oberflächlich betrachtet führen Renditeangaben von Private Equity in die Irre – zumindest Anleger, die es gewohnt sind, in klassische, offene Fonds zu investieren.

Zur Verdeutlichung ein Beispiel: Ein Anleger könnte etwa eine Kapitalzusage von zehn Millionen Euro machen. In einer ersten Tranche ruft der General Partner zwei Millionen Euro davon ab. Die restlichen acht Millionen Euro muss der Anleger in liquider Form halten, da der Fonds diese Summe einmalig oder in weiteren Teilbeträgen jederzeit kurzfristig abrufen kann. In dieser Zeit kann ein durchschnittlicher Anleger mit dem zurückgehaltenen Kapital nur Tages- oder Festgeldzinsen erzielen.

² Die historische Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung

³ Eine Berechnungsformel lautet
$$0 = NPV = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1 + IRR)^t} - C_0$$
 NPV= Net Present Value (Kapitalwert),
Ct = Netto-Zahlungsmittelzufluss während des Zeitraums t, C0 = Gesamtkosten der Anfangsinvestition,
IRR = Interner Zinsfuß, T = Anzahl der Zeiträume



Große institutionelle Investoren können im Rahmen ihres gesamten Kapitalmanagements im Mix zinsträchtiger anlegen.

Die IRR unterstellt, dass frühe Rückflüsse an die Investoren des Fonds über die gesamte Laufzeit des Fonds zu denselben IRR-Renditen reinvestiert werden können. Rückflüsse (Auszahlungen) an die Investoren gibt es bei Ausschüttungen der Portfoliounternehmen oder wenn Unternehmen erfolgreich verkauft werden.

Wenn es zum Beispiel drei Jahre nach Auflegung eines Fonds mit einer Laufzeit von zwölf Jahren Rückzahlungen mit einer IRR von jährlich 20 Prozent gibt, so wird diese Rendite über die volle Laufzeit des Fonds fortgeschrieben.

Für den Ausweis der IRR ist also der Zeitpunkt der Zahlungsströme entscheidend. Frühe Auszahlungen an den Fondsinvestor wirken sich überproportional positiv aus. Das illustrieren folgende Beispiele (Tabellen 2 und 3).

Tabelle 2: Beispielrechnung Private-Equity-Fonds

Fonds 1		Fonds 2	
Investition	1.000.000		1.000.000
Einzahlungen		Einzahlungen	
Jahr 1	-800.000	Jahr 1	-300.000
Jahr 2	0	Jahr 2	-300.000
Jahr 3	-200.000	Jahr 3	-400.000
Auszahlungen		Auszahlungen	
Jahr 4	800.000	Jahr 4	0
Jahr 5	0	Jahr 5	100.000
Jahr 6	0	Jahr 6	200.000
Jahr 7	500.000	Jahr 7	200.000
Jahr 8	50.000	Jahr 8	200.000
Jahr 9	50.000	Jahr 9	100.000
Jahr 10	50.000	Jahr 10	200.000
Jahr 11	50.000	Jahr 11	50.000
Jahr 12	50.000	Jahr 12	200.000
Jahr 13	50.000	Jahr 13	200.000
Jahr 14	50.000	Jahr 14	50.000
Jahr 15	50.000	Jahr 15	200.000
Endwert*	1.700.000	Endwert*	1.700.000
IRR**	11,7%	IRR**	7,3%
Rendite p.a.***	3,6%	Rendite p.a.***	3,6%
Endwert****	2.185.000	Endwert****	1.984.000
Rendite p.a.*****	5,4%	Rendite p.a.*****	4,8%

*DPI (Distributed/Paid In), **unterstellte Reinvestition zu der jeweils bereits erzielten Rendite, ***Gelder werden in der Ein- und Auszahlungsphase nicht verzinst, ****p.a. Gelder werden in der Ein- und Auszahlungsphase mit 3% verzinst, *****Gelder werden in der Ein- und Auszahlungsphase mit 3% verzinst. Berechnungen unter Zuhilfenahme von KI, Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Stand: November 2025. Fiktive Beispielrechnung, die keinerlei Rückschlüsse für die Rendite von Private Equity-Investments hergibt.



Beide Fonds sammeln bei einem Anleger eine Million (Euro oder Dollar zum Beispiel) ein. Nach allen Ausschüttungen ergibt sich ein Endkapital von 1,7 Millionen. Aufgrund der unterschiedlichen Ein- und Auszahlungen sowie Zeitpunkten weisen die Fonds deutlich unterschiedliche IRRs aus: 11,7 und 7,3 Prozent jährlich. Wer eine annualisierte Rendite errechnet, und dabei keine weitere Kapitalverzinsung während der Einzahl- (Kapitalabruf-) Phase sowie nach den jeweiligen Ausschüttungen unterstellt, der kommt jeweils auf nur 3,6 Prozent Rendite pro Jahr (p.a. Rendite). Sollten sich alle Gelder vor Abruf- und nach Ausschüttung mit drei Prozent verzinsen, dann kommt der erste Fonds auf ein um 201.000 Einheiten höheres Endkapital als Fonds zwei bei einer jährlichen Rendite von 5,4 Prozent gegenüber 4,8 Prozent im Fonds zwei. Späte Einzahlungen und frühe Ausschüttungen erhöhen die IRR.

Schon leicht veränderte Auszahlungen verändern also die IRR, was folgende Beispielrechnung zeigt, bei der zwei unterschiedlich Einzahlungsströme und vier unterschiedliche Rückflussprofile angenommen werden (Tabelle 3).

Tabelle 3: Zwei beispielhafte Investitionsprofile mit unterschiedlichen Rückflüssen

Einzahlungen in Euro				
01.01.2015	250.000	100.000	250.000	100.000
30.09.2015	350.000	0	350.000	0
31.12.2015	400.000	0	400.000	0
20.12.2016	0	900.000	0	900.000
Rückzahlungen in Euro				
31.12.2016	200.000	200.000	400.000	400.000
31.12.2017	250.000	250.000	500.000	500.000
31.12.2018	300.000	300.000	200.000	200.000
31.12.2019	400.000	400.000	100.000	100.000
31.12.2020	500.000	500.000	100.000	100.000
31.12.2021	200.000	200.000	100.000	100.000
31.12.2022	100.000	100.000	300.000	300.000
31.12.2023	100.000	100.000	200.000	200.000
31.12.2024	100.000	100.000	250.000	250.000
01.07.2025	300.000	300.000	300.000	300.000
IRR	14,9%	20,5%	15,4%	22,1%
Rendite p.a.	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%

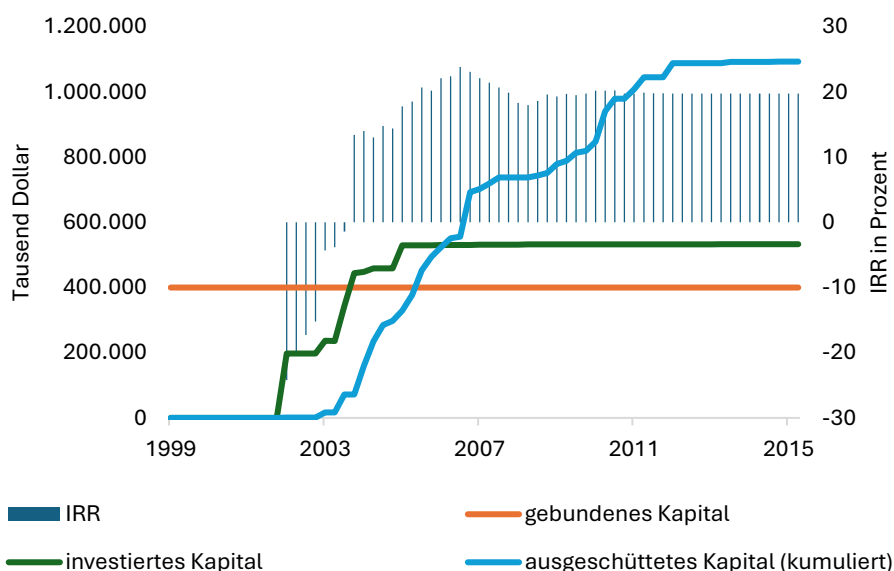
Rendite p.a.: Gelder werden in der Ein- und Auszahlungsphase nicht verzinst, Renditeberechnung unter Zuhilfenahme von KI, Quelle: Flossbach von Storch Research Institute. Stand: November 2025. **Fiktive Beispielrechnung, die keinerlei Rückschlüsse für die Rendite von Private Equity-Investments hergibt.**



Die IRRs liegen je nach Einzahlungs- und Auszahlungsprofil zwischen 14,9 und 22,1 Prozent. Ohne weitere Verzinsung jedoch bleibt die Rendite per annum in allen vier Fällen gleich (8,9 Prozent).

Anhand eines Beispiels aus der Praxis lässt sich ein tatsächlicher Ausschüttungsverlauf und die IRR darstellen. Hierbei handelt es sich um einen milliardenschweren Buyout-Fonds von einer der führenden Private Equity-Gesellschaften, der 1999 aufgelegt wurde (im Fachjargon *Vintage*-Jahr genannt). Der Fonds lief Ende März 2016 aus. Eine US-amerikanische Pensionskasse hatte dem Fonds 400 Millionen Dollar zugesagt. Schon während der Investitionsphase gab es erste Ausschüttungen, die IRR drehte schnell ins Positive und wurde am Ende mit 19,7 Prozent ausgewiesen (netto, nach Gebühren, Abbildung 8).

Abbildung 8: Verlauf eines Buyout-Fonds Vintage-Jahr 1999



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute. Stand: November 2025. **Die historische Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

Der Fonds kam auf eine Top-IRR im sogenannten obersten Quartil (Top-Viertel), die die Fondsinitiatoren vermutlich erzielen konnten, weil die Unternehmensbewertungen nach dem Aktienmarktcrash zu Beginn der Nullerjahre niedrig, die Kreditzinsen rückläufig und gewinnträchtige Verkäufe bei wieder deutlich steigenden Aktienkursen möglich waren. Erste kleine Ausschüttungen an den Limited Partner über gut 1,2 Millionen Dollar gab es 2002. Einen Teil der erzielten Gewinne aus Unternehmensverkäufen beziehungsweise Ausschüttungen investierte der GP wieder in neue Beteiligungen, sodass das vom Limited Partner investierte Kapital im Fonds auf gut 530 Millionen Dollar anstieg. 2007 überstiegen die Ausschüttungen mit 550



Millionen Dollar das im Fonds gebundene Kapital. Bis auf sehr geringe spätere Rückflüsse hatte der Fonds Ende 2011 fast seinen Peak erreicht bei einer Gesamtauszahlung an die Pensionskasse von kumuliert leicht über einer Milliarde Dollar.

Über zwölf Jahre gerechnet, ohne weitere Verzinsung, entsprach das einer Rendite von jährlich acht Prozent, also deutlich unterhalb der ausgewiesenen IRR (19,7 Prozent). Hätte die Pensionskasse ihren Einzahlungen zu netto vier Prozent angelegt, wären statt 400 nur 356 Millionen Dollar an Ursprungskapital notwendig gewesen, um dieselbe Anlagesumme zu erreichen. Die Ausschüttungen bis Ende 2011 ebenfalls zu netto vier Prozent weiterverzinst, hätte eine annualisierte Rendite von 16,3 Prozent ergeben (inklusive Zinseszins), bei jeweils zwei Prozent Verzinsung in der Ein- und Auszahlungsphase wäre die Rendite bei 15,0 Prozent gelandet. Das Beispiel zeigt: selbst bei einem Top-Fonds lässt sich unter den gegebenen Annahmen keine annualisierte Rendite errechnen, die der IRR entspricht.

3.2. Fondsauswertung

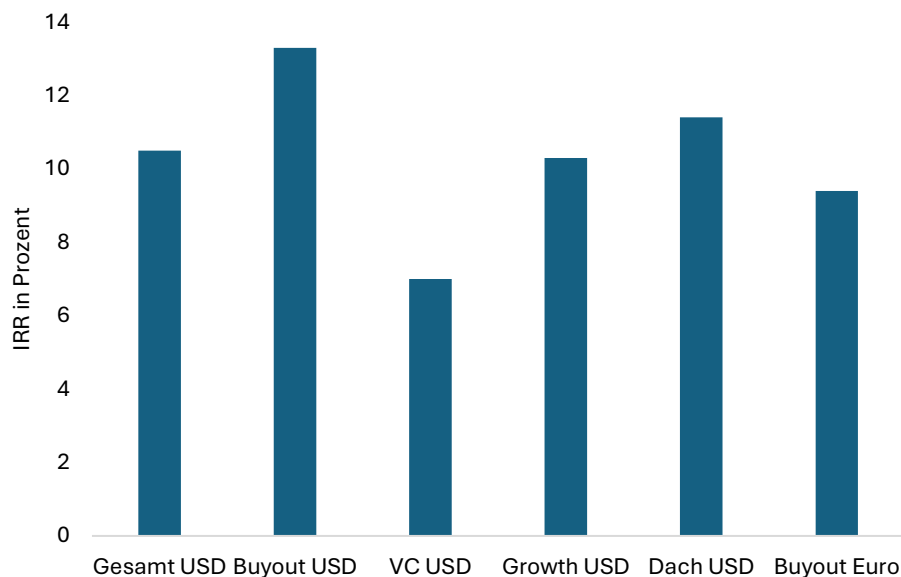
Der oben genannte Fonds ist in der folgenden Auswertung von insgesamt 3.752 Fonds enthalten, die Private-Equity-Gesellschaften (General Partner) in den Jahren 1999 bis 2023 aufgelegt haben. Die Daten stammen aus Datenbanken von Bloomberg und basieren auf Mitteilungen der Fondsinvestoren, dabei handelt es sich in erster Linie um Pensionsfonds und Stiftungen.

3.571 der Fonds haben als Fondswährung den US-Dollar, 181 den Euro. Die Euro-Fonds wurden in den Jahren 2005 bis 2023 initiiert und sind allesamt Buyout-Fonds. 1.370 der Dollar-Fonds sind Buyout. Dazu kommen 779 Venture-Capital-, 402 Growth-Equity und 991 Dach-Fonds, die alle ebenfalls in Dollar denominiert sind.⁴ Bei den bisher erzielten IRRs liegt Buyout-Dollar mit 13,3 Prozent vorne, am schlechtesten schneiden VC-Fonds mit 7,0 Prozent IRR ab, alle Dollar-Fonds zusammen kommen auf 10,5 Prozent IRR, die Euro-Fonds auf 9,4 Prozent IRR. Die IRR versteht sich dabei immer netto, nach Gebühren (Abbildung 9).

⁴ Je nach Studien-Design werden Dachfonds wegen möglicher Doppelzählungen herausgerechnet. Für eine Renditebetrachtung spielt das jedoch keine Rolle. Dachfonds konkurrieren generell ebenso wie Einzelfonds um Anlagekapital.



Abbildung 9: IRR von Private-Equity-Fonds der Vintage-Jahre 1999 bis 2023



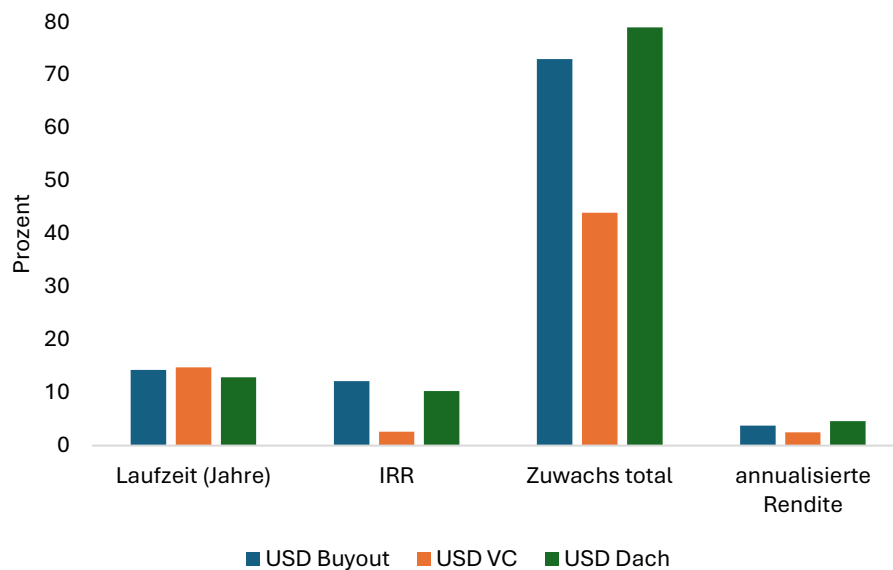
durchschnittlicher Zuwachs auf Basis der Median-Renditen je Jahr, Buyout-Euro 2005-2023, ansonsten 1999-2023, Quelle: Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute. Stand: November 2025. **Die historische Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

Die Streuung der (bisher erzielten) IRRs ist enorm. Bei Buyout-Dollar-Fonds reicht sie von Totalverlust bis 236 Prozent pro Jahr, bei Venture Capital von minus 68 bis plus 4.010 Prozent, Growth Equity liegt in eine Spanne von minus 65 bis plus 62 Prozent, Dachfonds von Totalverlust bis plus 24 Prozent und Euro-Buyout-Fonds von minus 72 bis plus 101 Prozent. Dabei gilt zu beachten, dass die Mehrzahl der Fonds noch nicht abgewickelt ist.

Endergebnisse lassen sich für 122 Dollar-Private-Equity-Fonds (62 Buyout, 52 Venture Capital, 8 Dachfonds) ermitteln. Bei Laufzeiten von durchschnittlich 14,3/14,8/12,9 Jahren (Buyout/VC/Dach) ergeben sich IRRs von 12,2/2,6/10,3 Prozent (Buyout/VC/Dach). Die durchschnittlichen Zuwächse während der Laufzeit lagen bei 73/44/79 Prozent (Buyout/VC/Dach). Ohne weitere Verzinsung in der Einzahl- und Ausschüttungsphase ergeben sich annualisierte Renditen von 3,8/2,5/4,6 Prozent (Buyout/VC/Dach, Abbildung 10).



Abbildung 10: Ergebnisse von liquidierten Private-Equity-Fonds



Durchschnitte, Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute. Stand: November 2025. **Die historische Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

Zum Vergleich: Der S&P 500 legte von Anfang 1999 bis Ende 2023 um 7,8 Prozent jährlich zu (Total Return).

Diesen Ertrag hat jeder Anleger im S&P 500 erzielt. Die Private-Equity-Renditen (IRR) von durchschnittlich 10,5 Prozent hätten sich nur eingestellt, wenn ein Investor sich auch in allen 3.752 Fonds engagiert hätte. Zudem hätte der Investor wie beispielhaft dargestellt, sein Kapital in der Einzahlungsphase und nach Ausschüttung renditeträchtig arbeiten lassen müssen. Das ist insbesondere in der Einzahlungsphase schwierig, da die Zeitpunkte der Kapitalabrufe („*Capital Calls*“) in der Regel nicht im Voraus festgelegt sind. Die bisher erzielten IRRs der Fonds von 10,5 Prozent (Dollar) und 9,4 Prozent (Euro) deuten darauf hin, dass Investoren erst bei deutlich positiven Renditen auf ihr Kapital vor Abruf und nach Ausschüttung an die Performance des Aktienmarktes heranreichen könnten. Zudem erhält nicht jeder Limited Partner zum jeweils gleichen Zeitpunkt Ausschüttungen oder erfährt dieselben Kapitalabrufe.

Bei den liquidierten Fonds haben sich annualisierte Renditen von 2,5 (VC), 3,8 (Buy-out) bis 4,6 Prozent (Dach) ergeben. Für eine höhere Rendite als der Aktienmarkt hätten sich Einzahlungen und Auszahlungen weit besser als mit einem risikolosen Zins, der gemessen an zehnjährigen US-Staatspapieren von 1999 bis 2023 bei durchschnittlich exakt drei Prozent lag, verzinsen müssen.



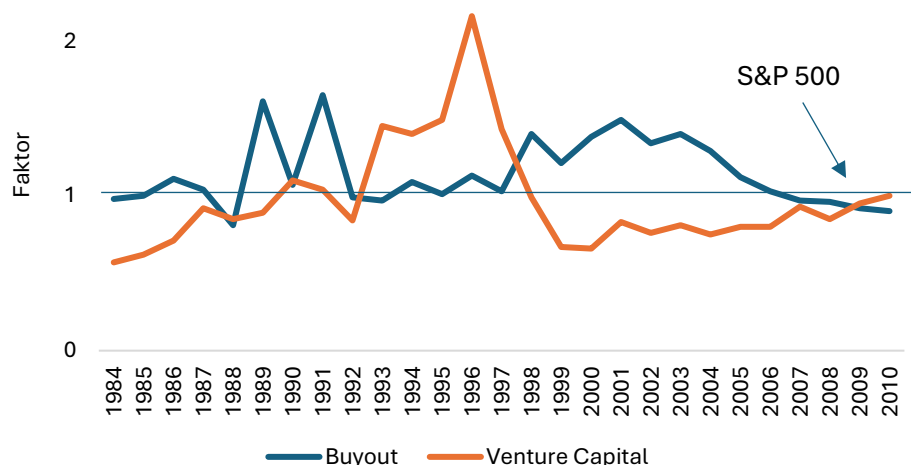
4. Renditen von Public zu Private Equity im Vergleich

Der Frage „Wie schneiden Private-Equity-Investitionen im Vergleich zu börsennotierten Aktien ab?“ stellten sich auch US-Forscher (Harris, Jenkinson und Kaplan 2015). Sie werteten Bestände von fast 300 institutionellen Anlegern aus, um mehr als 1.800 nordamerikanische Private-Equity-Fonds der Vintage-Jahre 1984 bis 2010 zu untersuchen.

Auf dieser Grundlage erarbeiteten sie das *Public Market Equivalent* (PME). Die Berechnung des PME erfolgt, indem alle Barausschüttungen (*cash distributions*) und der geschätzte Restwert (*residual value*) der Beteiligungen im Fonds mit der Performance des Aktienmarktes verglichen werden. Ein PME von 1,0 bedeutet, dass die Private-Equity-Investition genau die gleiche Rendite erzielt hat wie der Aktienmarkt. Ein PME von beispielsweise 1,2 impliziert, dass die Investoren am Ende der Fondslaufzeit 20 Prozent mehr an Kapital hatten, als wenn sie stattdessen in Aktien investiert hätten.

In 17 der 27 Jahre lag der PME bei Buyout-Fonds oberhalb der Aktienmarktrendite (S&P 500). Bei Venture Capital zeigt der Indikator nur in 7 der 27 Jahre eine Überperformance an (Abbildung 11).

Abbildung 11: Public Market Equivalent von US-Private-Equity-Fonds



Quelle: Harris, Jenkinson und Kaplan (2015), Flossbach von Storch Research Institute, Stand: November 2025. **Die historische Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung.**



Gemessen am Mittelwert (der Mediane pro Jahr) lagen nach Harrison, Jenkinson und Kaplan (2015) Buyout-Fonds nach Liquidation kumuliert über die gesamten Laufzeiten 14,4 Prozent besser als der S&P 500, Venture Capital lag am Ende drei Prozent unterhalb des Aktienmarktes, jeweils netto nach Gebühren.

Wer über Dachfonds investiert hätte, der wäre abzüglich deren Gebühren bei Buy-outs vermutlich kaum über die Nulllinie im Vergleich zum S&P 500 gekommen, bei Venture Capital wäre die negative Differenz noch gestiegen.

Laut Analyse von Harris, Jenkinson und Kaplan (2015) waren seit 2005 die Renditen von Buyout-Fonds schwach. Das deckt sich mit den Ergebnissen der Auswertung der 1.370 Dollar-Buyout-Fonds der Jahre 1999 bis 2023 dieser Studie, die von 2005 bis 2008 gemessen an ihrer IRR die schwächsten Jahre (abgesehen von 2023) im Betrachtungszeitraum hatten (IRRs von 6,9 bis 10,0 Prozent).

4.1. Heterogene Anlageklasse

Ein fundamentaler Unterschied zum Aktienmarkt ist die Heterogenität von Private Equity. So ermittelte der Zürcher Dachfonds-Private-Equity-Spezialist Advisers on Private Equity (Adveq, heute Schroder Adveq), dass nur drei Prozent aller General Partner dauerhaft eine Toprendite erwirtschaften. Drei von hundert Fondsanbietern befinden sich also mit jedem Fonds dauerhaft im ersten Quartil. Nur dort jedoch finden sich IRRs, die mit hoher Wahrscheinlichkeit eine lohnende Liquiditätsprämie auf Aktienrenditen bieten.

So sind die (theoretisch errechneten) Vorstellungen von institutionellen Investoren möglicherweise überzogen. Diese erwarten von Private Equity eine höhere Rendite als bei Aktienanlagen. Das zeigt eine Umfrage der Fondsgesellschaft Fidelity (2023), auf deren Basis implizierte Realrenditen hergeleitet wurden (Tabelle 4).⁵

⁵ Fidelity hat die Gesamtmarktgewichtungen auf der Grundlage der Vermögenswerte in globalen Indizes sowie der tatsächlichen institutionellen Allokationen entwickelt, die von den Befragten in der Fidelity Institutional Investor Study 2023 angegeben wurden. Dazu wurden zukunftsorientierte Volatilitäts- und Korrelationsannahmen für traditionelle und alternative Anlageklassen von Horizon Actuarial Services LLC verwendet, die die aggregierten Ansichten von 41 großen Institutionen widerspiegeln. Mit diesen Eingaben hat Fidelity die impliziten Realrenditen berechnet, die sich aus den Gewichtungen der Anlageklassen ergeben – d.h. was ihre Allokationen über ihre Einschätzung von alternativen gegenüber traditionellen Anlageklassen aussagen.



Tabelle 4: Marktimplizierte reale Renditen auf Basis von Portfolioallokationen institutioneller Anleger

Anlageklasse	<i>Institutionen gesamt</i>		<i>Pensionskassen</i>		<i>Versicherer</i>		<i>Große Stiftungen und Fonds</i>	
	Marktimplizite reale Rendite	Gewicht	Marktimplizite reale Rendite	Gewicht	Marktimplizite reale Rendite	Gewicht	Marktimplizite reale Rendite	Gewicht
	Prozent	Prozent	Prozent	Prozent	Prozent	Prozent	Prozent	Prozent
US-Aktien	6,9	26,0	7,0	24,0	5,9	24,0	7,7	34,0
Internationale Aktien	7,2	11,0	7,4	12,0	6,1	8,0	7,8	10,0
Schwellenländer-Ak- tien	8,7	7,0	8,9	7,0	7,4	6,0	9,4	7,0
US Investmentgrade Zinsanlagen	1,1	18,0	1,1	15,0	1,1	30,0	1,0	12,0
Int. Investmentgrade Zinsanlagen	1,2	5,0	1,2	5,0	1,1	4,0	1,1	3,0
Hochzinsanlagen	3,4	5,0	3,5	5,0	3,1	5,0	3,7	4,0
Schwellenländer- Schulden	3,2	2,0	3,3	3,0	2,9	3,0	3,4	1,0
Hedgefondsstrategien	2,7	4,0	2,8	4,0	2,4	3,0	3,0	5,0
Private Equity	8,0	6,0	8,2	7,0	6,6	9,0	9,1	9,0
Private Credit	3,3	2,0	3,4	2,0	2,9	4,0	3,7	3,0
Immobilien	4,8	6,0	4,9	7,0	4,1	4,0	5,1	4,0
Rohstoffe	3,4	2,0	3,5	2,0	3,0	2,0	3,7	2,0
Infrastruktur	5,3	3,0	5,4	4,0	4,6	3,0	5,7	3,0
Cash	0,0	2,0	0,0	2,0	0,0	3,0	0,0	3,0

Quelle: Fidelity, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: November 2025.

5. Probleme von Private Equity

Bei Private-Equity-Fonds bestehen aufgrund der Konstruktion zahlreiche Interessenskonflikte und Governanceprobleme zwischen dem General Partner und den Limited Partners. Die Maximierung kurzfristiger Einnahmen auf Seiten der General Partners steht dem eher langfristigen Erfolgswunsch der Limited Partners gegenüber. Vorschnelle Exits verbessern die IRR. Diese wird dadurch künstlich aufgebläht. Sich schwach entwickelnde Beteiligungen passt der General Partner möglicherweise im Wert nicht an, was die Einnahmen über die jährliche Fee erhöht. Private-Equity-Investitionen sind illiquide und damit generell schwierig zu bewerten, da die Limited Partners bei der Bewertung von den Informationen der General Partners abhängig sind. Die Limited Partners haben über Aufsichtsboards nur eingeschränkte Kontrollrechte. Höher angesetzte Portfoliowerte sind für den GP dienlich, wenn bereits der nächste Fonds zum *Fundraising* ansteht. Da General Partners meist mehrere Fonds am Markt haben, verändert die Entscheidung, welches Anlageziel welchem Fonds zugeschlagen wird (oder welcher Anteil daran) die künftige Performance. Ein potenziell lukratives Anlageziel könnte für den neuen Fonds ins Auge gefasst werden, um dort möglichst schnell Einnahmen zu erzielen, was wiederum der IRR zuträglich wäre.



5.1. Exit und Inzucht

In den ersten drei Quartalen des Jahres 2025 sind laut Pitchbook 20 US-Unternehmen im Besitz von Private-Equity-Gesellschaften an die Börse gegangen – und damit bereits mehr als im gesamten Vorjahr. Gemessen an der Gesamtzahl aller US-Firmen in Private-Equity-Besitz sind das keine 0,2 Prozent. Gerade einmal 12,8 Milliarden Dollar spielten IPOs aus Private-Equity-Portfolios im dritten Quartal ein. Das IPO als Königsweg – das war einmal. 1996 waren beispielsweise 677 Unternehmen allein aus Portfolien der US-Wagniskapital-Branche an die Börse gegangen, zeigen Daten der Universität Florida (Ritter 2025). Heute haben die großen Technologieunternehmen die tiefsten Taschen und finanzieren Start-ups oder kaufen sie auf.

Längst hat Private Equity sogenannte *Secondary-Funds* („*Secondaries*“) etabliert. Hierbei reichen General Partner und Limited Partners Unternehmen an andere General Partner und Limited Partner weiter (siehe etwa Stada) – oder an Fonds aus demselben Haus. Für den Limited Partner tun sich hier Interessenskonflikte auf: Der General Partner ist Käufer und Verkäufer zugleich.

Der Markt für Private-Equity-Secondaries hat 2024 ein neues Rekordniveau erreicht. Je nach Datenquelle lag der Umschlag bei 152 bis 165 Milliarden Dollar, oder einem Anstieg von 40 bis 45 Prozent zum Vorjahr. Schätzungen für 2025 gehen Richtung 200 Milliarden Dollar an Transaktionsvolumen. Private Equity verkauft also gerne an sich selbst. So ist die Private-Equity-Exit-Investment-Quote als Maßstab für das Verhältnis aus Ausstiegs- und Investitionsvolumen laut Pitchbook 2024 mit einem Wert von 0,34 auf den niedrigsten Stand seit der Finanzkrise 2008 gesunken. Auf 340 Millionen an Exit-Volumen kommen eine Milliarde an Neuinvestitionen. Je niedriger die Quote, desto weniger Einnahmen erzielt Private Equity im Vergleich zum Investitionsvolumen aus Exits. Unternehmensbeteiligungen kumulieren sich in den Private-Equity-Portfolios und finden immer seltener den Ausgang.

Nach Angaben von Schroders Capital machte der Anteil von Secondaries an den gesamten Exits bei Buyouts nach Anzahl der Transaktionen in den Jahren 2006 bis 2024 durchschnittlich 38 Prozent aus. Ob sie tatsächlich wertschaffend für Investoren sind, zeigt sich immer erst bei einem echten Exit aus dem Private-Equity-Zirkel heraus.

Dabei können die General Partners tricksen: Secondaries kaufen Vermögenswerte in der Regel mit einem Abschlag auf den zuletzt gemeldeten Wert. Nach dem Kauf setzen sie diese Position dann wieder auf den geschätzten fairen Wert hoch – also ungefähr auf das Niveau, das der Verkäufer zuvor bei sich angesetzt hatte. So entsteht ein Buchgewinn, ganz ohne operative Wertsteigerung. In klassischen Aktien- oder Anleihefonds ist so etwas unmöglich, weil Kurse der Investments täglich an der Börse festgestellt werden. Secondaries können so eine „gute“ Performance melden, die nur auf dem Papier existiert.

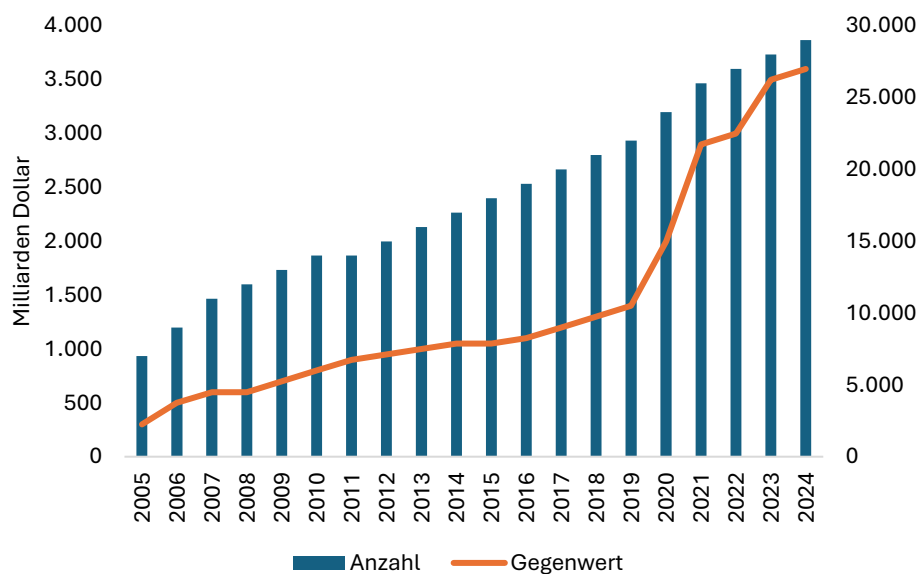


Selbst Secondaries lösen aber offenbar die Exit-Probleme der Branche nicht mehr. Zumindest spricht dafür die neueste Private Equity-Mode, die sich *Continuation (Evergreen) Funds* nennt. Wie der Name schon sagt, sollen in solchen Portfolios Unternehmensbeteiligungen dauerhaft verbleiben. Mitte 2025 verwalteten US-Evergreen-Fonds Angaben von Morningstar und Pitchbook ein Nettovermögen von rund 450 Milliarden Dollar, gegenüber 250 Milliarden Dollar im Jahr 2022. Ende des Jahrzehnts soll die Marke von einer Billion Dollar überschritten werden. Diese Werte umfassen allerdings mehr als klassisches Private Equity allein, sondern unter anderem auch *Real Estate Investment Trusts* (Immobilien).

Zwar preist die Industrie die Continuation Funds als das nächste große Ding an. Möglicherweise handelt es sich hierbei aber nur um eine Resterampe.

Laut der Beratungsgesellschaft Bain liegt die Haltedauer von Buyout-Unternehmen mit 6,1 Jahren nahe an einem Rekordhoch, im Tief 2013 waren es nur 3,5 Jahre. So steckt das Kapital der Limited Partner fest: in 29.000 unverkauften Unternehmen im Gegenwert von 3,6 Billionen Dollar (Abbildung 12).

Abbildung 12: Unverkaufte Buyout-Unternehmen und Gegenwert



Gegenwert: Daten, nicht exakt, sondern angenähert, Quelle: Bain, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: November 2025.

Mit Continuation Funds wird das Ursprungsversprechen, Unternehmensbeteiligungen über einen Verkauf an ein anderes Unternehmen oder einen Börsengang lukrativ zu versilbern, endgültig gebrochen. Bei Secondaries könnte ein solcher Exit eines Tages noch winken. Vorteil beider Kategorien aus Investorensicht: Die Beteiligungen in den Portfolios sind bekannt, im Gegensatz zu einem neu aufgelegten

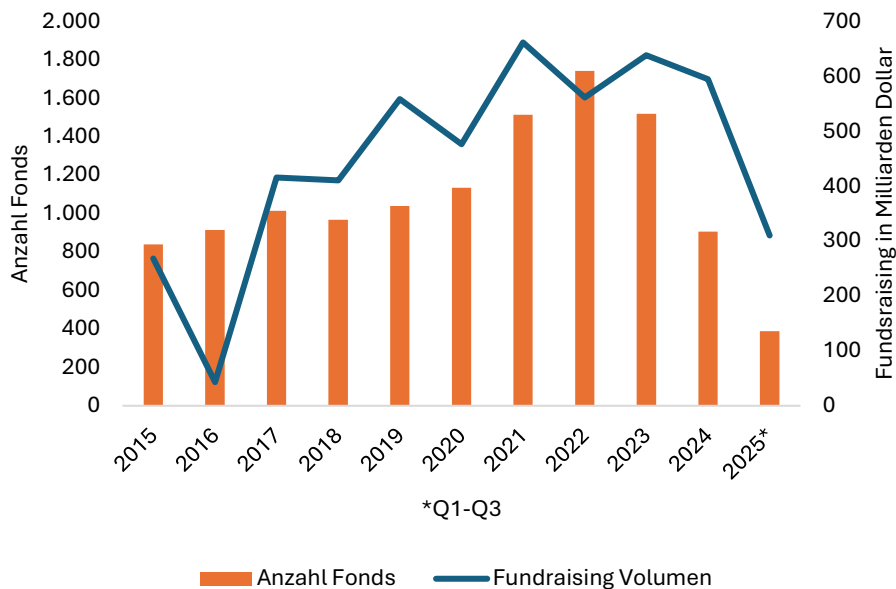


Private-Equity-Fonds im klassischen Sinne, der Investitionsziele im Auge hat oder noch suchen muss.

5.2. Hohes Dry Powder, starke Public-Märkte

Auch wenn das Dry Powder 2024 erstmals langem rückläufig war (Abbildung 2), sind die noch nicht investierten Mittel mit knapp 2,8 Billionen Dollar enorm. An den Public-Märkten haussierten in den vergangenen Jahren Aktien und Gold, Anleihen werfen vor allem in Dollar deutlich positive Real-Renditen ab. In Kombination hat das den Appetit von Investoren möglicherweise gebremst, Gelder für Private Equity zu dotieren. Das Fundraising für Private Equity ist jedenfalls deutlich rückläufig (Abbildung 13).

Abbildung 13: Private-Equity-Fundraising und Anzahl neuer Fonds



Quelle: Pitchbook, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: November 2025.

Buyouts sind von einem generellen höheren Zinsniveau betroffen, auch wenn die Aufschläge für Unternehmens- und Hochzinsbonds in den vergangenen Jahren regelmäßig sehr niedrig waren. Deshalb sind die dortigen Zinskosten historisch betrachtet immer noch niedrig.

Fazit

Die IRR ist eine mathematische Variante, die nicht die echte Rendite eines Investors widerspiegelt. Die Private-Equity-Branche gaukelt vor, dass jeder ausgeschüttete Dollar zum gleichen Zinssatz reinvestiert wird, zu dem er verdient wurde. Das wäre so, als wenn sich bei einem jährlichen Sparplan auf Aktien eine im Jahr eins erzielte hohe Rendite einfach für alle Zeiten fortschreiben ließe. Da die IRR von frühen Ausschüttungen beeinflusst und dominiert wird, ist sie von Seiten der General Partners



beeinflussbar. Im Wert gestiegene Anlagen können schnell abgestoßen, schwächere Beteiligungen (zum letzten Buchwert) beibehalten werden. Wie gezeigt, gibt es etwa bei liquidierten US-Buyouts eine Lücke von 8,4 Prozentpunkten zwischen IRR und annualisierter Rendite. In der ex-post-Betrachtung steht es nicht in Frage, dass insbesondere im Risikokapitalbereich Pleiten und Zombiefirmen, also eine Nullperformance bei einzelnen Investments oder ganzen Fonds, teilweise nicht erfasst worden sind.

Dass Private-Equity-Investments aus Investorensicht im Durchschnitt dauerhaft eine Illiquiditätsprämie gegenüber dem Aktienmarkt erwirtschaften, darf bezweifelt werden. Dafür ist eine gute Auswahl der Fonds und gleichzeitig ein effizientes Management des Kapitals in der Abrufphase und nach Ausschüttungen notwendig.

Für ein Private-Equity-Investment generell spricht eine abnehmende Auswahl an Unternehmen am Aktienmarkt und eine Diversifikation in eine buchmäßig stabile Anlage.

Nach vorne geschaut spricht das hohe Dry Powder für einen Mangel an attraktiven Investitionszielen, was auf zukünftige niedrige Renditen hindeuten könnte. Die geringe Anzahl an Exits im Vergleich zu den Investitionen spricht ebenfalls gegen eine goldene Ära, wie auch die neuen Continuation Funds auf einen Mangel an Alternativen hindeutet. Da mit Schulden finanzierte Private-Equity-Investitionen empfindlich auf die Liquidität der Kreditmärkte reagieren (Franzoni, Nowak, Phalippou 2012) droht von dort Gegenwind. Bei US-Banken beispielsweise fehlte es jüngst für eine Kreditausweitung an Liquidität.

Literatur

Bona, Carlo / Hooper, Tim / Saiya, Rishi (2025): PE-backed IPOs regain traction but grapple with investor discipline. ION Analytics News, 21. Oktober 2025.

Daly, Brian / Elovitz, Michael / Schulte Roth & Zabel LLP (2020): SEC Identifies Private Fund Deficiencies. Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 27. Juli 2020.

Golding News (2025): Private Equity Secondaries: Rekordjahr 2024 – Marktwachstum setzt sich fort. Golding Capital Partners, 25. Februar 2025.

Edlich, Alexander / Dahlqvist, Finn / Croke, Christopher / Teichner, Werner (2025): McKinsey Global Private Markets Report 2025: Braced for shifting weather. McKinsey & Company, Mai 2025.

Franzoni, Francesco / Nowak, Eric / Phalippou, Ludovic (2011): Private Equity Performance and Liquidity Risk. Swiss Finance Institute Research Paper No. 09-43. Verfügbar auf SSRN: 4. Dezember 2009, zuletzt revidiert 13. September 2012.



Harris, Robert S. / Jenkinson, Tim / Kaplan, Steven N. (2015): How Do Private Equity Investments Perform Compared to Public Equity? Darden Business School Working Paper No. 2597259, veröffentlicht 15. Juni 2015, zuletzt revidiert 19. Juni 2015.

Korteweg, Arthur (2022): Risk and Return in Private Equity. In: Handbook of the Economics of Corporate Finance, Vol. 1: Private Equity and Entrepreneurial Finance. University of Southern California – Marshall School of Business.

Liu, Yuwei / Xiong, Lin (2024): Leverage in Private Equity: What Do We Know? MSCI Research & Insights, 9. September 2024.

MacArthur, Hugh / Burack, Rebecca / Rose, Graham / Schmitz, Alexander / Yang, Kiki / Lamy, Sebastien (2025): Private Equity Outlook 2025: Is a Recovery Starting to Take Shape? Bain & Company Global Private Equity Report, 3. März 2025.

Reeds, Scott C. (2024): The public to private equity pivot continues. Citizens Bank – PE Trends, Dezember 2024.

Rode, Niklas / Poldauf, Philipp / Perez, Elena (2025): Redefining Private Equity: How continuation investments are disrupting the buyout market. Schroders Capital, 18. August 2025.

Ritter, Jay R. (2025): Initial Public Offerings: VC-backed IPO Statistics Through 2024. University of Florida — Warrington College of Business, (Working Paper, 27. Mai 2025).

Wirz, Marlène (2025): Pension Funds Want Private Equity to Open Up About Fees and Returns. The Wall Street Journal, 22. Januar 2025. <https://www.wsj.com/finance/investing/pension-funds-want-private-equity-to-open-up-about-fees-and-returns-569d66d2> (zuletzt abgerufen am 1. Dezember 2025).



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Christof Schürmann; *Redaktionsschluss* 01. Dezember 2025