

Welt im Wandel und die Zukunft von Private Equity

Mackewicz & Partner Private Equity-Analyse



Welt im Wandel und die Zukunft von Private Equity

Private Equity erweist sich als krisenfest und befindet sich auf einem langfristigen Wachstumspfad. Der Trend zur Größe macht aber auch vor Beteiligungsgesellschaften nicht Halt. Die Anbieterseite teilt sich in zwei Lager.

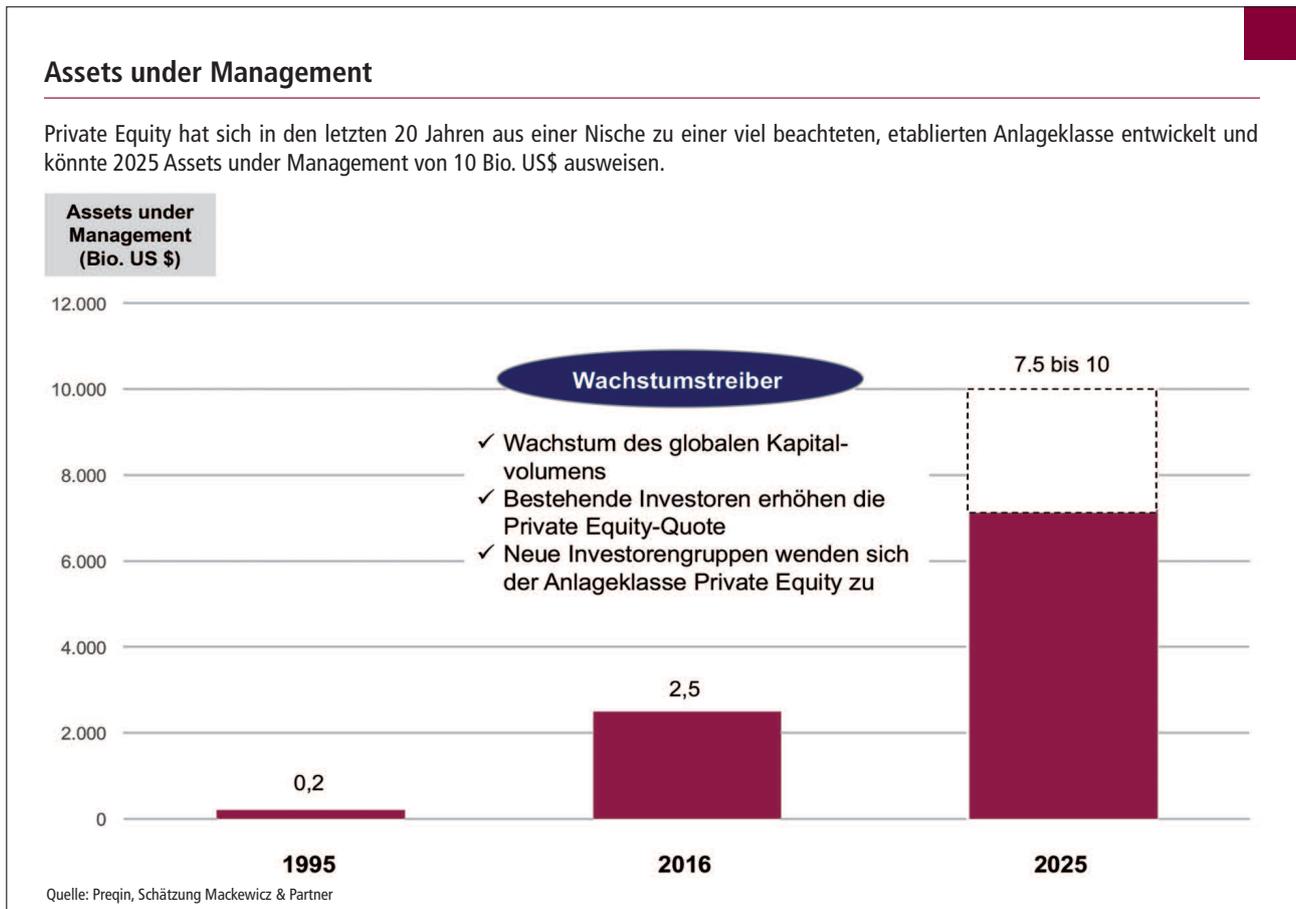
In Politik, Wirtschaft und Gesellschaft ist vieles großen Veränderungen unterworfen. China beeinflusst auch das politische Weltgeschehen immer mehr, die europäische Union muss sich die Existenzfrage stellen und in Deutschland tut man sich schwer, ein stabiles Regierungsbündnis zu bilden. Wirtschaftlich betrachtet bedrohen die Digitalisierung und die Tech-Giganten aus den USA die Geschäftsmodelle der

deutschen Industrie. Bedroht wird der Wohlstand unserer Gesellschaft auch durch die Demographie.

Auch auf dem Private-Equity-Markt kommt es zu tektonischen Verschiebungen. Zwar gehören die Überrenditen von guten Private-

Equity-Managern immer noch zu den wenigen Konstanten in einer unsicher werdenden Welt. Doch immer deutlicher wird auch erkennbar, wie sich das Feld der Private Equity-Manager in zwei verschiedene Richtungen entwickelt. Investoren stehen vor einer entscheidenden Weggabelung. Zurückblickend hat sich Private Equity in den vergangenen

Konstante Überrenditen von guten Private Equity-Managern



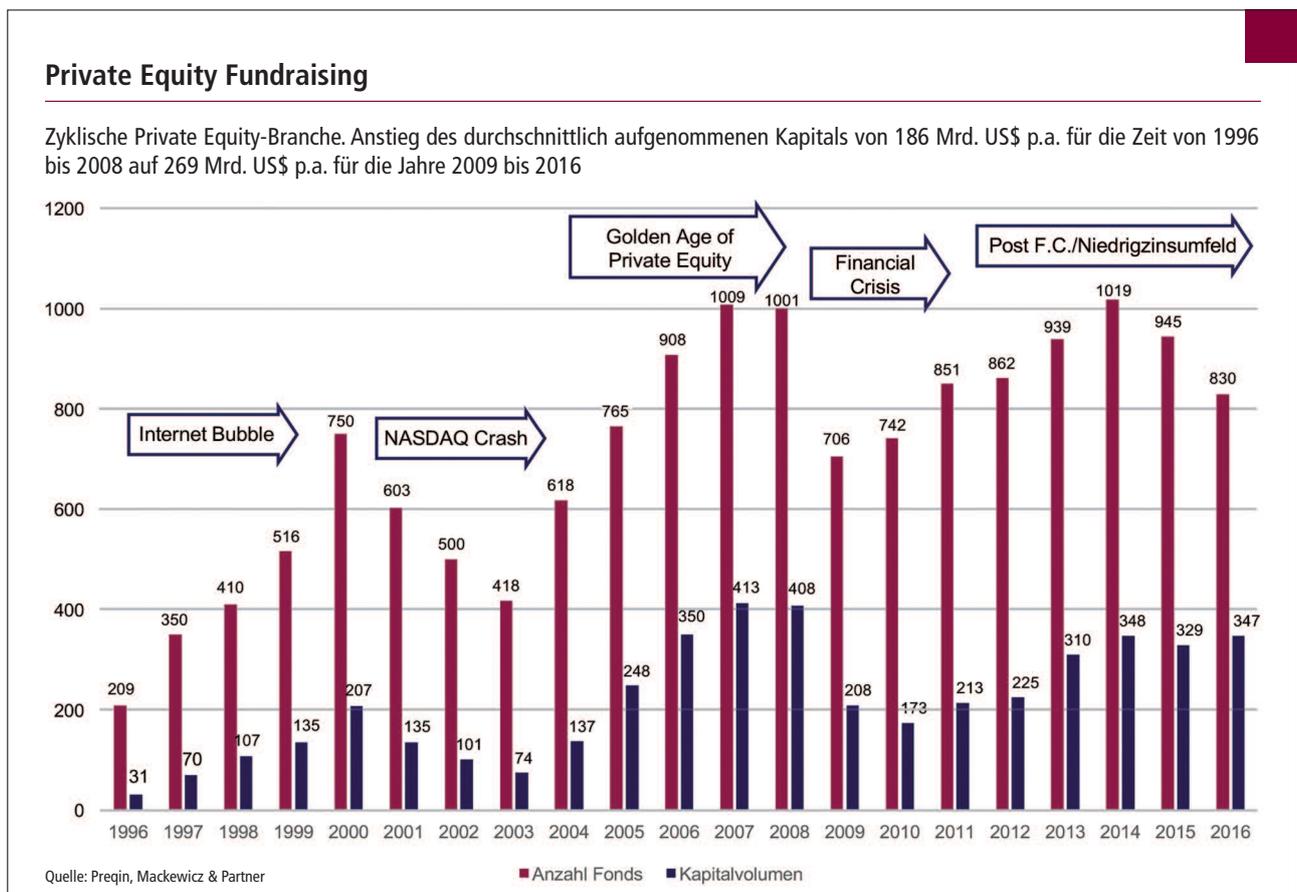
zwanzig Jahren aus einer Nische zu einer viel beachteten und etablierten Anlageklasse entwickelt, die weltweit von namhaften Versicherungen, Pensionskassen, Family Offices und Staatsfonds bei der Kapitalanlage berücksichtigt wird. Private Equity zeigte sich krisenfest und befindet sich auf einem langfristigen Wachstumspfad. Betrug das weltweit in

Private Equity-Fonds werden bis 2025 zwischen 7,5-10 Bio US\$ verwalten

Private Equity-Fonds angelegte Kapital 1995 noch etwa 200 Mrd. US\$, so hat sich dieses Volumen auf aktuell etwa 2,5 Bio. US\$ mehr als verzehnfacht. Wir gehen davon aus, dass die von Private Equity-Fonds verwalteten Kapitalbeträge bis 2025 ein Volumen von 7,5 bis 10 Bio. US\$ erreicht haben werden.

Mainstream-Anlageklasse

Private Equity und andere alternative Anlageklassen profitieren vom Anlagenotstand. Zahlreiche Studien und Analysen zeigen, dass sich der Anteil klassischer Anleihen über die vergangenen Jahre zugunsten alternativer Investments deutlich verringert hat und noch weiter verringern wird. Die Veränderung der Asset-Allokation und das starke Wachstum der alternativen Investments resultieren auch aus dem Wunsch der Investoren nach marktunabhängigen Renditen sowie der Berücksichtigung moderner Portfolioüberlegungen. Private Equity ist inzwischen eine Mainstream-Anlageklasse, und immer mehr institutionelle Investoren entschließen sich zum Aufbau einer Allokation in diesem Segment. Das Wachstum des von Private Equity-Fonds verwalteten Kapitals profitiert darüber hinaus auch vom insgesamt zu beobachtenden Wachstum des von institutionellen Investoren verwalteten Kapitals.



Die Private Equity-Branche ist gestärkt aus jeder Krise hervorgegangen. Im Vergleich zu den 31. Mrd. Euro, die 1996 eingeworben werden konnten, lag das Fundraising-Volumen am Tiefpunkt in 2003 schon bei 74 Mrd. US\$ und damit doppelt so hoch. Nach dem nächsten Einbruch konnten in 2010 immer noch 173 Mrd. US\$ von institutionellen Investoren eingeworben werden. Es hat sich also ein deutlicher Aufwärtstrend manifestiert. Dieser ist auch erkennbar, wenn man das durchschnittliche, jährlich eingeworbene Kapital-

Anteil von 30 Prozent am globalen Fundraising-Volumen. Dieser Anteil ist auf über 37 Prozent in 2016 gestiegen, was den Konzentrationsprozess in der Branche gut veranschaulicht.

Konzentrationsprozess im Dachfonds-Segment

Die Private Equity-Branche geht gestärkt aus Krisen hervor

volumen der Jahre 1996 bis 2008 mit dem der Jahre 2009 bis 2016 vergleicht, das mit einem Wachstum von 186 Mrd. US\$ auf 269 Mrd. US\$ einhergeht.

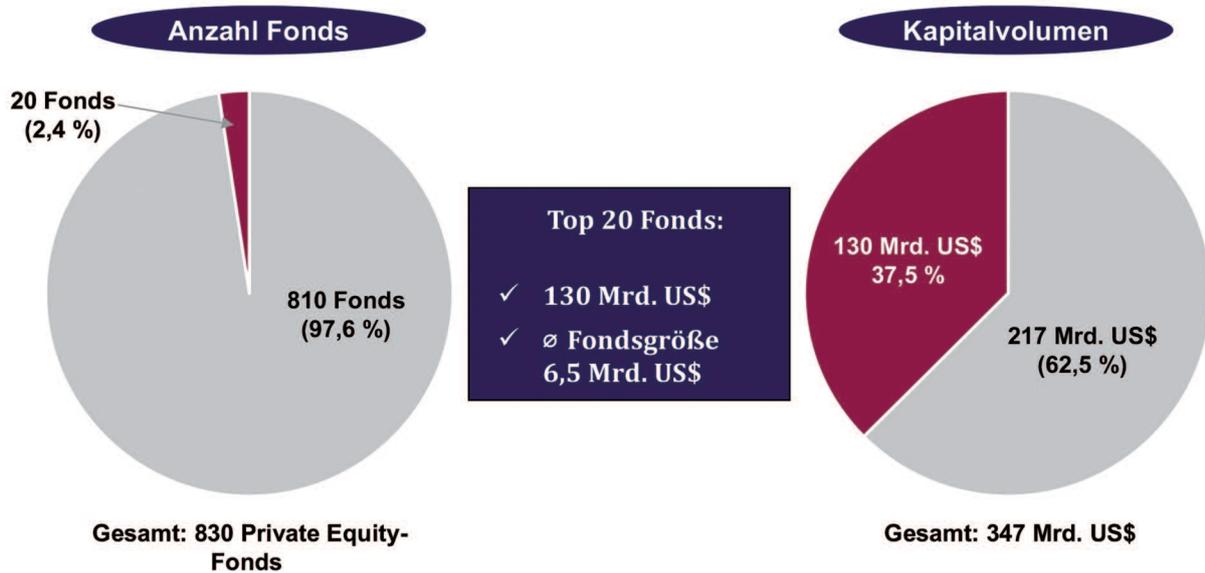
An den jährlich gestiegenen Kapitalvolumina partizipierten aber nicht alle Player im gleichen Maße. Die 20 größten Private Equity-Fonds hatten 2014 noch einen

Regulierungs- und Kostendruck

Die Branche hat seit den achtziger Jahren schwere Krisen durchlebt und stand insbesondere nach der Finanzkrise vor großen Herausforderungen. Obwohl die Finanzkrise nicht durch Private Equity verursacht wurde und die Vertreter von institutionellen Investoren, die damals schon in der Anlageklasse Private Equity investiert waren, sogar hervorheben, dass die Private Equity-Engagements dem Gesamtportfolio eher Stabilität verliehen haben, wurden Private Equity-

Durchschnittliche Fondsgrößen (globale Betrachtung)

Zwanzig Private Equity-Fonds (2,4%) werben in 2016 37,5 Prozent des Kapitals ein (130 Mrd. US\$)



i Ohne die 20 größten Private Equity-Fonds beträgt das durchschnittliche Volumen der in 2016 aufgelegten Fonds 265 Mio. US\$

Quelle: Preqin, Mackewicz & Partner

Investitionen von den Regulierungsbehörden in den USA und Europa systematisch benachteiligt. Während im Zuge der Einführung von Solvency II (womit Versicherungsunternehmen u.a. dazu animiert werden sollten, ihr eigenes, internes Risikomanagement zu verbessern) für die Investition in Staatsanleihen überhaupt kein Eigenkapital von den Investoren zu hinterlegen ist, werden für Private Equity-Investitionen 49 Prozent Eigenkapitalhinterlegung gefordert. Dabei wäre es mittlerweile sinnvoller, Unternehmen zu fördern, als maroden Staaten immer wieder den Aufschub von dringend notwendigen Reformen zu finanzieren. Ohne zynische oder ironische Absichten sei hier nur kurz daran erinnert, dass in Deutschland überwiegend die „politischen“ (Landes-) Banken Milliardenwerte mit amerikanischen Subprime-Investitionen vernichtet haben und mit Steuergeldern gerettet werden mussten. Mit Unternehmensfinanzierungen durch Private Equity-Manager würden die Landesbanken heute blendend dastehen.

Verantwortliches Investieren und Private Equity

Sehr früh wurde in der Finanzbranche erkannt, dass die systematische Berücksichtigung ökologischer und sozialer Kriterien sowie Fragen einer guten Unternehmensführung (Environmental, Social, Governance – kurz ESG) für ein adäquates Risikomanagement notwendig sind. Hintergrund ist die Erkenntnis, dass globale Veränderungen wie der Klimawandel, die Rohstoffverknappung, die demographische Entwicklung, Verlust von Biodiversität oder die Umweltverschmutzung nicht nur die Industrie betreffen, sondern auch für die Geschäftsmodelle der Finanzbranche relevant sind. Bisher wurden Finanzgeschäfte überwiegend renditegetrieben entschieden – häufig ungeachtet ihrer Folgen für die Realwirtschaft, die Gesellschaft und die Umwelt. Im klassischen Dreieck der Kapitalanlage war Nachhaltigkeit neben Rendite, Risiko und Liquidität früher nicht vorgesehen. Auch das Risikomanagement mit seinen Schwerpunkten operationelle Risiken, Marktpreisrisiken, Adressausfallrisiken etcetera hat ESG bisher kaum berücksichtigt. Die Interessen aller Beteiligten angemessen zu berücksichtigen, bildet aber längst einen wesentlichen Aspekt im Zuge der Unternehmensbeteiligungen der namhaften Private Equity-Häuser. ■

Die Private Equity-Branche bewegt sich nun in einer regulierten Welt, die den Markt deutlich verändert hat. Insbesondere kleinere Anbieter stehen vor großen Herausforderungen, denn die Bestimmungen in den Bereichen

Steuern, Regulierung und Compliance sind noch längst nicht abgeschlossen und verursachen hohe Kosten. Auch im Bereich des ver-

antwortlichen Investierens hat sich die Private Equity-Branche weit entwickelt. Andererseits kommen fallende Gebühreneinnahmen hinzu, die insbesondere in der klassischen Vermögensverwaltung den Wettbewerbsdruck erhöhen. Die immer häufiger zu beobachtenden Fusionen und Übernahmen in der Asset Management-Industrie machen auch vor der Private Equity-Branche nicht halt, wo insbesondere Dachfondsmanager das Ziel von Übernahmen und Fusionen geworden sind.

Eines steht fest: Die strengen Auflagen führen zu steigenden Kosten. Diese beeinträchtigen die Attraktivität von Private Equity-Produkten und reduzieren in letzter Konsequenz auch die Erlöse aus Lebensversicherungen oder die Rentenbezüge der Arbeitnehmer. Gleichzeitig wird die Bildung von Mega-Asset Managern gefördert. Größeren Anbietern fällt es leichter, die Regulierungsanforderungen zu bewältigen. Klassische Asset Manager wie Blackrock, Pimco, Vanguard, State Street oder Fidelity verwalten jeweils inzwischen weit mehr als zwei Billionen US\$ (und dürften damit längst systemrelevant sein).

Dieser Trend macht auch vor der Private Equity-Branche nicht halt. Die einstigen Private Equity-Pioniere Blackstone, Carlyle, KKR & Co. sind längst keine reinen Private Equity-Gesellschaften mehr. Die oben aufgeführten Private Equity-Manager haben gemein, dass sie im Laufe der Zeit alle verschiedene Geschäftsbereiche neben der ursprünglichen Keimzelle „Private Equity“ aufgebaut haben. Durch dieses vertriebsorientierte „One-Stop-Shopping“ konnten die Anbieter sowohl die Zahl der Investoren in ihren Fonds als auch das verwaltete Volumen und damit ihren Unternehmenswert deutlich steigern. Als angenehmer Nebeneffekt ergeben sich auch Skaleneffekte, was die durch die Regulierungsbehörden auferlegten Pflichten erforderlich gewordenen steigenden Mitarbeiterzahlen in den Bereichen Administration/Finanzen und Compliance betrifft.

**Stabilität für das
Gesamtportfolio durch
Private Equity**

Private goes Public

Im Laufe der späten 2000er Jahre setzte ein Trend zum Börsengang der Private Equity-Manager ein. Ein Vorreiter dieser Entwicklung war die Partners Group (2006), gefolgt von Blackstone und der 3i Group (2007). Mit ein paar Jahren

In den 2000er Jahren setzt ein Trend zum Börsengang von Private Equity Managern ein

Verzögerung folgten ab 2010 (KKR), Apollo (2011) sowie Oaktree Carlyle und Ares Management in 2012.

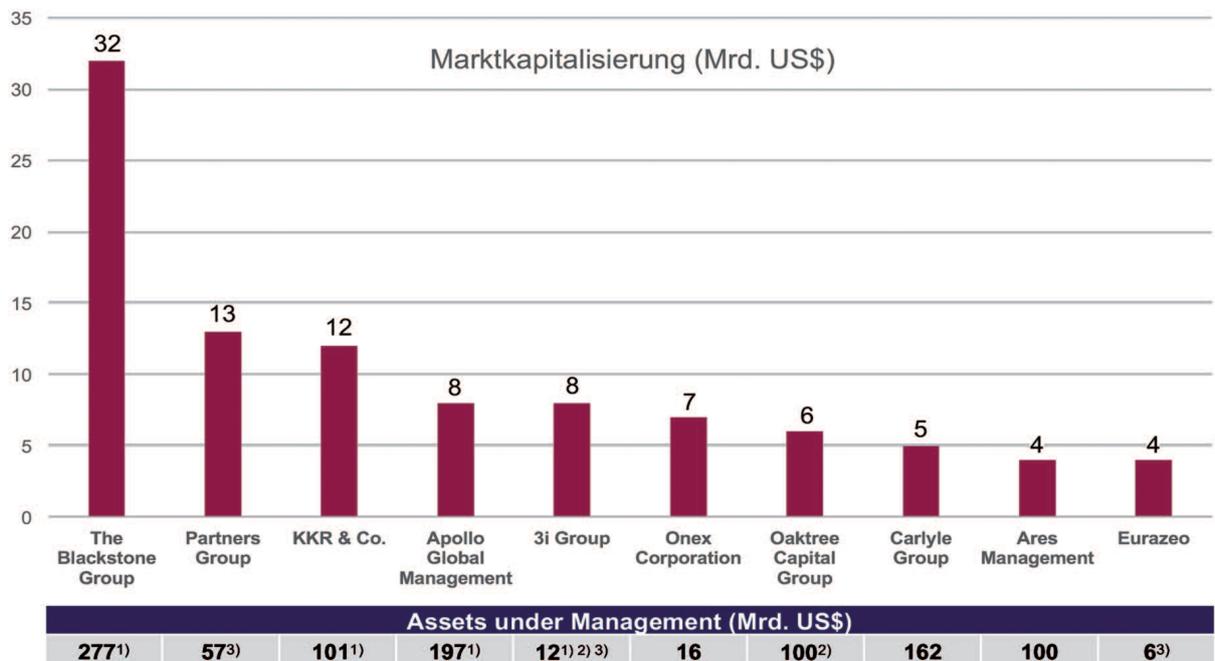
Das allein von Blackstone verwaltete Volumen beläuft sich inzwischen auf 277 Mrd. US\$. Dieses Volumen verteilt sich ziemlich genau zu je etwa einem Viertel auf die vier Geschäftsbereiche Private Equity, Real Estate, Hedge Fund Solutions und Credit. Zuletzt konnte Blackstone sein verwaltetes Volumen („Assets under Management“) um jeweils etwa 30 Mrd. US\$ pro Jahr steigern. Das für neue In-

vestitionen zur Verfügung stehende Kapital von Blackstone ist von 46 Mrd. US\$ in 2014 auf über 100 Mrd. US\$ in 2016 angewachsen. Blackstone, 1985 gegründet, beschäftigt 2.200 Mitarbeiter und hat für 2016 einen Gewinn nach Steuern von gut 1 Mrd. US\$ ausgewiesen. In den Portfoliounternehmen von Blackstone sind über 500.000 Mitarbeiter beschäftigt.

In Europa realisierte die 1996 gegründete Partners Group aus Baar in der Schweiz im März 2006 ihren Börsengang und verwaltet etwa 54 Mrd. Euro, was gegenüber dem Vorjahr eine Steigerung um gut 17 Prozent bedeutet. Aus den verschiedenen Programmen der Partners Group konnten 2016 etwa zehn Mrd. US\$ an die Investoren ausgeschüttet werden. 930 Mitarbeiter erwirtschafteten in 2016 einen Umsatz von 973 Mio. (zu 70 Prozent: Management Fees und zu 30 Prozent Performance Fees) und einen Gewinn von 558 Mio. Schweizer Franken. Auch die Partners Group hat ihre

Top-10 börsennotierte Asset Manager

Die Top-10 an der Börse gelisteten Private Markets Asset Manager weisen zusammen eine Marktkapitalisierung von knapp 100 Mrd. US\$ und AuM von gut 1 Billion US\$ aus



¹⁾ Fee paying AuM, ²⁾ AuM vom 31.03.2017, ³⁾ aus Landeswährung umgerechnet
Quelle: Bloomberg, Unternehmensangaben, Recherche Mackewicz & Partner

Aktivitäten auf mehrere Segmente im Bereich der Alternative Investments ausgeweitet, wobei Private Equity mit einem Anteil von 55 Prozent den bedeutendsten Geschäftsbereich bildet.

Der Pionier im Geschäft mit Leveraged Buyouts, KKR – Kohlberg Kravis Roberts, wurde 1976 gegründet und verwaltet heute etwa 100 Mrd. US\$ mit 1.250 Mitarbeitern. In den Portfoliounternehmen von KKR sind 995.000 Mitarbeiter beschäftigt. KKR hat für 2016 Erlöse von knapp 2 Mrd. US\$ und einen Gewinn nach Steuern von 576 Mio. US\$ ausgewiesen. KKR hat seinen Tätigkeitsbereich wie seine Wettbewerber auch, über Private Equity hinaus auf weitere alternative Anlageklassen wie Real Estate, Hedge Fonds, Infrastruktur, etc. ausgedehnt. Der Börsengang von KKR verlief etwas holpriger als der von seinen direkten Wettbewerbern. Die Management Gesellschaft von KKR & Co. ist seit 2010 an der New York Stock Exchange gelistet. Im Sommer 2017 hat KKR als erstes der großen Private Equity-Häuser den Rückzug seiner Gründer aus dem Tagesgeschäft bekannt gegeben.

Mit dem Trend zu Börsengängen von Private Equity-Gesellschaften ist in Bezug auf die Interessengleichheit zwischen den Investoren in die einzelnen Fonds und den Fondsmanagern mit dem Aktionär der die Fonds verwaltenden Management Gesellschaften

Aktien börsennotierter PE-Manager oft interessanter als deren Fonds

eine neue Dimension hinzugekommen. Der Fondsmanager ist plötzlich „Diener zweier Herren“. Vom Charakter des ursprünglichen Private Equity-Gedankens hat man sich damit etwas entfernt. Mit Blick auf die hohe Dividendenausschüttungen sichernde Masse an „Fee Generating Assets under Management“ dürften für viele Investoren die Aktien dieser Gesellschaften oft interessanter als deren Fonds sein. Dafür spricht, dass größere Fonds mit absolut steigenden Gebühreneinnahmen einhergehen. Die Veränderungen in der Vergütungsstruktur können aber eine Veränderung der Motivation der Fondsmanager bewirken. Die Management Fees der großen Fonds übersteigen deren Gemeinkosten bei

weitem und erlangen eine Bedeutung, die mit der Größe der Fonds wächst. Mit steigenden Gebührenerträgen verliert die Erfolgsbeteiligung an Attraktivität, und die Fondsmanager haben ein großes Interesse daran, den regelmäßigen Gebührenstrom aufrecht zu erhalten.

Zurück zu den Wurzeln

Eigentlich ist Private Equity aber ein „People Business“. Investoren investieren in einen Fonds und vertrauen bei ihrem Investment auf die Personen, die den Fonds verwalten. In der Private Equity-Branche ist es seit Jahrzehnten üblich, dass sich die Fondsmanager mit eigenem Kapital an den Fonds beteiligen. Walter Eucken, der Vordenker der Sozialen Marktwirtschaft und Gründer der Freiburger Schule des Ordoliberalismus, hat sich auch mit dem ökonomischen Grundsatz des Haftungsprinzips beschäftigt und dazu anschaulich formuliert: „Wer den Nutzen hat, muss auch den Schaden tragen.“ Dabei handelt es sich für Einzelpersonen um signifikante Kapitalbeträge, mit denen sie ins Risiko gehen. Dadurch ergibt sich eine Angleichung der Interessen von Investoren und Fondsmanagern (wie sie z.B. bei den Investmentbanken nicht besteht und negative Entwicklungen wie die Sub-Prime-Deals vermutlich verhindert hätte). Üblicherweise wird in der Private Equity-Branche auch darauf geachtet, dass das Management über die gesamte Laufzeit des Fonds an diesen gebunden ist und bei einem vorzeitigen Ausscheiden nicht oder nur anteilmäßig am Erfolg beteiligt wird (Carried Interest). Dieser Erfolg ist bei kleineren Zielunternehmen, in die kleinere Buyout-Fonds in der Regel investieren, auch oft hart erarbeitet. Zudem wird mit höheren operativen Risiken bei tendenziell geringeren Kaufpreisen und moderatem Fremdkapitaleinsatz investiert. Dagegen führen große Fonds große, oft weniger risikoreiche Transaktionen mit hohen Unternehmenspreisen und hohem Fremdkapitaleinsatz durch.

**Private Equity
ist ein
»People Business«**

Fazit

Institutionelle Investoren mit Interesse für Investitionen in der Anlageklasse Private Equity sehen sich einer großen Vielfalt an potenziellen

»Wer den Nutzen hat muss auch den Schaden tragen«

Investitionsmöglichkeiten gegenüber. Grob betrachtet kann man zwischen zwei grundsätzlich verschiedenen Investitionsarten unterscheiden:

- Einerseits den Mainstream-Investments in die wenigen großen und milliardenschweren Blue Chip-Fonds. Dieser Weg verspricht den Investoren stabile, konsistente aber auch eher moderate Renditen, wobei der Investor einen überschaubaren Aufwand für seine Investitionen betreiben muss und Kapitalbeträge in fast beliebiger Größenordnung unterbringen kann.
- Andererseits Investitionen in ausgewählte Fonds aus dem Universum der weltweit mehr als 5.000 klassischen, ungelisteten Private Equity-Fondsmanager mit stimmigen Anreizstrukturen. Diese erfahrenen Fondsmanager engagieren sich oft in Nischen, für die sie genau das richtige „Rüstzeug“ an Zugang zu vielversprechenden Zielunternehmen, an Knowhow und Marktkenntnis mitbringen, um Unternehmen erfolgreich zu entwickeln und weiter zu verkaufen. Mit gut ausgewählten Fonds aus dem klassischen Private Equity-Universum lässt sich oft, aber nicht immer eine deutliche Outperformance erzielen, wobei die Identifikation der viel versprechendsten Fonds und die Sicherstellung des Zugangs zu diesen oft zugangsbeschränkten Managern mit einem großen Selektions- und Analyseaufwand verbunden ist.

Mackewicz & Partner

Investment Advisers

Siegfriedstraße 8 | 80803 München

Telefon: +49 89 89 520 790

E-Mail: info@mackewicz-partner.de

Für weitere Informationen:

www-mackewicz-partner.de