



Kostenstrukturen von Private-Equity-Fonds

Prof. Dr. Oliver Gottschalg, Dr. Bernd Kreuter
und Prof. Dr. Ludovic Phalippou

Absolut Research GmbH
Große Elbstr. 281
D-22767 Hamburg, Germany
Telefon: +49 (0) 40 30 37 79 - 0
Telefax: +49 (0) 40 30 37 79-15
E-Mail: info@absolut-report.de
Internet: www.absolut-report.de

© Copyright 2007, Absolut Research GmbH.
Alle Rechte vorbehalten.

Die Vervielfältigung, Veränderung und/oder Verbreitung von Inhalten
des Absolut Report und des Absolut Report-Quarterly ist nur mit
schriftlicher Genehmigung der Absolut Research GmbH gestattet.



14

Portable Beta als alternatives Alpha

Hedgefonds und andere innovative Absolut-Return-Anlagen können Alpha generieren. Jedoch wird es immer schwieriger, pures Alpha zu identifizieren bzw. transportierbar und skalierbar zu machen. Roland Rousseau von der Deutschen Bank beschreibt die Problematik und zeigt auf welche Alternativen sich Investoren im Beta-Bereich bieten.



26

Infrastrukturinvestments für institutionelle Investoren

Wirtschaftlicher Aufschwung ist verbunden mit einer funktionierenden und effizienten Infrastruktur. Jürgen Raeke und Heinz-Jörg Jansen von Berenberg Private Capital GmbH geben einen umfassenden Überblick über den Markt für Infrastrukturinvestments. Dabei gehen sie auf die Besonderheiten dieser Asset-Klasse ein und stellen dar, welche Einstiegsmöglichkeiten sich für institutionelle Investoren anbieten.



38

Interview: Jürgen Meisch, Vorstand Gothaer Konzern

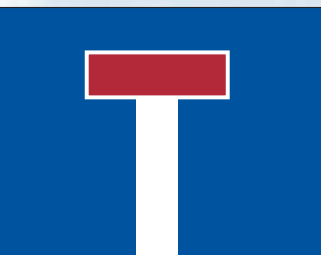
Die Gothaer Versicherung hat in den letzten Jahren die Kapitalanlagestrategie vollständig überarbeitet. Im Interview mit dem Absolut|report beschreibt Jürgen Meisch, Kapitalanlage-Vorstand des Gothaer Konzerns die Philosophie der neuen Kapitalanlagestrategie, die in vielen Bereichen sehr innovative Ansätze verfolgt und aktuell eine der höchsten Quoten im Bereich der Absolute-Return-Strategien und alternativen Credit-Produkte hält.



48

Kostenstrukturen von Private-Equity-Fonds

Institutionelle Investoren sind bei Private-Equity-Anlagen oftmals mit unterschiedlichen Vergütungsbestandteilen und -modellen konfrontiert. Prof. Oliver Gottschalg, Dr. Bernd Kreuter und Prof. Ludovic Phalippou untersuchen die Vertragsgestaltung zwischen Limited und General Partners. Ihre Aussagen zu möglichen Auswirkungen der gewählten Struktur auf die Performance geben dem Anleger wertvolle Hinweise für die Fondsauswahl.



56

Analyse der neuen steuerlichen Rahmenbedingungen für Private-Equity-Investments in Deutschland

Die Rahmenbedingungen für Private Equity in Deutschland sollten durch ein eigenes Gesetz verbessert werden. Dr. Michael Schmidt, Rechtsanwalt und Partner der Kanzlei Taylor Wessing, erläutert die veränderte Rechtslage im Detail. Er macht deutlich, dass die Gesetzesinitiativen der Förderung eines investitionsfreundlichen Umfelds entgegenstehen.

12

kommentar – Finanzkrise

Dr. Michael Korn, Allianz Global Investors

3 **editorial**

5 **news**

62 **research review**

64 **buchrezensionen**

66 **impressum**



Kostenstrukturen von Private-Equity-Fonds

Prof. Dr. Oliver Gottschalg, Dr. Bernd Kreuter und Prof. Dr. Ludovic Phalippou

Private Equity hat in den letzten Jahren einen starken Zuwachs erfahren. Die Beliebtheit dieser Asset-Klasse basiert auf attraktiven Renditen und der Möglichkeit, eine Portfoliodiversifizierung zu erreichen. Diesen Vorteilen stehen die oftmals hohen Kosten einer Private-Equity-Investition gegenüber. Dabei ist der Investor oftmals mit einer Vielzahl verschiedenster Vergütungsbestandteile und -modelle konfrontiert. Prof. Oliver Gottschalg, Dr. Bernd Kreuter und Prof. Ludovic Phalippou untersuchen in ihrem Beitrag die Vertragsgestaltung zwischen Limited und General Partners, indem sie die Daten von mehr als 1000 Private-Equity-Fonds untersuchen. Mit den Aussagen zu möglichen Auswirkungen der gewählten Struktur auf die Performance der Fonds geben sie dem Anleger wertvolle Hinweise für die Fondsauswahl.

Einführung

Eine der wesentlichen Eigenschaften von Kapitalanlagen in Form von Private Equity (PE) ist deren besondere Incentive-Struktur. Diese Struktur sieht zwei Hauptmechanismen zur Vergütung der „General Partners“ (GP) vor: erstens die Managementgebühr, normalerweise ein bestimmter Prozentsatz des zugesagten oder investierten Kapitals, den der GP als feste jährliche Zahlung von den „Limited Partners“ (LP) erhält, um damit die Kosten des Fondsmanagements abdecken zu können, bevor Gewinne aus realisierten Anlagen verfügbar sind; zweitens die Gewinnbeteiligung („carried interest, carry“), also die anteilige Erfolgsvergütung des GP in Form eines Teils der Kapitalgewinne der Fondsanlagen. Oftmals werden nur Kapitalgewinne oberhalb einer festgelegten jährlichen Rendite, der so genannten Vorzugsrendite („hurdle rate“), für die Berechnung der Gewinnbeteiligung herangezogen.

Mit diesen zwei Instrumenten sollen Anreize für den GP geschaffen werden die Fondsanlagen zu optimieren und die Rendite der LP zu maximieren. Gleichzeitig sind Managementgebühr und Carry die wesentlichen Bestimmungsfaktoren für die

Kosten eines PE-Fonds. Schließlich bestimmen sie die Anteilshöhe der LP an den Gesamtgewinnen und damit die von den Anlegern erzielbare Nettorendite des PE-Investments.

In diesem Beitrag werden die üblichen Vertragsbedingungen und ihre Bedeutung für den Unterschied zwischen der durchschnittlichen Brutto- und Nettorendite in dieser Anlageklasse genauer untersucht.¹ Er stützt sich dabei auf eine detaillierte Analyse der in der Private-Equity-Datenbank von Feri enthaltenen Informationen zu Vertragsbedingungen von mehr als 1000 PE-Fonds, die zwischen 2001 und 2005 weltweit aufgelegt wurden. Insgesamt bestätigen unsere Daten, dass die meisten Fonds immer noch das traditionelle Gebührenmuster – 2 % Managementgebühren, 20 % Carry und 8 % Vorzugsrendite – verwenden, insbesondere im Buy-out-Segment.

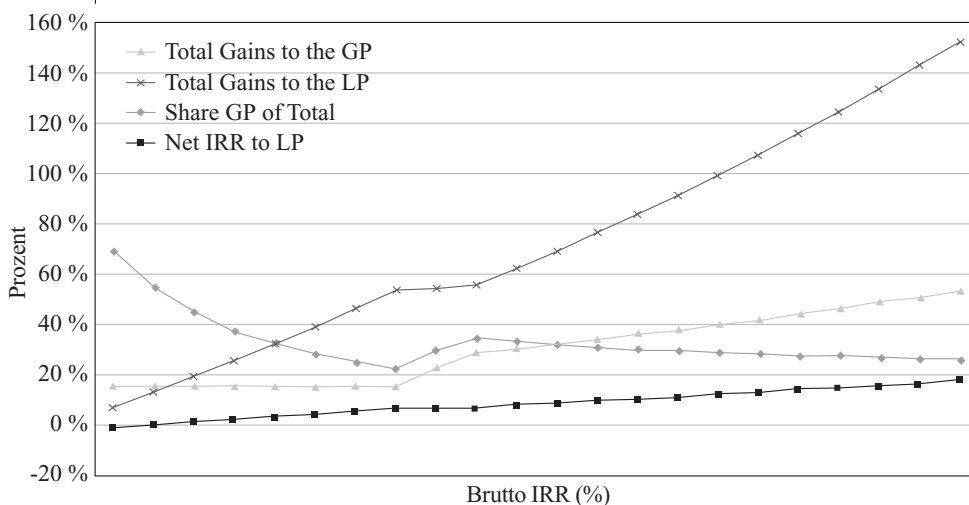
Einfaches Modell für die Gewinnaufteilung zwischen LP und GP

Ausgangspunkt soll ein typischer PE-Fonds mit den folgenden Eigenschaften sein: 2 % Managementgebühr, 20 % Carry, eine Vorzugs-

rendite von 8 % sowie eine Catch-up-Klausel von 100 %. Während der ersten sechs Jahre wird die Managementgebühr auf das zugesagte, also nicht auf das tatsächlich investierte Kapital gezahlt. Empirische Untersuchungen ergeben, dass PE-Fonds im Durchschnitt nur 50–65 % ihres Kapitals investiert haben, da sie für die vollständige Platzierung des zugesagten Kapitals Zeit brauchen. In der Praxis heißt dies, dass sich die effektive Managementgebühr, die auf jede Anlage anfällt, erst nach der Multiplikation mit einem Faktor von wenigstens 1,5 ergibt.

Wird ein typisches Ablaufmuster von Anlagen und Gewinnrealisierungen mit einer durchschnittlichen Halteperiode von fünf Jahren angenommen, dann lassen sich sowohl die Renditeaufteilung zwischen dem GP und den LP als auch der Nettowert der internen Rendite (Internal Rate of Return, IRR) der LP bei unterschiedlichen Bruttorenditen graphisch darstellen (siehe Abb. 1). Aus dieser Abbildung wird ersichtlich, dass bei allen Anlagen mit einer IRR unter 8 % aufgrund der Managementgebühr mehr als 30 % des Gesamtertrags eines gegebenen Investments an den GP fließen. Dank der Vorzugsrendite verbessert sich die Situation für die LP bei Anlagen mit einer IRR unter 11 %, denn sobald die Managementgebühr entrichtet ist, fließen sämtliche Erträge bis zu einer IRR von 11 % an die LP. Liegt die IRR der Anlagen zwischen 13 % und 17 %, so fließen aufgrund der Catch-up-Klausel wieder mehr als 30 % der Erträge an die GP. Erst bei einer Brutto-IRR von 18 % oder darüber erhalten die LP nach Abzug der Gebühren eine Netto-IRR von mindestens 10 %. Ebenso führt eine Brutto-IRR von >

1 Gewinnaufteilung zwischen GP und LP bei üblicher Gebührenstruktur



- › 30 % zu einer Netto-IRR der LP von 22 %.

Simulation der effektiven Kosten auf Basis von Fonds-Cashflows

Abbildung 1 stellt die Gewinnaufteilung zwischen LP und GP für einen Fonds mit einem einfachen und spezifischen Cashflow-Muster dar. In der Realität hängen die Gebühren im Wesentlichen vom tatsächlichen Cashflow eines bestimmten Private-Equity-Fonds ab. Wir haben die tatsächliche Netto-Cashflows von 852 Private-Equity-Fonds, die zwischen den Jahren 1980 und 1993 aufgelegt worden waren, analysiert. Diese Fonds sind Teil einer Datenbank, die für die Berechnung der allgemein bekannten, von Thomson Venture Economics erstellten Performancestatistiken herangezogen wird.

Die Autoren danken Thomas Venture Economics für den großzügigen Zugang zu ihrer Datenbank, ohne den dieses Projekt nicht möglich gewesen wäre. Auf Basis der Cashflows dieser Fonds nach Abzug der Gebühren ließen sich entsprechende Bruttorenditen für unterschiedliche Gebührenstrukturen simulieren und der durchschnittliche Einfluss der Gebühren auf das Alpha, also die

jährliche Rendite relativ zum breiten Aktienmarkt, dieser Fonds schätzen (siehe Abbildung 2).

Dabei wurden die unterschiedlichen Strukturen von Managementgebühren von der günstigsten bis zur teuersten Variante in fünf Stufen unterteilt:

- 1) 2 % des zugesagten Kapitals während der Investmentphase (fünf Zahlungen zum Jahresende von Jahr 1 bis 5) und 1 % des zugesagten Kapitals nach der Investmentphase (fünf Zahlungen zum Jahresende von Jahr 6 bis 10).
- 2) 2 % des zugesagten Kapitals während der Investmentphase und 2 % der Buchwerte im Anschluss an die Investmentphase Es ist zu beachten, dass Angaben zum Nettoanlagekapital der Fonds in der Stichprobe nicht zur Verfügung stehen. Deswegen werden als Ersatz für das Nettoanlagekapital die Veräußerungswerte verwendet. Das dürfte bei den meisten Investments ein gültiger Ersatz sein, aber nicht bei allen, da bei einigen Investments Abschreibungen bzw. Zuschreibungen vorgenommen werden.

3) 2 % des zugesagten Kapitals während des gesamten Anlagezeitraums.

4) 2,5 % des zugesagten Kapitals während der Investmentphase und 2,5 % der Buchwerte im Anschluss an die Investmentphase.

5) 2,5 % des zugesagten Kapitals während des gesamten Anlagezeitraums.

Weiterhin wird unterschieden zwischen Fällen mit und ohne Vorzugsrendite.

Die Untersuchung hat ergeben, dass allein schon durch die Erhebung von Managementgebühren das durchschnittliche Alpha um zwischen 3,37 % und 4,9 % verringert wird. Die Gewinnbeteiligung verringert das durchschnittliche Alpha in der Stichprobe ohne Vorzugsrendite um etwa 3,3 % und bei der Annahme einer Vorzugsrendite von 8 % um etwa 2,1 %. Ein durchschnittlicher GP profitiert also in allen Szenarien insgesamt stärker von den Managementgebühren als von der Gewinnbeteiligung! Das heißt, dass bei der zurzeit üblichen Gebührenstruktur (20 % Gewinnbeteiligung bei einer Vorzugsrendite von 8 % und durchgängig gezahlte Manage-

2 | Auswirkung unterschiedlicher Gebührenvereinbarungen auf das historische Alpha etablierter Private-Equity-Fonds

Managementgebühr Investmentphase	0 %	2 % des zuges. Kapitals	2 % des zuges. Kapitals	2 % des zuges. Kapitals	2,5 % des zuges. Kapitals	2,5 % des zuges. Kapitals	
Managementgebühr nach der Investmentphase	0 %	1 % des zuges. Kapitals	1 % des zuges. Buchwertes	2 % des zuges. Kapitals	2,5 % des zuges. Buchwertes	2,5 % des zuges. Kapitals	
Carry	Vorzugsrendite						
0 %	NA	0	3,37	3,59	3,94	4,48	4,9
20 %	8 %	2,35	5,51	5,71	6,09	6,61	7,01
20 %	0 %	3,56	6,73	6,92	7,22	7,74	8,12

mentgebühr von 2 %) mehr als 6 % p.a. des durchschnittlich angelegten Kapitals den GP als Gebühr zufließen.

Lehren aus der Agency Theory – optimale Vertragsbedingungen von PE-Fonds

Wenn wir die Auswirkungen der verschiedenen Faktoren auf die Erfolgsanreize der GP betrachten, so liegt es auf der Hand, dass die Managementgebühr für die GP eine Art „festes Einkommen“ darstellt, das unabhängig von der Wertentwicklung der getätigten Anlagen gezahlt wird. Das performanceabhängige Element, das den GP dazu motiviert, die beste Rendite für die Anlagen des Fonds zu erzielen und damit auch die Nettorenditen der LP zu maximieren, ist jedoch die Gewinnbeteiligung.

Die Vorzugsrendite sorgt dafür, dass der GP für die Kapitalanlagen einen IRR über einem bestimmten Schwellenwert anstrebt, da er nur dann eine Gewinnbeteiligung bekommt. Das letzte Element der Vertragsbedingungen von PE-Fonds ist das so genannte „GP-Commitment“ oder die Einzahlungsverpflichtung des GP, d. h. der prozentuale Anteil am Kapital des PE-Fonds, der vom Sponsor selbst bereitgestellt wird. In gewisser Hinsicht wird mit diesem Element festgelegt, wieviel Kapital für den Sponsor selbst „auf dem Spiel steht“ und in welchem Ausmaß die Sponsoren potenzielle Kapitalverluste mit ihren LP teilen. Dabei sollte jedoch nicht übersehen werden, dass ein weiterer wichtiger Faktor existiert, über den die Interessen des GP und der LP in Einklang gebracht werden.

Die GP befinden sich gegenüber der Gruppe der LP in einer Repea-

ted-Game-Situation, da sie irgendwann wieder an den Markt zurückkehren müssen, um frische Finanzmittel zu beschaffen.

Die bis dahin aufgebaute Erfolgsbilanz ist ein Schlüsselfaktor dafür, ob, und wenn ja, wie viel Kapital ein GP für einen neuen Fonds beschaffen kann, so dass also die LP einen GP für eine schlechte Performance in der Vergangenheit gemeinsam abstrafen können, indem sie sich weigern Finanzmittel für den neuen Fonds bereitzustellen und ihn damit aus dem Geschäft drängen.

Am besten lassen sich die Interessen von GP und LP auf eine Linie bringen – oder anders ausgedrückt: GPs motivieren, die Nettorenditen ihrer Fonds zu maximieren –, wenn die Vertragsbedingungen eines PE-Fonds die nachstehend genannten Eigenschaften aufweisen.

Die Managementgebühr sollte nur so hoch bemessen sein, dass sie ausreicht, die tatsächlichen Kosten des Fondsmanagements zu decken – ohne dass dabei ein Gewinn für den GP entsteht bzw. ein Bonus an die Anlagemanager ausbezahlt wird. Falls diese Bedingung nicht erfüllt wird, falls also die Gebühreneinnahmen, zu denen sowohl Managementgebühren aus verschiedenen nebeneinander laufenden Fonds als auch zusätzliche Transaktionsgebühren zählen können, die tatsächlichen Fondskosten erheblich übersteigen, dann kann dies die Interessenkongruenz zwischen dem GP und den LP stören.

In solchen Fällen können nämlich die GP ceteris paribus dazu motiviert sein, große Fonds zu managen und die Investments so lange wie möglich im Portfolio zu halten, anstatt Anlagen mit den höchsten Renditen zu tätigen. Sie können also

durch das Management großer Fonds reich werden anstatt durch gute Anlageentscheidungen. Außerdem sollten diese Gebühren idealerweise die Form eines verzinslichen „Vorschusses“ auf künftige Gewinnbeteiligungen aufweisen, so dass keinerlei Anreiz besteht das Einkommen aus Managementgebühren zu maximieren.

Das Schlüsselement der Entlohnung der GP sollte die performancebasierte Carry sein. Dabei kann beispielsweise der Prozentsatz der Gewinnbeteiligung mit der erreichten IRR zunehmen. Bis zu einer IRR von 20 % kann die Carry zum Beispiel 15 % betragen, bei höherer IRR jedoch 25 %, was die Suche der GP nach sehr erfolgreichen Investments noch intensivieren würde. Allerdings sollte die Carry nicht zu aggressiv festgelegt werden, da sonst möglicherweise die GP dazu verleitet werden, zu riskante Anlagen zu tätigen. Gleichzeitig kann die Carry als „Preis“ für PE-Fonds dienen, mit dessen Hilfe die GP von der Übernachfrage nach ihren Fonds profitieren können.

In der Praxis könnte dies bedeuten, dass hochqualitative GP, die mehr Kapital anziehen als der normalen Größe ihrer Fonds entspricht, eine höhere Gewinnbeteiligung von den LP verlangen können, so dass die Attraktivität des Fonds sinkt und weniger LP bereit sind, in ihm zu investieren. Schließlich sollte eine flexible Vorzugsrendite verwendet werden, die am besten an einen Benchmark-Index, wie etwa einen allgemein verwendeten Aktienindex, zu binden ist. Hierdurch verringert sich die Abhängigkeit der Entlohnung des GP von Trends im gesamtwirtschaftlichen Umfeld, die vom GP nicht beeinflusst werden können. >

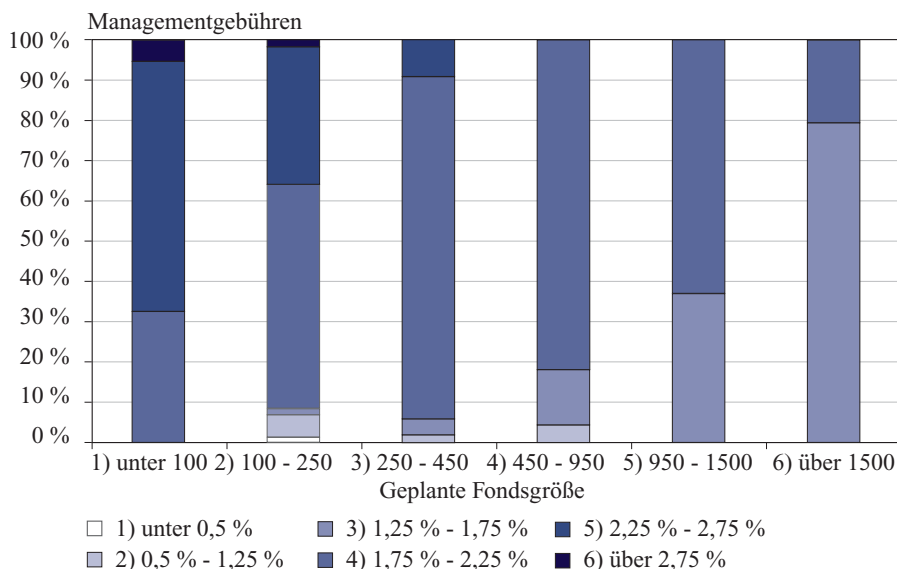
3 > Die „sanften Faktoren“

Neben Managementgebühr und Gewinnbeteiligung sind weitere Feinheiten zu beachten: Bei Abschluss einer Transaktion erhält ein Fonds oftmals eine Transaktionsgebühr. Des Weiteren stellen Fonds ihren Portfoliounternehmen bisweilen laufende Gebühren in Form so genannter „Monitoring Fees“ bzw. „Director’s Fees“ in Rechnung.

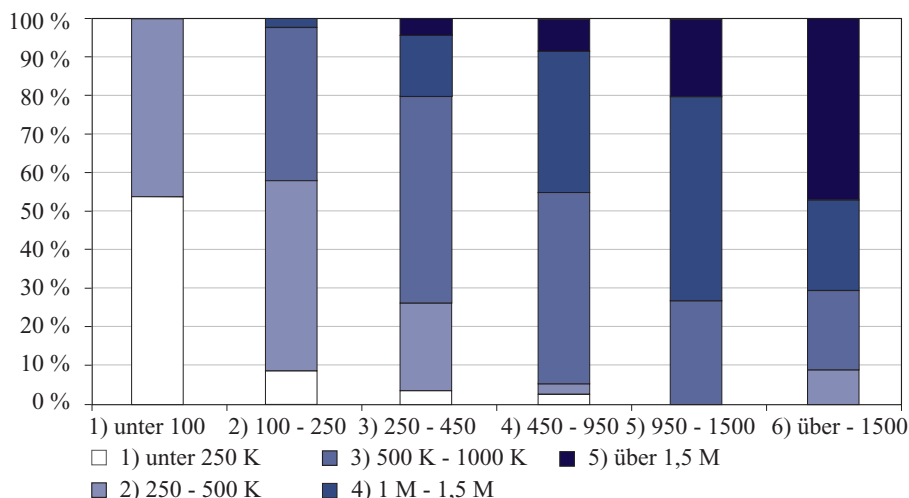
Diese Einkommensströme für den Fonds können eine ähnliche Größenordnung erreichen wie die laufende Managementgebühr. In der Aufteilung dieser Gebühren zwischen den GP und den LP bestehen große Unterschiede: Während sie bei größeren Fonds normalerweise durch Aufrechnung gegen die Managementgebühren vollständig den LP zufließen, behalten die GP bei vielen der kleineren Fonds 20 %, 50 % und mehr dieser Gebühren. Auch kann es erhebliche Unterschiede bei der Gewinnbeteiligung geben, die im Zusammenhang mit der Berechnung der Vorzugsverzinsung stehen.

Während die Zahlung der Gewinnbeteiligung bei einigen Fonds ausgelöst wird, sobald das Nettovermögen des Fonds (unter Berücksichtigung von Ausschüttungen) eine IRR oberhalb der Vorzugsverzinsung impliziert, erfolgt bei anderen Fonds die Zahlung des Carry an den GP erst, nachdem die LP den entsprechenden Betrag in bar erhalten haben, was bedeutet, dass ein Großteil des Portfolios liquidiert sein muss, bevor die Gewinnbeteiligung ausgezahlt wird. In diesem Fall besteht für den GP möglicherweise ein Anreiz, sich gut entwickelnde Unternehmen früh bzw. sogar zu früh zu verkaufen, damit die Gewinnbeteiligung früh ausge-

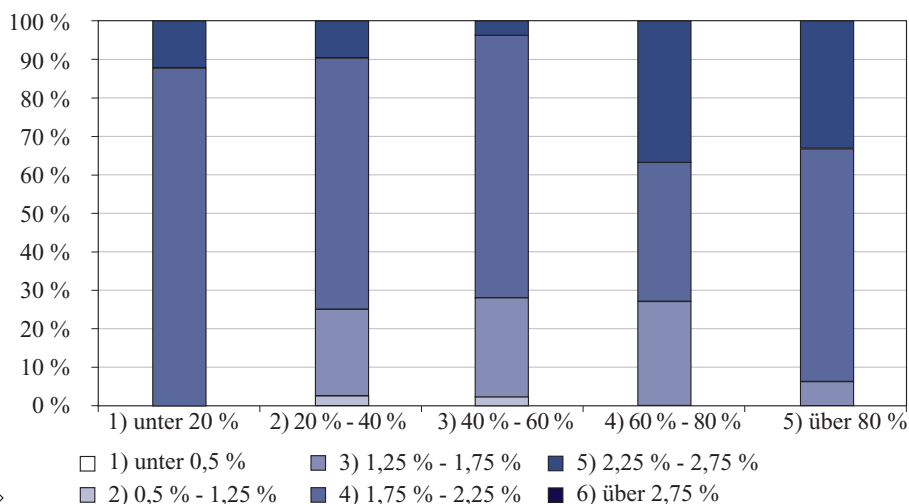
3 | Zusammenhang zwischen prozentualen Managementgebühren von Buy-out-Fonds und Fondsgröße (in Mio. US-\$)



4 | Zusammenhang zwischen Buy-out-Fonds-Gebühren je Manager und Fondsgröße in Mio. US-\$



5 | Zusammenhang zwischen Buy-out-Fonds-Gebühren und Performance in der Vergangenheit (IRR)



› zahlt wird. Bei der Berechnung und Zuteilung der Gewinnbeteiligung spielen noch viele weitere Feinheiten eine Rolle, auf die hier im Einzelnen nicht eingegangen werden kann.

Abschließend lässt sich feststellen, dass die Basiskonditionen für Managementgebühr und Gewinnbeteiligung weitgehend standardisiert sind, wobei jedoch im Detail viele Unterschiede bestehen.

Welche Faktoren bestimmen die Vertragsbedingungen?

Ungeachtet der Tatsache, dass die Vertragsbedingungen von PE-Fonds im Allgemeinen offenbar ziemlich standardisiert sind, konnten wir mit unserer Untersuchung mehrere wichtige Einflussfaktoren identifizieren.

Die folgende Analyse konzentriert sich dabei auf die Untergruppe der Buy-out Fonds. Erstens lässt sich im Zeitablauf ein eindeutiger Trend zu höheren Einzahlungsverpflichtungen der GP erkennen. Dies kann einerseits als ein gutes Zeichen interpretiert werden, da die Sponsoren ihr risikobehaftetes Engagement in den in letzter Zeit aufgelegten Fonds erhöht haben. Andererseits kann diese Entwicklung auch darin ihre Ursache haben, dass mehrere große und gut etablierte Sponsoren, die einfach mehr Kapital bereitstellen können, im vergangenen Jahr an den Markt zurückgekehrt sind.

Von besonderem Interesse sind die Managementgebühren, die deshalb im Vordergrund der Betrachtung stehen. Sie weisen nicht nur (relativ) größere Unterschiede zwischen den einzelnen Fonds auf, sondern sie können, wie oben bereits gezeigt wurde, die Interessenkongruenz zwischen dem GP und den LP stö-

ren. Deshalb soll dieses Element der Vertragsbedingungen der Fonds im Detail untersucht werden, wobei ausschließlich auf die Untergruppe der Buy-out Fonds abgestellt wird. Als Erstes steht hier die Frage im Vordergrund, welche Faktoren die Managementgebühren beeinflussen. Ein Blick auf den Zusammenhang zwischen Managementgebühren und Alter der GP (Gründungsjahr des General Partnership) zeigt, dass die „jüngeren“ GP höhere Managementgebühren verlangen als die etablierten GP.

Dieses Ergebnis deckt sich mit den Erwartungen, da die etablierten GP bereits über Einkommen aus Managementgebühren und Gewinnbeteiligung aus früheren Fonds verfügen sollten und somit weniger stark von Einkommen in Form von Managementgebühren aus dem neuen Fonds abhängen. Es ist allerdings auch möglich, dass dieses Ergebnis teilweise darauf beruht, dass die Fonds älterer GP tendenziell größer sind. Wie Abb. 3 zeigt, nimmt die prozentuale Managementgebühr mit der Größe des Fonds ab.

Dies steht vollständig im Einklang mit den Erwartungen, da die Kosten des Fondsmanagements, die mit den Gebühren abgedeckt werden sollen, in Abhängigkeit von der Fondsgröße prozentual ebenfalls sinken sollten. Schließlich kostet das Management eines Fonds mit einem Volumen von 800 Mio. Euro im Allgemeinen weniger als das Achtfache des Managements eines Fonds von 100 Mio. Euro.

Bis hierhin folgt das Muster der Managementgebühren offenbar dem von der Agency Theory vorgegebenen optimalen Pfad. In diesem Zusammenhang ist es wichtig festzustellen, dass bislang nur der prozen-

tuale Anteil der Gebühren, nicht aber das absolute Gebühreneinkommen der Sponsoren Gegenstand der Betrachtung war. Angesichts der Unterschiede hinsichtlich der Fondsgröße in der Stichprobe ist letzteres jedoch ebenfalls von Relevanz.

Um die Unterschiede zwischen den Sponsoren im Hinblick auf die Ressourcenintensität ihrer Investitionsstrategie zu berücksichtigen, wurde das absolute jährliche Gebühreneinkommen je Investmentmanager für jeden Fonds berechnet. Die Anzahl der Investmentmanager dient dabei als Näherungswert sowohl für die Ressourcenintensität der Investitionsstrategie der Sponsoren als auch für die Gehaltssumme, die der Sponsor mit dem Einkommen aus der Managementgebühr zu bestreiten hat.

Das Ergebnis dieser Analyse, die in der Abb. 4 gezeigt wird, ist sehr interessant:

- Erstens ist festzustellen, dass das durchschnittliche jährliche Gebühreneinkommen je Investmentmanager mit mehr als 800.000 Euro für die gesamte Stichprobe und 1,1 Mio. Euro für Fonds mit einem Volumen von mehr als 250 Mio. Euro sehr hoch ausfällt. Es ließe sich argumentieren, dass diese Beträge im Falle vieler Fonds deutlich über den tatsächlichen Kosten des Fondsmanagements liegen, so dass wie zuvor beschrieben die Interessenkongruenz zwischen GP und LP möglicherweise gestört ist.
- Zweitens kann in Abhängigkeit von der Fondsgröße ein drasti-

scher Anstieg des jährlichen Gebühreneinkommens je Investmentmanager beobachtet werden. Zwar konnte zuvor festgestellt werden, dass größere Fonds prozentual niedrigere Managementgebühren verlangen, doch wird diese Abnahme der prozentualen Gebühren durch das größere Fondsvolumen mehr als ausgeglichen, selbst wenn man die möglicherweise höhere Anzahl von Investmentmanagern berücksichtigt.

Sind die Managementgebühren zu hoch?

Das Managementgebühreneinkommen je Investmentmanager erscheint, zumindest auf den ersten Blick, recht hoch. So hoch, dass sich die Frage stellt, ob die Erfolgsanreize für LP und GP noch im Einklang sind, wenn der GP ein derart hohes „festes“ Gebühreneinkommen erhält. Allerdings muss dagegeng gehalten werden, dass es für GP notwendig sein kann, erhebliche Managementgebühren zu verlangen, damit sie ihre Aufgabe erfolgreich erfüllen können. Schließlich haben die GP Gebühren von bis zu 2 % des Fondsvolumens an ihre „Placement Agents“ zu entrichten, wodurch praktisch die gesamte Managementgebühr für das erste Jahr aufgezehrt wird.

Des Weiteren sind die Sponsoren auf ein sehr begrenzt verfügbares, hoch qualifiziertes Personal angewiesen, das durch eine attraktive, aus der Managementgebühr zu bestreitende Entlohnung angelockt und gehalten werden muss.

Auf der anderen Seite darf nicht vergessen werden, dass die Sponsorenteams oftmals aus mehreren von ihnen gemanagten Fonds Mana-

gementgebühren beziehen, und dass sie für die Investitionen zusätzlich Einkommen aus Transaktionsgebühren erhalten.

Teilweise könnten die hohen Gebühren jedoch mit der Tatsache in Zusammenhang stehen, dass die (größeren) Fonds mit hohen Einnahmen aus Managementgebühren auch über eine bessere Erfolgsbilanz verfügen, und dass es für diese (sehr erfolgreichen) Fonds selbstverständlich und gerechtfertigt ist, höhere Gebühren zu verlangen.

Eine Untersuchung der Daten auf einen möglichen Zusammenhang zwischen der Performance in der Vergangenheit und der Höhe der Gebühren erbrachte tatsächlich (einige) Hinweise darauf, dass Fonds mit einer guten Erfolgsbilanz höhere Managementgebühren verlangen können (s. Abb. 5). Und schließlich darf nicht vergessen werden, dass die Höhe der Gebühren eigentlich immer nur im Verhältnis zu dem zu sehen ist, was die LP im Gegenzug dafür bekommen.

Der Performanceunterschied zwischen dem mittleren und dem oberen Quartil ist im PE-Sektor beträchtlich, und Fondsmanagern mit einer Performance am oberen Ende des Spektrums wird es kaum schwerfallen, hohe Gebühren mit ihrer Rendite zu rechtfertigen.

Es lässt sich aber auch nicht leugnen, dass es am unteren Ende der Performanceskala aufgrund der sektorüblichen einheitlichen Gebührenstruktur Situationen geben kann, in denen die Höhe der an die GP fließenden Gebühren in keinem Verhältnis mehr steht zu dem, was an Nettorendite für die LP übrig bleibt.

Weitere Hintergrundinformationen zu dieser Untersuchung finden sich unter www.buyoutresearch.org.



Prof. Dr. Oliver Gottschalg
Professor of Strategy and Business Policy
HEC School of Management
Paris



Dr. Bernd Kreuter, CFA
Head of Alternative Investments
Feri Institutional Advisors GmbH
Bad Homburg



Prof. Dr. Ludovic Phalippou
University of Amsterdam
FEE, Finance group
Amsterdam

Abonnieren Sie neue Perspektiven

- 6 Ausgaben des Absolut|report im Jahr
- 4 Ausgaben des Absolut|report Quarterly im Jahr
- Online-Datenbank mit mehr als 340 Alternative-Investment-Produkten und mehr als 325 Asset-Klassen-Indizes
- Premium-E-Mail-Newsletter
- Zugang zum Research-Archiv mit mehr als 300 Studien und Auswertungen
- Volltextsuche in allen News-, Event-, Report-Bereichen
- Rabatte auf Fachkonferenzen (gilt für alle Mitarbeiter)
- Rabatte auf Fachpublikationen und Studien
- Zugang zum PDF-Artikelarchiv (ab Beginn des Abonnements mit Start der letzten online gestellten Ausgabe)

- Ja, ich möchte den Absolutreport abonnieren.**
Ich erhalte dann 10 Exemplare pro Jahr:
6 x Absolutreport, 4 x Absolutreport-Quarterly sowie **Online-Zugang** bis auf weiteres an meine Anschrift.

Der Preis für ein Jahresabonnement beträgt:
895,-€ (zzgl. 7 % MwSt. 957,65 €) innerhalb Deutschlands,
928,-€ (zzgl. 7 % MwSt. 992,96 €) innerhalb Europas,
973,-€ (zzgl. 7 % MwSt. 1.041,11 €) für den Rest der Welt.

Das Abonnement ist für ein Jahr gültig und verlängert sich automatisch für ein Jahr, wenn es nicht sechs Wochen vor Ablauf der Jahresbezugzeit gekündigt wird.

- Ja, ich möchte das Absolutreport-Archiv nutzen.**
Ich erhalte dann Zugang zum Artikelarchiv aller Absolut|report-Ausgaben seit 2001 (mehr als 200 Artikel).
Der Preis für das Online-Artikel-Archiv beträgt einmalig **1.495,-€*** (zzgl. 7% MwSt. 1.599,65 €).

* Dieses Angebot ist nur in Kombination mit einem Absolut|report-Abo erhältlich.

- Ja, bitte senden Sie mir kostenlos einen Absolutreport.**

Jeder Abonnent erhält das „Handbuch Alternative Investments“ Band 1 und 2 im Wert von Euro 258,- gratis. Mit 68 Artikeln von 139 Autoren und 1600 Seiten ist es das weltweit umfangreichste Kompendium zum Thema Alternative Investments.
www.alternative-investments.de



Vorname/Nachname

Bereich / Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail (des Abonnenten für persönlichen Online-Zugang)

USt.-Nr./VAT-ID (für Auslandsabonnements)

Datum (Start des Abonnements)/Unterschrift

Bitte senden oder faxen an: +49 (0) 40 30 37 79 - 15
Absolut Research GmbH, Große Elbstr. 277, 22767 Hamburg, Germany