

# „If you pay peanuts, you get monkeys“

Private Equity und Infrastruktur sind aus den Allokationen der meisten Institutionellen nicht mehr wegzudenken. Über große und kleine Fonds, Returns und Kosten, den Wiederanlagedruck, über die No-Gos von Fonds und mehr sprach **Pascal Bazzazi** mit **Detlef Mackewicz**.

**DETLEF MACKEWICZ**  
MACKEWICZ UND  
PARTNER

**Herr Mackewicz, seit Jahren sind Private Equity und Infrastruktur in aller Munde, nicht zuletzt bei Pensionsinvestoren. Ist der Zins der einzige Treiber der Entwicklung?**

Dass schließlich auch solche Anleger begonnen haben, sich mit Private Equity zu beschäftigen, die der Anlageklasse lange skeptisch und ablehnend gegenüberstanden, hat sicher maßgeblich mit dem niedrigen Zins zu tun. Hinzu treten aber auch der Inflationsschutz von Real Assets im Allgemeinen sowie der Diversifikationseffekt von Private Equity. Und die Pioniere unter den Pensionskassen, die Anfang des Jahrhunderts mit Private Equity begonnen haben, dürften ebenfalls das Umdenken in der gesamten Branche gefördert haben.

**Aktien sind lange gut gelaufen, das kann sich nicht dauernd fortsetzen. Renten haben stille Reserven aufgebaut, doch viele kommode Langläufer laufen sukzessive aus. Sind die Investoren in der Wiederanlage unter Druck?**

Die Ausschüttungen der PE-Fondsmanager an die Investoren haben von 2011 bis 2018 die Kapitalabrufe jedes Jahr überstiegen. Allein um ihre Private-Equity-Quote stabil zu halten, mussten die Investoren also neue Fonds zeichnen oder ihre Ticket Sizes erhöhen. Insgesamt sind diese für Private-Equity- und Infrastruktur-Fonds in den letzten Jahren auch deutlich gestiegen. Wenn wir früher noch Due Diligence für Zehn-Millionen-Tickets gemacht haben, sind es heute auch schon einmal 50 oder 100 Millionen Euro, die eine einzelne Pensionskasse an einem PE- oder Infrastruktur-Fonds zu zeichnen beabsichtigt.

**Mit welchem Return kann man bei diesen beiden Asset-Klassen überhaupt rechnen?**

Für Private Equity zeigen die letzten Jahre eine Rendite von drei bis fünf Prozent über dem Aktienmarkt-Durchschnitt nach Kosten. Wenn die Fondsmanager den Investoren bis vor etwa drei Jahren noch 15 bis 20 Prozent Netto-IRR in Aussicht gestellt haben, so haben sich die Erwartungen wegen der Kapitalschwemme und der gestiegenen Unternehmenspreise inzwischen auf 10 bis 15 Prozent Netto-IRR reduziert. Parallel hat sich der Multiple auf das eingesetzte Kapital von etwa 2x auf nunmehr 1,5x bis 1,7x verringert.

**Und bei Infrastruktur?**

Hier bewegt man sich je nach Risikoneigung zwischen 6 und 12 Prozent Netto-IRR. Greenfield-Investitionen, also noch in der Planungs- oder Bauphase befindliche Projekte mit unsicheren Ertragsprognosen bei hohem Wachstumspotenzial, versprechen Returns am oberen Ende. Brownfield-Investments, etablierte Anlagen mit stabilen Erträgen und geringeren Risiken, werden von den meisten mir bekannten Investoren bevorzugt und erwirtschaften Returns von 6 bis 8 Prozent Netto-IRR. Die Investoren können mit realistischen laufenden Ausschüttungen von 3 bis 5 Prozent pro Jahr rechnen.

**Und die Kosten?**

Abhängig von der Größenklasse der Fonds betragen die laufenden Verwaltungskosten in der Anlageklasse Private Equity während der meist vierjährigen Investitionsphase in der Regel 0,8 bis 2,5 Prozent pro Jahr – größere Primär- oder Dachfonds liegen bei rund

CV

**Seit Januar 2011**  
Gründer & Partner von Mackewicz & Partner

**2007–2010**  
Director Business Development bei Capital Dynamics, Schweiz

**2005–2007**  
Geschäftsführer der AVIDA Group

**1995–2005**  
Gründer & Partner von Mackewicz & Partner

**1990–1995**  
Projektmanager im Consulting bei UBM/Mercer

**1988 – 1990**  
Study Assistant und Commercial Assistant bei Infratest Industria in München und Paris

„Es sei nur kurz daran erinnert, dass in Deutschland nicht zuletzt auch die Landesbanken Milliarden mit US-Subprimes vernichtet haben und sie mit Steuergeldern gerettet werden mussten. Wie würden diese Landesbanken mit PE-Investments heute dastehen? Blendend!“

0,8 Prozent, kleine Buyout- oder Venture-Fonds bei bis zu 2,5. Die Berechnungsgrundlage der Management Fee bildet entweder das zugesagte Kapital des Investors oder das investierte Kapital des Fonds. Im Anschluss an die Investitionsphase reduziert sich die Fee jedes Jahr, wobei dann der Buchwert des Fonds die Berechnungsgrundlage bildet. Die Fee ist eine fixe Vergütung und unabhängig von der tatsächlich realisierten Performance des Fonds. Der Gewinn, der über die Mindestverzinsung hinausgeht, wird meist 80:20 zwischen Investoren und Fondsgesellschaft geteilt. Dieser Carried Interest wird oft unter allen Schlüssel-Mitarbeitern einer Beteiligungsgesellschaft aufgeteilt und stellt für die Manager des Fonds eine große Motivation dar. Mit der sogenannten Hurdle Rate hat sich eine Vorabverzinsung auf das eingezahlte Kapital des Investors etabliert. Erst nach Überschreiten dieser Hurdle, meist zwischen 6 und 10 Prozent, tritt die Carried Interest-Verteilung in Kraft. Private Equity gilt als eher teure Anlageklasse. Bei allen Bestrebungen, die PE-Manager zu geringeren Kosten zu bewegen, darf aber nicht vergessen werden: „If you pay peanuts, you get monkeys“.

**Zum Sourcing: Es gibt da draußen augenscheinlich mehr Geld als Anlagemöglichkeiten. Stehen die Fonds unter Druck, alles zu kaufen, was nicht bei drei auf dem ... ich meine, was nicht niet- und nagelfest ist?**

Der Investitionsdruck ist tatsächlich ausgesprochen hoch. Das „Dry Powder“, also der Kapitalüberhang, ist seit 2012 stetig angestiegen und hat allein im Buyout-Bereich ein Rekordvolumen von 600 Milliarden US-Dollar erreicht. Ein Großteil der Transaktionen im Large- oder Mega-Buyout-Bereich besteht aus den Secondary- oder Tertiary-Transaktionen, das heißt solchen Unternehmen, die von einer Private-Equity-Gesellschaft an die nächste weiterverkauft werden. Institutionelle müssen bei der Auswahl der Fonds, denen sie Kapital anvertrauen möchten, genau prüfen, ob die Manager eine disziplinierte Preisstrategie verfolgen und bei der Auswahl neuer Portfoliounternehmen auch unter hohem Investitionsdruck keine Kompromisse bei der Qualität und bei einem attraktiven beziehungsweise „vernünftigen“ Kaufpreis machen.

**Welche Sektoren sehen denn noch interessant aus?** Wie unsere Analysen der Zahlen von Preqin und PE Insight zeigen, ist der Kapitalüber-

hang im Large-Buyout-Sektor am größten. Je kleiner das Buyout-Segment, desto weniger stark der Kapitalüberhang. Die Wettbewerbsintensität im Small-Buyout-Segment ist deutlich geringer als im Large Buyout, wo sich eine höhere Zahl an PE-Gesellschaften um wesentlich weniger Transaktionen bemüht. Aus Investorensicht erscheint das kleinere Segment der mittelständischen Unternehmen damit attraktiver, weil die Transaktionen auf moderaterer Preisbasis und der Einsatz von Fremdkapital deutlich gemäßiger erfolgen als in dem Large- oder Mega-Buyout-Segment. Hinzu kommen Potenziale für operative Verbesserungen, um die Wertschöpfung in Unternehmen zu steigern, die in den meisten Fällen erstmals mit PE in Berührung kommen.

**Blieben wir noch beim Sourcing. Warum spielt das boomende Asien als Zielregion so eine geringe Rolle?**

Es ist in der Tat so, dass institutionelle Investoren ihre PE-Allokation im Wesentlichen auf Nordamerika und Europa fokussieren. Die Erfolgshistorie von PE-Fonds in Asien ist aber auch nicht immer berauschend. Natürlich verspricht die Region Asien/Pazifik immer noch große Wachstumschancen. Andererseits existieren dort aber auch politische Risiken, Währungsrisiken, rechtliche Unsicherheiten und viele andere Unwägbarkeiten. Wenn sich deutsche Investoren in Asien engagieren, dann meist über Dachfonds. Dies deshalb, weil der asiatische PE-Markt über Indien, China, die Tigerstaaten, Japan, Korea und Australien einige Besonderheiten aufweist und über Investitionen in Single-Fonds schon allein wegen der Größe des Marktes, der Entfernungen, der kulturellen Unterschiede und des großen Selektionsaufwandes schwer zu erfassen ist.

**Sie sehen PE nicht fair reguliert. Inwiefern?**

Oje, Politik, Steuern und Regulierung. Obwohl die Finanzkrise nicht durch Private Equity verursacht wurde und viele Institutionelle, die damals schon in PE investiert waren, sogar hervorheben, dass diese Engagements ihrem Gesamtportfolio seinerzeit Stabilität verliehen, wurde die Asset-Klasse von den Regulierern in den USA und Europa systematisch benachteiligt. Während unter Solvency II für Staatsanleihen überhaupt kein Eigenkapital zu hinterlegen ist, wird für Private Equity 49 Prozent gefordert. Aber wäre es nicht sinnvoller, Unternehmen zu

fördern als maroden Staaten immer wieder den Aufschub dringend notwendiger Reformen zu finanzieren? Es sei nur kurz daran erinnert, dass in Deutschland nicht zuletzt auch die Landesbanken Milliarden mit US-Subprimes vernichtet haben und sie mit Steuergeldern gerettet werden mussten. Wie würden diese Landesbanken mit PE-Investments heute dastehen? Blendend!

**Fördert die Komplexität der Regulierung die großen Anbieter und deren Konzentration?**

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 Entwicklungen bei Steuern, Regulierung und Compliance sind längst nicht abgeschlossen und verursachen hohe Kosten. Selbstverständlich wird so die Bildung großer Einheiten gefördert. Mit zunehmender Größe einer PE-Gesellschaft geht aber deren Kern wie zum Beispiel die Interessenskongruenz zwischen den Investoren und den Fondsmanagern verloren.

**Wenn einem Investor PE zu komplex und reguliert ist, warum kauft er dann nicht einfach Aktien der notierten Anbieter? Gibt ja genug.**

Der Trend zu Börsengängen hat eingesetzt, als die Gründer von Mega-Buyout-Fonds kurz vor der Rente standen und ihr Lebenswerk zu Geld machen wollten. Jüngere Partner hätten für die Übernahme der Anteile der Herren nicht das erforderliche Kapital aufbringen können. In einer börsennotierten Gesellschaft ist der PE-Fondsmanager aber Diener zweier Herren. Vom Charakter des ursprünglichen Private-Equity-Gedankens hat man sich damit entfernt. Mit Blick auf die hohe Dividendenausschüttungen sichernde Masse an „Fee generating Assets“ dürften für viele Investoren die Aktien dieser Gesellschaften in der Tat oft interessanter als deren Fonds sein. Dafür spricht, dass größere Fonds meist mit absolut steigenden Gebühreneinnahmen einhergehen. Die Veränderung in der Vergütungsstruktur kann aber eine Veränderung der Motivation der Fondsmanager bewirken. Die Fees vieler großer Fonds übersteigen deren Gemeinkosten bei weitem. Mit steigenden Gebührenerträgen verliert die Erfolgsbeteiligung an Attraktivität, und die Fondsmanager haben Interesse daran, den regelmäßigen Gebührenstrom aufrechtzuerhalten.

**Eigentlich ist Private Equity ja ein People Business.**

Ja. Investoren investieren in einen Fonds und vertrauen auf die Personen, die den Fonds verwalten. In der PE-Branche ist es seit Jahrzehnten üblich, dass sich die Fondsmanager mit eigenem Kapital an den Fonds beteiligen. Dabei handelt es sich um für Einzelpersonen signifikante Kapitalbeträge, mit denen sie ins Risiko gehen. Dadurch ergibt sich eine Angleichung der Interessen von Investoren und Fondsmanagern – wie sie zum Beispiel bei den Investmentbanken regelmäßig nicht besteht und die negative Entwicklungen wie die Subprime-Deals vermutlich verhindert hätte.

**US-Fondsmanager sind mittlerweile offenbar immer weniger daran interessiert, deutsche und europäische Investorengelder zu akquirieren. Warum ist das so? Und was tun?**

Kleinere Fondsmanager aus den USA, die früher regelmäßig in Deutschland auf Roadshow gegangen sind, kommen wegen der AIFM-Richtlinie inzwischen kaum mehr hierher. Der deutsche Investor, der seinem Portfolio aus Diversifikationsgründen aber US-Fonds beimischen möchte, muss dann zum Beispiel über eine Struktur in Luxemburg in die meist amerikanische Struktur des Fondsmanagers investieren.

**Ihr Brot- und Buttergeschäft ist das Investment Consulting und damit die Due Dilligence der PE- und Infrastruktur-Fonds. Schon mal richtig danebengelegt?**

Lassen Sie es mich allgemein sagen: Wenn ein Investment Consultant – gleich in welcher Asset-Klasse – nicht wirklich kritischer und zurückhaltender ist als der Investor selbst, wie lange kann er dann Investment Consultant bleiben? Nicht lange, denke ich.

**Welches sind denn die wichtigsten No-Gos, mit denen sich ein Fonds disqualifizieren kann?**

Wenn die Partner der Fondsmanager kein eigenes Geld für ihre Fonds bereitstellen, wenn der Track Record nicht kontinuierlich überzeugende Zahlen ausweist oder wenn ein häufiger Wechsel der handelnden Personen beobachtet werden kann, sind das alles keine guten Zeichen. Außerdem Segmentflüchtlinge, die wir zuletzt häufiger beobachten konnten. Wenn beispielsweise ein Fondsmanager jahrelang Fonds mit einem Volumen von sagen wir 250 Millionen aufgelegt hat und plötzlich 700 Millionen einwirbt, dann gehen wir gerne in Wartestellung. ●

„Wenn die Partner der Fondsmanager kein eigenes Geld für ihre Fonds bereitstellen, wenn der Track Record nicht kontinuierlich überzeugende Zahlen ausweist oder wenn ein häufiger Wechsel der handelnden Personen beobachtet werden kann, sind das alles keine guten Zeichen.“