

GPs und LPs ringen um Terms & Conditions

Harte Verhandlungen

Die Anlageklasse Private Equity erfreut sich im Niedrigzinsumfeld wachsenden Zuspruchs. Das schlägt sich in den Vertragsbedingungen und Konditionen der Fonds nieder, die aber auch vom intensiven Wettbewerb der Manager um das in den Markt fließende Kapital geprägt werden. Die Limited Partner stehen vor neuen Herausforderungen.



Foto: © shutterstock.com

Wer etwas zu bieten hat, muss sich um mangelndes Interesse in aller Regel nicht sorgen. So geht das in diesen Zeiten den Anbietern von Private Equity-Fonds, die großen Investoren angesichts niedriger Zinsen und mit hohen Schwankungsrisiken behafteter Aktienmärkte eine attraktive Anlagealternative bieten. Die Limited Partner (LPs), also die in Private Equity investierenden institutionellen Investoren, greifen beherzt zu. Mehr als ein Drittel von ihnen, so das aktuelle von Collar Capital herausgegebene Global Private Equity Barometer, will Investments in diesem Bereich in den kommenden zwölf Monaten ausweiten. Angesichts der jährlichen Nettoerträgen von über 11%, die der Großteil dieser Anleger derzeit mit ihren Private Equity-Portfolios erzielt, rechnen sie auch in der Zukunft mit guten langfristigen Renditen. Wo so viele Chancen winken, wird aber auch zunehmend kritisch nach den besten Anbietern gesucht. Mehr als zwei Drittel der LPs glauben der Umfrage zufolge, dass Investoren häufiger die für das Management der Fonds verantwortlichen General Partner (GPs) wechseln als früher. Der Run auf die gefragtesten Fonds macht es für mehr als die Hälfte der Investoren allerdings auch schwierig, im gewünschten Umfang bei den von ihnen ausgewählten Managern zu investieren. Was aber bedeutet das für die Terms & Conditions? Verhilft das starke Interesse an der Anlageklasse den GPs zu mehr Verhandlungsmacht? Oder kommen diese den Investoren entgegen, weil sie die Gunst der Stunde nutzen und Kapital schnell wie möglich in ihre jeweiligen Fonds holen möchten?

Marktumfeld stärkt die Verhandlungsmacht der GPs

Die für LPs glänzenden Zeiten der Jahre 2008 bis 2011, als sie infolge der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise ungewöhnlich viele für sie günstige Fonds-Terms vom Investorenschutz über die Rückflüsse bis hin zu den Kontrollrechten durchsetzen konnten, sind erst einmal vorbei. „Das aktuelle, von starkem Anlegerinteresse geprägte Marktumfeld hilft den Managern. Sie müssen längst nicht mehr alle Vorschläge der LPs akzeptieren und können wieder mehr ihren Interessen entsprechende Vertragsklauseln aushandeln“, sagt Dr. Philip Schwarz van Berk, Partner der Rechtsanwalts- und Steuerberatungskanzlei P+P Pöllath + Partners. Das gilt häufig auch für die Basisvergütung (Hurdle Rate), die vor der Gewinnbeteiligung des Managements an die Investoren fließt. Die LPs erhalten üblicherweise einen bestimmten Preferred Return, der klassischerweise einer Verzinsung von 8% p.a. auf das eingezahlte Kapital entspricht. „Heute sind einige Fonds vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds dazu übergegangen, diesen Preferred Return zu kürzen oder sogar ganz zu streichen“, sagt Schwarz van Berk. Als Alternative werde mitunter auch auf eine nach einem bestimmten Multiple bemessene Vorabzahlung umgeschaltet. Anstelle der Zinsen könnte der LP dann beispielsweise das 0,2-Fache seines eingezahlten Kapitals unabhängig von der zeitlichen Bindung des Kapitals als Preferred Return erhalten.

Der Markt teilt sich in zwei Klassen

Die zunehmende Allokation institutioneller Anleger hin zu Private Equity hat schon in den vergangenen Jahren bei Buyout-Fonds für einen Verkäufermarkt gesorgt. In weiten Teilen ist das auch heute noch so. „Es ist derzeit für Investoren kein guter

Zeitpunkt, um neue Konditionen auszuhandeln“, sagt der Investment Adviser Detlef Mackewicz von Mackewicz & Partner. Er beobachtet jedoch, dass sich der Markt für Private Equity-Fonds im Niedrigzinsumfeld in zwei Klassen aufteilt. Da ist zum einen eine kleine Gruppe von Fonds, die für das Einwerben nicht mehr als sechs Monate brauchen. Ein Großteil des Kapitals kommt dabei von Investoren, die sich mit dem gleichen Commitment wie in einem Vorgängerfonds engagieren oder dieses sogar erhöhen. „Die Terms und Conditions dieser Fonds werden im Wesentlichen von den GPs vorgegeben und entsprechen angesichts der breiten Investorenbasis, die diese Fonds anstreben, internationalem Marktniveau“, sagt Mackewicz. Der Carried Interest etwa – also die transaktionsbezogene Erfolgsbeteiligung der Manager – liegt bei 20%. Eine zweite Gruppe braucht für das Fundraising schon 18 bis 24 Monate oder erreicht ihr Ziel überhaupt nicht. Das kann daran liegen, dass ein Vorgängerfonds wenig überzeugt oder es nicht unter das Top Quartile geschafft hat. „Einige GPs legen wegen des guten Marktumfelds heute neue Fonds schon auf, noch ehe 70% des Vorgängerfonds committed sind. Sie umgehen diese üblichen Voraussetzungen und machen viel Druck bei den Investoren, weil sie durch eine mögliche Eintrübung der Konjunktur um ihre Chancen im Fundraising fürchten“, sagt Mackewicz.

Zugeständnisse im Wettbewerb um Investorengeld

In einer Umfrage des Daten- und Informationsanbieters Prequin vom August dieses Jahres berichtet fast die Hälfte der Manager von einem wachsenden Appetit der Investoren auf Private Equity, wobei jetzt neben Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds zunehmend auch Family Offices als Treiber auftreten. Das Interesse spiegelt sich in den hohen Volumina beim Fundraising wider. Weltweit ist das Volumen seit 2009 von 133,4 Mrd. EUR auf 417,5 Mrd. EUR im Jahr 2015 gestiegen und damit wieder in die Nähe des All Time Highs gerückt. Trotz des managerfreundlichen Marktumfelds gibt es einen Trend zur Einführung von First Closing Incentives etwa in Form eines Rabatts von z.B. 0,15 Prozentpunkten bei der Management Fee. „Das entspricht zwar nicht der üblichen Gleichbehandlung der Investoren, wird aber akzeptiert“, sagt Dr. Stephan Schade, Counsel bei P+P Pöllath + Partners. Die Fonds seien an einem schnellen Closing interessiert. Je eher sie beim Fundraising eine kritische Masse erreichen, desto leichter können sie dann das noch fehlende Kapital einwerben. „Aus dieser Motivation heraus sind einige GPs auch bereit, bei größeren Kapitalzusagen eine Reduktion der Management Fee anzubieten“, sagt Schade.

LPs fordern mehr Transparenz

In der Halbjahresumfrage von Prequin gaben 76% der Befragten zu Protokoll, dass der Wettbewerb um Investorenkapital intensiver geworden ist. Vor allem kleinere Fonds oder Manager, die erstmals auf den Markt kommen, wollen sich dabei auch mit günstigen Konditionen profilieren. Die Investoren ihrerseits achten zudem seit einiger Zeit verstärkt darauf, dass sogenannte Hidden Fees wie etwa die den Portfoliounternehmen von den Managern in Rechnung gestellten Gebühren für Monitoring oder Advising auf die Management Fee angerechnet werden. Wissenschaftler der University of Oxford hatten jüngst ausgerechnet, dass solche von Portfoliounternehmen in einer Zeitspanne von

20 Jahren an die in ihrem Board vertretenen GPs gezahlten Service-Fees sich auf 6% des investierten Kapitals beliefen. Damit haben sie die Rendite der Investoren geschmälert. Mehr Transparenz fordern LPs zunehmend auch bei der Bewertung der Portfoliounternehmen und damit hinsichtlich der darauf bezogenen Management Fees. Dieses Thema gewinnt gerade in Zeiten niedriger Zinsen, die sich bei bestimmten Bewertungsmethoden in einem höheren Value niederschlagen, an Bedeutung.

Klauseln zur Bindung der Key Persons

Der Investorensseite ist es nach wie vor wichtig, dass Key Persons des Fonds nach dessen Auflage engagiert bleiben, und sie prüft diese Bestimmungen kritisch. „Die LPs wollen das Team, dem sie ihr Geld anvertrauen, als Ansprechpartner behalten“, sagt Schade. Das gilt nicht nur für Buyout-Fonds, sondern hat



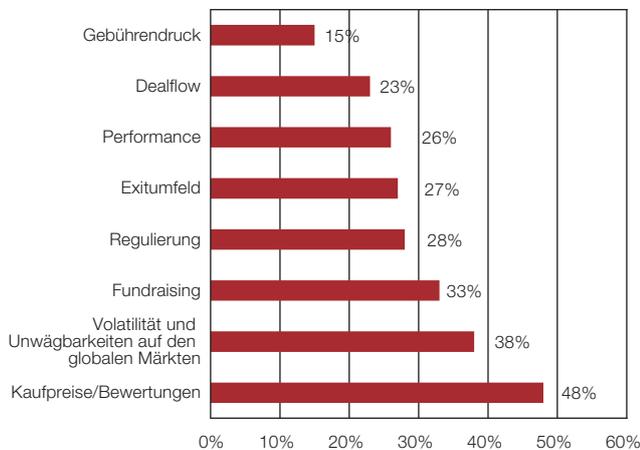
Dr. Stephan Schade,
P+P Pöllath + Partners

bei den oft kleineren Teams von Venture Capital-Fonds mindestens genauso große Bedeutung. Ebenso sind investorenfreundliche Regelungen wie die No-Fault Removal nach wie vor potenzieller Gegenstand der Vertragsverhandlungen und werden es wohl bleiben. Diese Regelung räumt den Investoren das Recht auf eine Ablösung des Managements ohne Begründung ein, wenn eine qualifizierte Mehrheit von z.B. 80% der LPs dies beschließt.

Co-Investments als Alternative

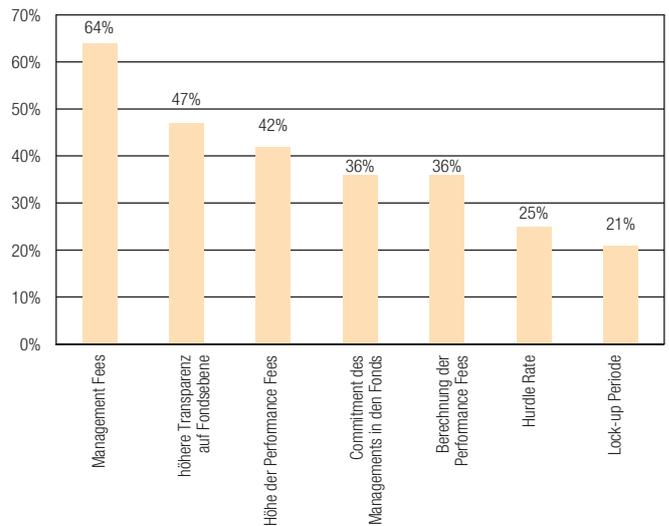
Solange die Konjunktur nicht einbricht und so lange sich das Finanzierungsumfeld nicht deutlich verändert, kann Private Equity überzeugende Renditeperspektiven bieten. Allerdings drückt schon jetzt das reichlich in die Fonds fließende Investorenkapital auf die Ertragschancen. „Es gibt zu viel Geld für zu wenige Targets, was zu tendenziell sinkenden Renditen führt“,

Einschätzungen der Fondsmanager zu den größten Herausforderungen für die Private Equity-Branche in den kommenden zwölf Monaten



Quelle: Preqin Fund Manager Survey, Juni 2016

Bereiche, in denen LPs Verbesserungsmöglichkeiten sehen



Quelle: Preqin

sagt Michael Kunz, Private Equity Markets Leader Germany, Switzerland, Austria beim Prüfungs- und Beratungsunternehmen EY. Die Zahl der Targets sei nicht beliebig vermehrbare, wie das aktuelle Umfeld deutlich zeigt. So hat die Bereitschaft des Mittelstands, an Private Equity zu verkaufen, noch längst nicht so signifikant zugenommen wie schon seit nun zwei Jahrzehnten erhofft. Auch die Tatsache, dass von Corporates im Zuge der aktuell lebhaften Merger-Aktivitäten nach der Verschmelzung immer wieder einzelne Unternehmensbereiche zum Verkauf gestellt werden, hilft nur bedingt weiter. Auch das reicht nicht aus, das viele Dry Powder der Private Equity-Fonds zu absorbieren. Viele Buyout-Fonds sind darüber hinaus deshalb bereit, Minderheitsbeteiligungen einzugehen, um die Anzahl der Transaktionen zu erhöhen. Hinzu kommt: Für einen substanziellen Teil der Fondsaktivitäten stehen Buyouts, bei denen ein Unternehmen zum zweiten, dritten oder vierten Mal an einen Finanzinvestor weiterverkauft wird. „Mit jeder Transaktion wird es in diesem Bereich schwieriger, eine gute Rendite zu erzielen“, sagt Kunz. Es könne nicht ausgeschlossen werden, dass die GPs aufgrund der insgesamt niedrigeren Renditeerwartungen unter Druck geraten, ihr aktuelles Gebührenlevel zu halten. „Weiterhin besteht für die LPs die Möglichkeit zu Co-Investments parallel zu ihren Investments in die Private Equity-Fonds, um damit ihre Renditen zu optimieren“, sagt Kunz.

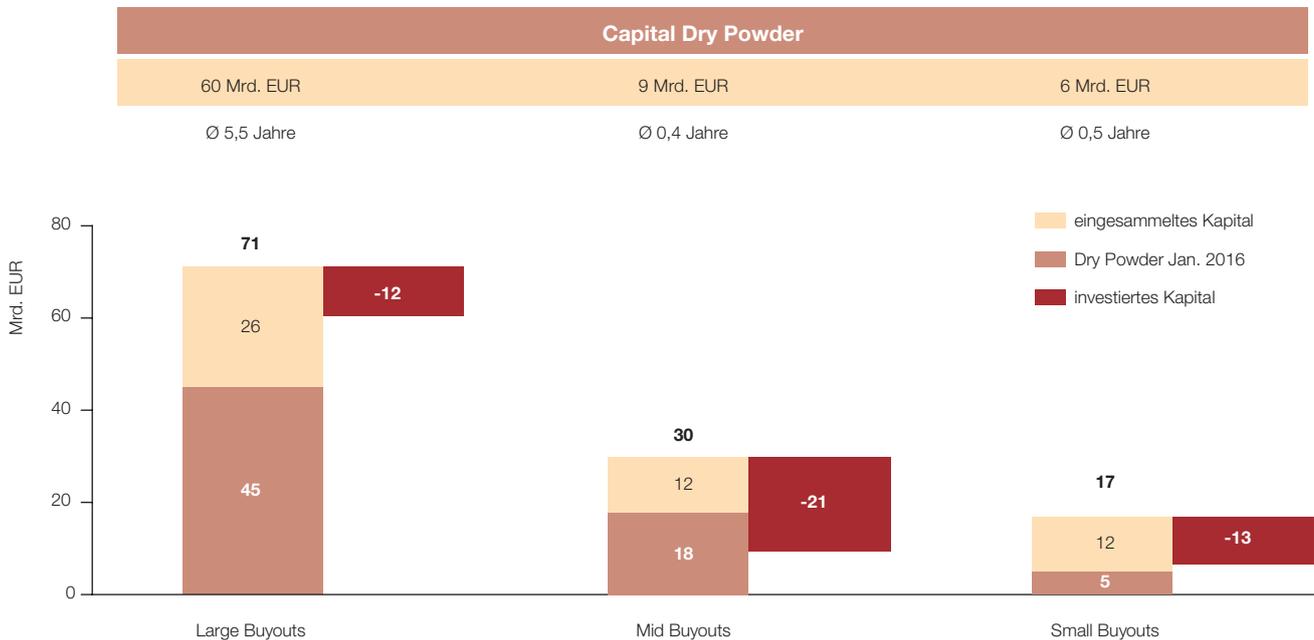


Michael Kunz,
EY

Breitere Streuung

Der Optimismus unter den Investoren dürfte noch einige Zeit anhalten. Dem Global Private Equity Barometer von Coller Capital zufolge erwarten die LPs im kommenden Jahr für Nordamerika und Europa bessere Bedingungen als heute. Die Anleger planen dabei insgesamt, ihre Allokation in den größeren Buyouts zu verringern und sie stärker auf kleine und mittelständische

Dry Powder-Problematik



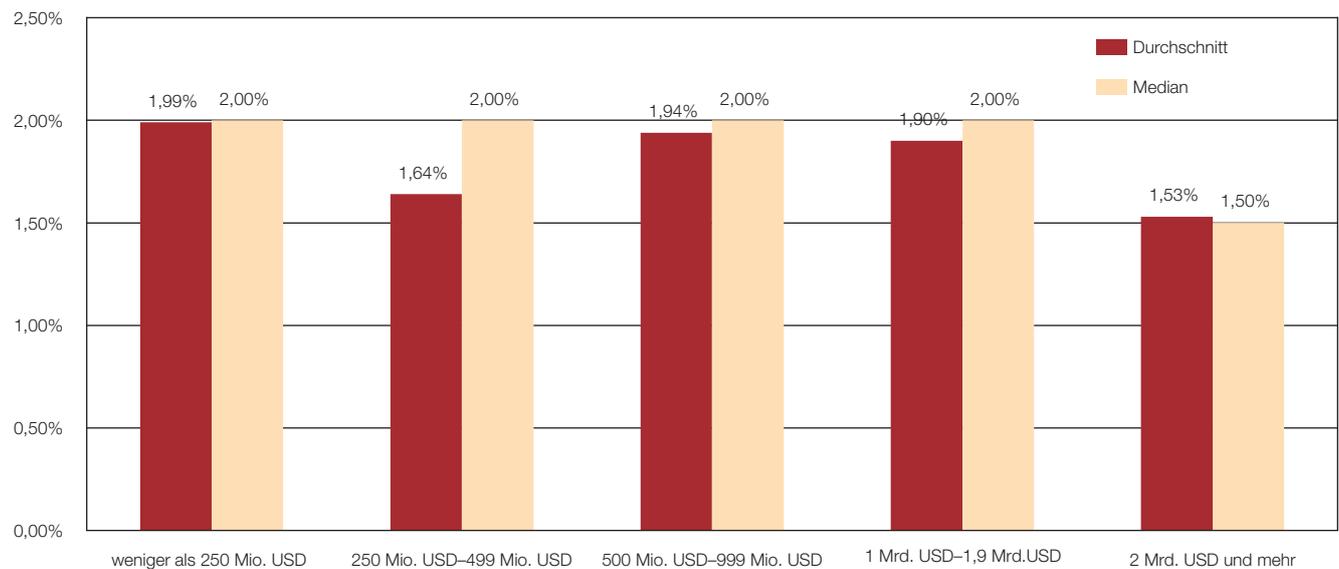
Quelle: Preqin, PE Insight, Adveq 2016

Buyouts sowie auf Wachstumskapital und Private Debt zu verlagern. Doch auch die Manager sehen sich nach Alternativen um. „Um das viele Geld ihrer Investoren unterzubringen, sind die Buyout-Fonds mehr und mehr diversifiziert und treten in weiteren Anlageklassen neben Private Equity auf“, sagt Kunz.

Venture Capital hat seine eigenen Regeln

Auch im Bereich Venture Capital zeichnen sich wieder mehr Aktivitäten ab. Schwarz van Berk etwa berät derzeit eine ganze Reihe von Venture Capital-Teams, die First Time-Fonds auf den Markt bringen. „Das hat es in dieser Dichte noch nicht gegeben,

Durchschnittliche Management Fee bei Buyout-Fonds nach Fondsvolumen (Fonds im Fundraising und geschlossene Fonds mit den Vintagejahren 2015/2016)



Quelle: Preqin

wobei Themen von Digital Health über Gaming bis hin zu Biotech abgedeckt werden“, sagt Schwarz van Berk. Die Investorenseite ist hier generell weniger von institutionellen Anlegern geprägt. Bei vielen dieser Venture Capital-Fonds treten erfolgreiche Unternehmer als treibende Kraft auf, die dann andere Investoren mitnehmen. Deutsche Venture Capital-Fonds holen zudem anders als ihre Pendanten in den USA sehr



Dr. Philip Schwarz van Berk,
P+P Pöllath + Partners



Detlef Mackewicz,
Mackewicz & Partner

viele öffentliche Kapitalgeber wie den EIF oder die KfW an Bord. „Sie haben sehr investorenfreundliche Regeln durchgesetzt, wie es sie im Markt sonst nicht gibt. Die so gestalteten Terms und Conditions können die GPs dann aber auch bei anderen potenziellen Investoren als Argument für den Fonds in die Waagschale werfen“, sagt Schwarz van Berk. Weil an den Portfoliounternehmen der Venture Capital-Fonds meist auch die Gründer Anteile halten, kann sich der Exit dort als größere Herausforderung erweisen. In den Verträgen werden dort deshalb auch häufiger Drag- und

Tag-along-Regeln verankert. Sie verpflichten zum gemeinsamen Verkauf mit dem Fonds, wenn dieser den Exit wünscht. „Die Management Fees für Venture Capital-Fonds sind darüber hinaus eher geringer als bei Buyout-Fonds“, sagt Mackewicz. Das liege daran, dass es bei den Venture Capital-Fonds in aller Regel um deutlich kleinere Volumina geht. In dem stark vom Know-how und der Erfahrung einzelner Personen geprägten Bereich Venture Capital haben allerdings die Performance Fees eine relativ hohe Bedeutung.

Fazit

Das wachsende Interesse institutioneller Investoren an alternativen Anlagen sorgt vor allem bei großen Fonds und erfolgreichen Managern für starke Kapitalzuflüsse. Dieses Szenario stärkt die Verhandlungsmacht der GPs mit entsprechenden Auswirkungen auf die Konditionen. Andererseits profitieren LPs vom Wettbewerb um das Geld der Investoren und können ihrerseits Bedingungen durchsetzen. In welchem Ausmaß das gelingt, ist von individuellen Voraussetzungen wie dem Anlagedruck oder etwa der von den Managern für das Fundraising anvisierten Zeitspanne abhängig.

Norbert Hofmann
redaktion@vc-magazin.de

ANZEIGE

Vorankündigung

Sonderausgabe

Start-up 2017 (12. Jg.)

Der Wegweiser für Gründer

Gedruckt + als E-Paper
Tablet-Version: Erweitert
um multimediale Inhalte
und Funktionen



Termine

Erscheinungstermin 15. Okt. 2016
Anzeigenschluss 4. Okt. 2016
Druckunterlagenchluss 7. Okt. 2016

Ansprechpartner Anzeigen

Claudia Kerszt • Tel. 089-2000 339-52 • kerszt@goingpublic.de
Carolin Schönstetter • Tel 0 89-2000 339-30 • schoenstetter@goingpublic.de
Weitere Informationen unter www.vc-magazin.de/service/mediadaten