

Optimierungsbedarf

Die meisten Private-Equity-Investoren hatten wenig Freude mit Dachfondsinvestments. Oft stellten sich die Vehikel als überdiversifiziert, teuer, nachteilig in der Bilanzierung, zu langwierig und unflexibel heraus. Obendrein entsprachen auch die Renditen nicht den Erwartungen. Bei Dachfonds macht sich eine Sinnkrise breit, die oft dazu führt, dass Geschäftsmodelle schnell geändert statt kontinuierlich weiterentwickelt werden. Die Zukunft liegt in mehr Service und Flexibilität, aber auch in kürzeren Investitionszyklen. Ohne eine für die Illiquidität entschädigende Rendite sind die Optimierungen aber sinnlos.

ständigkeitsverabschiedet hat. Statt weiter mit den typischen Dachfonds-Konstrukten mit undifferenzierten Investmentstrategien zu arbeiten will sich Roesch künftig mehr mit Investmentvehikeln beschäftigen, die mehr Steuerungsmöglichkeiten für die Investoren eröffnen. Aber auch bei kleineren Volumina bröckelt die Management Fee von einem Prozent. So nimmt zum Beispiel Park Street Capital, ein Fund-of-Funds mit Sitz in Boston, für die ersten fünf Jahre nur 50 Basispunkte auf die Commitments von mindestens 500.000 Dollar. Danach erfolgen Reduktionen. Die Performance-Gebühr ist ebenfalls vergleichsweise niedrig. Nur fünf statt üblicherweise zehn Prozent fallen für Park Street Capital nach der kompletten Kapitalrückzahlung und der Hurdle Rate von acht Prozent an. Ein Catch-Up besteht nicht. Womöglich hat die Gesellschaft die Discountpreise nötig, da nur zwei von sechs angegebenen Park-Street-Capital-Fonds auf eine IRR im Bereich von acht bis neun Prozent kommen.

Kampfpfeile sind ansonsten selten, die Branche hat ihr Selbstbewusstsein nach der Finanzkrise offenbar schnell wiedergefunden. Trotzdem: „Die Management Fee von einem Prozent auf die Commitments wird gerade bei Asset-Klassen mit niedrigerem Renditepotenzial diskutiert“, sagt Jan Graf von Bassewitz von DB Private Equity. „Bei unserem Infrastrukturfonds, mit dem wir gerade im Fundraising sind, bieten wir darum für Großzeichner eine ausschließlich Performance-abhängige Gebühr an.“ Bei dieser ist dafür die Hurdle Rate von 4,5 Prozent recht niedrig. Zur Vorfinanzierung der Null-Prozent-Fee kommt DB Private Equity in diesem Fall die Zugehörigkeit zur Deutschen Bank zugute. Nicht unüblich ist für Buy-outs mittlerweile auch, dass die Management Fee nach fünf Jahren, wenn der Arbeitsaufwand für Dachfondsmanager deutlich sinkt, zum Beispiel auf 75 Basispunkte gesenkt wird und weitere Reduzierungen folgen. „Um First Closings zu realisieren, kommt es in der Branche auch vor, dass man Erstzeichnern Strukturierungsgebühren erlässt und eigene Share-Klassen mit Niedriggebühren zuteilt“, nennt Graf von Bassewitz noch ein weiteres



Thomas Etzel, BHF Bank
Ein Joint Venture mit der Co-Investor AG
verkürzt die Investitionsperioden.

Gebührenanreizmodell. Auch die Bezugsgrößen ändern sich in der Branche. Vorteilhafter ist es für die Investoren gerade zu Beginn, wenn als Basis das tatsächlich investierte Kapital und nicht die Commitments gewählt werden. „Beispiele hierfür gibt es aber nur aus den Segmenten Infrastruktur und Real Estate. Bei Private Equity sind zumindest in den ersten vier bis fünf Jahren immer die Commitments die Bezugsgröße“, sagt Dr. Bernd Kreuter von Feri und verweist darauf, dass zu Beginn der Fondslaufzeit auch der Arbeitsaufwand für

den General Partner am größten ist und andernfalls die Gefahr besteht, dass der Fondsmanager dazu animiert wird, möglichst schnell statt möglichst sorgfältig zu investieren. „Ich sehe es kritisch, nur wegen der IRR Fee-Modelle umzustellen“, so Kreuter. Gegen Ende der Fondslaufzeit kann auch der Net-Asset-Value als Bezugsgröße verwendet werden. Dry Closings – wenn Management Fees erst anfallen, sobald effektiv investiert wird – sind eine weitere Möglichkeit, das Frontloading der Fee-Strukturen zu reduzieren.

Operative Stoßrichtungen, vom starren Dachfondskonzept abzuweichen, sind einmal Beimischungen von Strategien wie Secondaries, Mezzanine, Directs, Infrastruktur, Renewables oder Cleantech. Beimischungen sind auch in regionaler Hinsicht möglich. Weitere Optimierungen bestehen in Serviceleistungen wie Managed Accounts, Reporting oder Controlling. „Wenn Dachfonds keinen Value-add liefern können, haben sie auch keine Berechtigung“, sagt Jeremy Golding, Gründer und Geschäftsführer von Golding Capital Partners. „Nur einen Zugang zu Zielfonds zu bieten, reicht nicht.“ Der Druck zum Wandel ist gerade derzeit groß. Die meisten Dachfonds sind etwa um das Jahr 2000 gestartet und müssen spätestens jetzt die Renditen der ersten abgeschlossenen Fondsgeneration beichten. Zum anderen rührt der Handlungsdruck daher, dass es einigen Fund-of-Funds seit der Finanzkrise nicht mehr gelungen ist, neue Fonds aufzulegen und sich damit Management-Fee-Einnahmen über die nächste Dekade zu sichern. Drittens wird argumentiert, dass die Expertise bei vielen Investoren groß genug sei, um nun direkt, häufig zunächst mit Hilfe eines externen Beraters, in Zielfonds investieren zu können.

„BHF-Bank: mit Zielfonds schneller zum Ziel

Ein Anbieterbeispiel für die gelungene Erweiterung des Repertoires ist Axa Private Equity. Neben Dachfonds offeriert man heute Zielfonds, Secondaries und Infrastruktur. Ein Investorenbeispiel für den Wechsel vom Dach- zum Zielfonds ist die BHF Bank. „Für unsere Kunden haben wir derzeit 20 aktive Dachfonds für Private Equity, Mezzanine-Kapital und Real Estate mandatiert, und für entfernte Anlageregionen wie Asien oder die USA ist ein Dachfonds auch weiterhin das von uns favorisierte Vehikel. Für Europa ist aber nun ein Zielfonds das Vehikel unserer Wahl. Grund ist, dass die Gelder bei einem Dachfonds erst nach zwei bis drei Jahren investiert sind“, erklärt Thomas Etzel. Etzel ist Managing Director der BHF Bank und Head of Private Equity and Real Estate und damit für die von der Private-Wealth-Kundschaft und einigen Family Offices in diese Asset-Klassen investierten Gelder verantwortlich. Gewählt hat die BHF Bank ein Joint Venture mit der Co-Investor AG. Attraktiv an der Co-Investor AG, mit der die BHF-Kunden gemeinsam investieren, sind für Etzel vor allem deren Netzwerke.

Netzwerke haben für Private Equity eine ähnliche Bedeutung wie die Lage bei Immobilien. Hinter der Co-Investor AG stehen teils auch als Gesellschafter rund 100 vermögende Unternehmer und



London
Luxemburg
Paris
München
Madrid
Lissabon
Istanbul
Tokio
Hongkong
Singapur
Rio de Janeiro
Parsippany
New York
Atlanta
Miami
Chicago
San Francisco
Mexiko Stadt

Pramerica Real Estate Investors

Globaler Immobilienmanager mit lokaler Präsenz in 18 Niederlassungen weltweit

- Langjährige Erfahrung mit länderübergreifenden Transaktionen
- Fokussierte Investmentstrategien für europäische Core-Märkte sowie für Wachstumsregionen in Asien und Lateinamerika

Pramerica managt seit 1970 institutionelle Immobilienstrategien mit dem anfänglichen Ziel, für Anleger gewerbliche Core-Investments in den USA zu tätigen. Seither wurden sowohl die geographische Ausrichtung als auch das Fondsspektrum kontinuierlich erweitert. Entlang des gesamten Risikospektrums von Core bis Opportunistic verwaltet Pramerica aktuell ein Immobilienvermögen von 33,7 Mrd. EUR.

Von München aus legt Pramerica global investierende Immobilienfonds für überwiegend deutschsprachige institutionelle Kunden auf. Unsere Expertise umfasst neben etablierten Büromärkten Europas und den USA auch die Emerging Markets Asiens und Lateinamerikas.

Unter Beachtung der Anlegerrestriktionen werden für Investoren maßgeschneiderte Produkte mit attraktiver Rendite/Risiko-Relation entwickelt. Dabei kommen Spezialfonds nach deutschem Investmentrecht sowie andere innovative Vehikel (z.B. SICAV/FCP) zum Einsatz.

Für nähere Informationen besuchen Sie uns im Internet unter

www.pramericarei.de

oder kontaktieren Sie uns:

Pramerica Real Estate International AG
Wittelsbacherplatz 1
D-80333 München

Maxie Perbix
m.perbix@pramerica.eu
Tel. +49-89-28645-187

Wolfgang Sussbauer
w.sussbauer@pramerica.eu
Tel. +49-89-28645-210



Pramerica

Equity und Listed Infrastructure. „Partners Group legt heute keine reinen Primary-Programme mehr auf, sondern analysiert die verschiedenen Marktsegmente und implementiert eine Kombination von Finanzierungsarten (Direktinvestitionen, Sekundär- und Primärmarktinvestitionen), Industriesektoren und Regionen, die zum Zeitpunkt der Investition das größte Potenzial für Überrenditen aufweisen“, erläutert Manuel Martiny. „So profitieren unsere Kunden von ausgewogenen Portfolios, niedrigeren Kosten und schnelleren Rückflüssen.“ 2010 hat die Partners Group 43 direkte Investitionen getätigt. Martiny weist zudem darauf hin, dass Anleger ihre Investitionszyklen verkürzt hätten, schneller über die zu erwartende Portfolio-Performance Bescheid wissen möchten und frühere Rückflüsse erwarten. Durch Beimischungen von Secondaries und Mezzanine sinkt allerdings das Potenzial für hohe Multiples. Dafür tritt eine Verbesserung der IRR ein. Directs weisen zudem bei niedrigeren Kosten ähnliche Multiples wie Primärfonds auf. Ein vergleichbares Angebot offeriert Capital Dynamics. „Das klassische Dachfondsgeschäft mit Primärfonds wird immer schwieriger. Heute wird eine Kombination aus Primaries, Secondaries und Directs erwartet“, sagt Katharina Lichtner

von Capital Dynamics. Capital Dynamics ergänzt das klassische Private-Equity-Geschäft um Angebote für Clean Energy und Infrastruktur sowie Real Estate. Die diskretionären Assets gab der Manager in einem Tender für Ende 2009 mit etwas mehr als fünf Milliarden Dollar an. Die Verwaltungsgelder schrumpften mit dem Wechsel des umfangreichen Mandats des Washington State Investment Board zu Hamilton Lane auf etwa das gleiche Volumen.

Die breite Aufstellung der Partners Group erfordert auch die dafür nötigen personellen Ressourcen. Die Partners Group beschäftigt mittlerweile 500 Mitarbeiter – und zwar weltweit. „Investitionen in Private Markets sind ein lokales Geschäft. Deswegen müssen wir vor Ort sein und Beziehungsnetze pflegen, um frühzeitig über mögliche Transaktionen Bescheid zu wissen. So verfügen wir über einen Informationsvorsprung und können täglich die attraktivsten Transaktionen weltweit selektieren“, beschreibt Martiny das Geschäftsmodell der Partners Group, deren Hauptsitz in Zug in der Schweiz liegt. Die breite Aufstellung der Gruppe erfordert aber nicht nur einen umfangreichen Mitarbeiterstamm, sondern führt nach Ansicht von Martiny

US-Fonds dominieren die Dachfondsranliste

| Rang | Name | AuM in Mrd. \$ | Herkunftsland |
|------|--|----------------|---------------|
| 1 | Goldman Sachs Private Equity Group | 33,9 | USA |
| 2 | Harbourvest Partners | 32,85 | USA |
| 3 | Credit Suisse Customized Fund Investment | 25,56 | USA |
| 4 | Partners Group | 19,685 | Schweiz |
| 5 | Adams Street Partners | 15,784 | USA |
| 6 | Pantheon Ventures | 15,348 | UK |
| 7 | LGT Capital Partners | 12,5 | Schweiz |
| 8 | Horsley Bridge Partners | 11,752 | USA |
| 9 | Commonfund | 11,7 | USA |
| 10 | JP Morgan Asset Management | 11,08 | USA |
| 11 | Pathway Capital management | 10,47 | USA |
| 12 | SL Capital Partners | 7,26 | UK |
| 13 | NB Alternatives | 6,87 | UK |
| 14 | Siguler Guff & Co | 6,4 | USA |
| 15 | Investure | 6,0 | USA |
| 16 | SVG Advisers | 5,75 | UK |
| 17 | Unigestion | 5,64 | Schweiz |
| 18 | Blackrock Private Equity Partners | 4,78 | USA |
| 19 | Adveq Management | 4,57 | Schweiz |
| 20 | Flag Capital Management | 4,3 | USA |
| 21 | Morgan Stanley Alternative Investment Partners | 4,288 | USA |
| 22 | Wilshire Associates | 4,03 | USA |
| 23 | CDC Group | 4,0 | UK |
| | Hamilton Lane | 4,0 | USA |
| 25 | Allianz Private Equity Partners | 3,87 | Deutschland |

Amount of Capital managed for third party-Funds

Quelle: Private Equity Analyst, Juni 2010; © portfolio institutionell

dank eines integrierten Ansatzes auch zu Synergien: „Ist Kabel Baden-Württemberg nun Private Equity, Infrastruktur oder Real Estate? Wir haben die Mitarbeiter, um Analysen aus jeder Perspektive zu einer Gesamtbewertung zusammenzutragen“, erklärt Martiny.

Dass diese Strategie aufgeht, zeigen die Absatzstatistiken. Auch die Aktionäre der Partners Group dürfen sich freuen. Der Aktienkurs hat sich seit dem Börsengang 2006 verdoppelt. Die Assets under Management liegen bei über 21 Milliarden Euro. Allein im vergangenen Jahr betrug die Nachfrage von Kunden vier Milliarden Euro. Für das laufende Jahr wird mit einem Zufluss von vier bis fünf Milliarden Euro gerechnet. Weniger zufrieden dürften jedoch die Limited Partner sein. Die Partners Group hat keinen Ruf als Billiganbieter. Als Gegenleistung kommt bis dato laut Preqin-Daten das beste Multiple auf einen Wert von lediglich 1,4. Ob künftig mehr Performance für die Limited Partner abfällt, ist fraglich. Bei der Partners Group betrug der Anteil der Performance Fee an der Gesamt-Fee in den vergangenen drei Jahren nicht mehr als vier Prozent, obwohl der Carried Interest zuerst an die Partners Group und nicht an die Mitarbeiter geht.

Tendenzen, das Modell nachzubilden, sind in der Branche zu erkennen. Private-Equity-Subthemen werden besetzt und über Primaries, Secondaries und Directs sowie auch über Managed Accounts angeboten. Ins Bild des Markttrends zum börsengelisteten Vollanbieter passt auch, dass im Mai der größte Asset Manager der Welt, Blackrock, die Eröffnung seiner Private-Equity-Directs-Abteilung bekanntgab. Bislang verteilten sich die 115 Milliarden Dollar von Blackrock Alternative Investors auf Hedgefonds, Real Estate, Rohstoffe, Währungen und Private-Equity-Dachfonds. Nur – und hier schließt sich gerade für mittelgroße Anbieter ein (Teufels-)Kreis – die Kosten für die entsprechende Aufstellung erfordern viele Assets under Management. Keine ausreichenden Fee-Einnahmen, keine ausreichenden Gelder für spezialisierte Mitarbeiter, keine breite Produktaufstellung, keine ausreichenden Fee-Einnahmen. Michael E. Porter spricht hier von einer Stuck-in-the-Middle-Position zwischen Spezialisten und Generalisten, die durch die geringste Rentabilität gekennzeichnet ist. Martiny schätzt die nötige Zahl der Investment Professionals, um auf allen Märkten zu Hause zu sein, auf 200 bis 250. „Wer kleiner ist, wird es schwer haben.“

__Lukrative Nischen

Außer man hat sich als Spezialist aufgestellt. Spezialistenstrategien können sich auf Segmente wie Mezzanine oder Distressed Debt, auf Regionen wie Südamerika oder wie bei Montana auf die Themen Liquidität und Services beziehen. Wie erfolgreich Spezialistenstrategien sein können, zeigt sich am Beispiel von RCP Advisors. RCP fokussiert sich auf Lower Middle Buyouts in Nordamerika. Die projizierte IRR für die beiden 2003 und 2007 aufgelegten Dachfonds liegt bei 20 Prozent. Die beiden in den ungünstigeren Vintage-Jahren 2005 und 2006 aufgelegten Fonds weisen einen Wert von 15 bis 18 Prozent auf. Ledig-

lich 27 Full Time Professionals managen 1,9 Milliarden Dollar in zwölf Fonds. Beispiele für Spezialistentum sind ansonsten aber eher rar. Womöglich weil es an Track Records mangelt und langjährige Vertriebsdurststrecken bei einem spezialisierten Auftritt möglich sind, der Apparat aber für bestehende Fonds finanziert werden muss.

Branchenstandardbeispiel für die Stuck-in-the-Middle-Position: die Adveq. Das Selbstbild der Adveq ist jedoch das eines Spezialisten. „Wir sind ein Multispezialist. Global aufgestellt sind wir vor Ort auf Märkten unterwegs, für die ein in seiner Qualität sehr heterogenes und teilweise zugangsbeschränktes Zielfondsuniversum charakteristisch ist“, erklärt Managing Director Dr. Nils Rode und nennt als Beispiele den asiatischen Markt oder US Venture Capital. 15 Zielfonds – und damit deutlich weniger als in der Branche noch vor einigen Jahren üblich – hält Rode für eine gute Größenordnung. „Die Generalisten decken dagegen Märkte wie LBOs oder Infrastruktur ab, wo viel Geld untergebracht werden kann und das Fondsuniversum überschaubar ist. Die Value Proposition eines Dachfonds ist hier gering.“ Für die Aufstellung als Multispezialist hat Adveq mit vier Milliarden Dollar Assets under Management und 70 Mitarbeitern die kritische Masse nach eigener Ansicht erreicht. Die naheliegende Frage von Investoren ist, warum man nicht gleich einen lokalen Spezialisten selektieren sollte. Offenbar hat Adveq hier die richtigen Antworten: Seit der Finanzkrise konnte man rund 500 Millionen Dollar einsammeln und entsprechend Fonds neu auflegen und schließen. Ein gewichtiger Treiber für den Vertrieb ist grundsätzlich die Performance der Vorgängerfonds. Laut Rode hat Adveq seit 2006 insgesamt acht Fonds aufgelegt, von denen keiner netto unter einem Multiple von eins steht. Etwas höhere Renditen als Multiples von größer eins sollten Private-Equity-Investoren im Hinblick auf die langen Laufzeiten und die Illiquidität gerade von Spezialistenstrategien aber schon erwarten dürfen. „Im Vergleich zu anderen Anbietern ist der Anteil unserer Dachfonds im Top- und Upper-Quartil überdurchschnittlich hoch“, sagt Rode. Fragen hat bei Adveq der Abgang von Dr. Peter Laib, der die Adveq seit 2000 prägte, vor einem Jahr aufgeworfen. „Wir haben den Generationswechsel schon hinter uns, andere haben ihn noch vor sich“, versucht Rode das Beste aus der Personalie zu machen. Rode betont zudem, dass man nicht von einer Person abhängig sei. Auch bei Capital Dynamics, wo in den vergangenen Monaten einige Mitarbeiter ausschieden, sieht man Teamstabilität nicht unbedingt als Erfolgsfaktor. Andererseits würden Investoren sicher nicht nur gerne wissen, an welche Gesellschaft man sich für zehn Jahre bindet, sondern auch an welche Personen.

__Trend zum Vollsortimenter

Die nötigen Assets für eine Vollsortimenterstrategie haben auch die LGT Capital Partners, Harbourvest, Pantheon oder Adams Street. Der Hang, sich ständig neu zu erfinden, und die Marketingorientierung scheinen bei diesen Anbietern jedoch weniger ausgeprägt. Im Fokus standen schon immer Dachfonds und sollen es auch künftig

fonds aktivere Interaktion mit dem Fondsmanager, die Einbindung in die Investitionsentscheidungen sowie die kürzeren Kündigungszeiten und niedrigeren Kosten. „Für Reporting, Vehikel und Vertrieb fallen deutlich weniger Kosten an. Managed Accounts können bis zu 50 Prozent günstiger als ein vergleichbarer Dachfonds sein. Bei Großkunden ist das Einsparungspotenzial sogar noch größer“, erklärt von Bassewitz, der die Maßschneidung ab einem Anlagevolumen von 50 Millionen Euro für sinnvoll hält. Würde man 50 Millionen auf mehrere Dachfonds verteilen, könnte man unter Umständen in einigen Zielfonds und Target-Unternehmen mehrfach investiert sein. Von Bassewitz schätzt das Managed-Account-Potenzial in Deutschland auf 20 bis 30 Kunden.

Hemmen könnte den Absatz jedoch zwei Gründe: „Nicht jeder Investor will alleine investieren und alle Entscheidungen selbst treffen“, erklärt Jeremy Golding. Zweiter Grund ist die Angst vor Interessenkonflikten. Wer sein Dachfondsgeschäft mit Managed Accounts hebeln möchte, muss die Frage beantworten, wie er „Zielfonds-Filetstücke“ zwischen Dachfondsanlegern und Managed Accounts verteilt. „Interessenkonflikte bei Managed Accounts sind geringer geworden, weil es selbst Top-Fonds schwerfällt, Geld einzusammeln“, so Bernd Kreuter. „Transparenz und eine entsprechend der Commitments faire Verteilung unter den Interessenten beugen Interessenkonflikten vor“, fügt Stefan Hepp von SCM hinzu, nach eigenen Angaben Managed-Account-Pionier und mit Abstand auf diesem Gebiet Marktführer in der Schweiz. Allerdings droht bei mehreren Interessenten bei einer fairen Verteilung, dass jeder nur ein kleines Filethäppchen serviert bekommt und positive Auswirkungen auf den Return entsprechend gering sind. Dieses Problem schrumpft jedoch dadurch, dass ein Dachfonds heute tendenziell nicht mehr 30 Fonds mit kleinen Commitments zeichnet, sondern eher fokussierter 15 Zielfonds auswählt und mit relativ größeren Kapitalzusagen dotiert. Grundsätzlich kann das Problem der Überdiversifikation bei Macs oder Beratungslösungen auch besser angegangen werden, da im Rahmen einer Programmplanung auch Mindestzeichnungsgrößen und die Anzahl der Commitments festgelegt werden können. „Dabei ist es bei Zielfonds oft einfacher, mehrere Kunden direkt zu platzieren, als im Kontext eines Dachfonds größere Einzelzeichnungen zu erlangen, da auch die Manager ihre Investorenbasis diversifizieren wollen“, so Hepp.

Service ist ein wichtiger Erfolgsfaktor, der wichtigste ist aber die Rendite. Die Return-Ergebnisse, die sich nach etwa fünf Jahren abzeichnen und mit dem Start der ersten Fondsgeneration nach zehn bis zwölf Jahren nun amtlich werden, schieben die Branchenkonsolidierung an. „Die Private-Equity-Branche ist in Deutschland nun seit zwölf bis 14 Jahren unterwegs. Einige Fondsanbieter bekommen nun kein neues Geld mehr“, sagt Maximilian Brönner. „Wer nicht liefert, wird keine neuen Investoren gewinnen können.“ LGT Capital Partners muss sich offensichtlich keine Sorgen machen. Für den Crown Premium IV konnte man vergangenes Jahr bei über 30 institutionellen Investoren 562 Millionen Euro einsammeln. Dies bedeutete das größte Fundraising für einen Beteiligungsdachfonds seit dem

Lehman-Kollaps. Zu 87 Prozent stammen die Commitments von Investoren, die bereits die Vorgängergeneration gezeichnet haben, was sich positiv bei den Vertriebskosten auswirkt. Ausschlaggebend dafür waren die IRR der Vorgängerbonds im zweistelligen Bereich. 2007 kam die Performance Fee auf einen Anteil von knapp 40 Prozent an den gesamten Fee-Strukturen. Neben Stabilität und breiter Aufstellung des Teams sowie einer hohen Interessenkongruenz führt Brönner die Performance auf folgenden Grund zurück: „Die Größe der Programme machen wir von den Opportunitäten abhängig. Wir hätten 2006 statt 600 auch 800 Millionen Euro einsammeln können. Die Begrenzung war aber im Interesse der Limited Partner.“ Was wohl etwaige Aktionäre in der Managementgesellschaft im Hinblick auf die entgangenen Fee-Einnahmen gesagt hätten? „Ich bin froh, nicht Limited Partnern und Aktionären dienen zu müssen“, so Brönner.

Die Konsolidierungswelle

In Deutschland hat Allianz Private Equity Partner das Drittgeschäft eingestellt, und die VCM sowie die CAM sind erst in die Sopep und dann in der DB Private Equity aufgegangen. Dass Deutschland damit auf dem Kamm der Konsolidierungswelle reitet, trifft jedoch nicht zu. Die Konsolidierung in der DB Private Equity ist dem Kollaps von Sal. Oppenheim zu verdanken. Dieser wiederum trat ironischerweise schlussendlich ein, weil den Familienstämmen ausgerechnet Investments in geschlossenen Vehikeln zum Verhängnis wurden. Außerdem gibt es in Deutschland auch noch als größere Dachfondsanbieter Swift Capital Partners mit 1,2 Milliarden Euro Assets under Management und Von Braun & Schreiber.

Grundsätzlich ist Konsolidierung in dieser Branche ein langwieriger Prozess, da dank langjährig gesicherter Einnahmen von Management Fees langfristige Stabilität besteht. Der Bedarf an Dachfonds wird auch weiter bestehen bleiben. Dies gilt vor allem für die Spezialsegmente, die besonderer Expertise bedürfen. Dies gilt aber auch für Standardsegmente, wie Large Buy-outs. „Die Zahl der Zielfonds mag hier vergleichsweise gering sein. Aber auch deren Renditespektrum ist sehr heterogen“, sagt Ralph Guenther von Pantheon. Nicht nur Guenther bezweifelt, dass das Gros der Investoren über ausreichende Ressourcen für die Selektion verfügt. „Ein Investor, der selbst ein globales gut diversifiziertes Portfolio durch Investitionen in Primärfonds aufbauen will, braucht dafür ein ganzes Team, um die entsprechenden Strategien und Regionen abzudecken. Das Volumen muss also recht hoch sein, bis die Dachfondsgebühren die Kosten eines eigenen Teams überschreiten würden“, sagt Katharina Lichtner von Capital Dynamics. Dachfonds werden darum auch künftig gefragt sein. Zumindest diejenigen, die mit stimmigen Renditen und weniger zähen Investmentperioden aufwarten können. Die früher übliche Beimischung von Venture Capital wird deshalb weiter zugunsten von Secondaries und Directs zurückgehen. Trotz der heute höheren Transparenz werden Investoren aber erst in ein paar Jahren erfahren, wie renditeträchtig die neuen Beimischungen sein werden.