

## *Für listige Anleger: Listed Private Equity*

*Von Patrick Eisele*

**Der Anlagentrend spielt alternativen Asset Managern beim Fondsvertrieb in die Karten. Dies sorgt für sichere Gebühreneinnahmen. Eine sichere Bank sind damit auch die Dividenden für die Aktionäre der Managementgesellschaften. Gelistete Manager statt geschlossene Fonds kann für Investoren eine Alternative sein.**

Auf über 17 Billionen Dollar taxieren die Experten von Preqin die Assets under Management in alternativen Anlagen im Jahr 2025. Das entspricht einem jährlichen Wachstum von fast zehn Prozent. Dies sind für die General Partner rosige Perspektiven. Dass sich diese auch realisieren, ist zudem mit Blick auf die Zinslandschaft ziemlich sicher. Ob aber auch für die Investoren die Perspektiven so rosig und sicher sind? Sicher ist für die Limited Partner nur eines: die Fee. Die Relevanz der Gebühren für die Anleger spiegelt ein globaler Survey von Natixis wider, bei dem im Oktober und November 2020 500 institutionelle Investoren befragt wurden. Laut der Umfrage stehen Private Debt, Infrastruktur und Private Equity für 2021 ganz oben auf der Einkaufsliste der Investoren. Allerdings werden diese Allokationsabsichten von einer gewissen Skepsis begleitet. 80 Prozent der Umfrageteilnehmer bereiten die Fees Sorge. Zudem sehen 44 Prozent wegen der langen Lock-up-Perioden Liquiditätsrisiken.

Eine mögliche Lösung: die Aktien von an der Börse gelisteten alternativen Asset Managern. Anders als deren Fonds sind Anteilsscheine von gelisteten Managementgesellschaften auch liquide und haben keine Call-Wartezeiten. Für kleinere Investoren fällt auch die Problematik mit den für Fonds erforderlichen Mindestgrößen von drei oder zehn Millionen Euro weg.

Wie Preqin ebenfalls im November 2020 publizierte, suchen sich Investoren auf verschiedenen Wegen Zugang zu Private Equity: Co-Investments, Secondaries oder Evergreens lauten die genannten Beispiele. Ein anderer Trend sei aber auch, dass sich Limited Partner Minderheitsanteile an Private Capital Managern kaufen. Im Jahr 2018 zählte Preqin 28 solcher Deals und in 2019 23. Die Attraktivität an Managerbeteiligungen liegt für Preqin darin, sich über die Teilhabe an Management Fees und Carried Interest eine weitere Income-Quelle zu erschließen. Denn schließlich wandeln die Managementgesellschaften die von den LPs vereinnahmten Gebühren in Dividenden für die Gesellschafter. Eine solche Strategie können auch Aktionäre verfolgen. Aktuell liegen die Dividendenrenditen großer alternativer Manager bei etwa 3,5 bis vier Prozent. Längst gibt es aber auch entsprechende Fonds, die in Minderheitsanteile von GP Management Companies investieren. Der Secondary-Spezialist Collier Capital berichtete bereits im Sommer 2018 in seiner Barometer-Publikation, dass jeder sechste LP in entsprechende Fonds investiert hat. Spezialisierte Anbieter auf diesem Gebiet sind Dyal Capital oder Astarte Capital. Astarte beteiligt sich an Early Stage Managern, um diese zu etablierten Playern zu entwickeln.

Einen Überblick über das Universum der größten unter den gelisteten Private-Equity-Managern gibt eine Analyse von Mackewicz & Partner. Laut dieser hat seit den späten 2000er Jahren ein Trend zum Börsengang der Private-Equity-Manager eingesetzt. Vorreiter dieser Entwicklung waren Onex Corporation (1987), 3i (1994), Partners Group (2006) und Blackstone (2007). Bis 2012 folgten namhafte Häuser wie KKR, Apollo, Oaktree, Carlyle oder Ares. In 2019 kam noch die schwedische EQT-Gruppe dazu. Gemessen am verwaltetem Vermögen führt Blackstone mit etwa einer halben



Alternative Investor  
Conference

VIRTUELLES  
EVENT

# 27. bis 30. April 2021

## BAI AIC – A Virtual Venture



**Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro**  
Professor of International Economics, Graduate Institute of International and Development Studies / IHEID  
Research Professor and Distinguished Fellow Emerging Markets Institute, INSEAD, mit einem Vortrag am 27. April 2021 zu "The Post-Covid World"



**Dr. Jörg Kukies**  
Staatssekretär im Bundesministerium der Finanzen (BMF), mit einem Vortrag am 28. April 2021 u.a. zur Rolle des Fondsstandorts Deutschland beim nachhaltigen und digitalen Wandel in der EU.



**Prof. Dr. Veronika Grimm**  
Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg  
Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, mit einem Vortrag am 29. April 2021 zu „Green Investments: Herausforderungen und Chancen“

### Gold-Sponsoren



### Lunch@home-Sponsoren



### Virtual-Networking-Sponsoren



### Silber-Sponsoren



### Medienpartner



### Partnerverbände



Billion Euro die Manco-Liste vor Apollo und Carlyle an. Ein wichtiger Grund für diese IPOs war die Gestaltung von Nachfolgeregelungen, erläutert Detlef Mackewicz. „Die Börse war nahezu der einzige Weg für die Gründer, eine angemessene Bewertung für ihre Anteile zu erzielen.“ Für Aktionäre sind diese „Management Companies“ (kurz „Mancos“) aber ebenfalls ein interessantes und lukratives Segment: Die Marktkapitalisierung der an der Börse gelisteten Top-10 Private-Equity-Manager ist von knapp 100 Milliarden Euro in 2017 auf 132 Milliarden Euro im Herbst 2020 angestiegen. Deutlich größer war jedoch das Wachstum der Assets unter Management und damit auch der für dieses Segment gängigen Kennzahl „Fee Generating Assets under Management“: Während diese Top-10 in 2017 noch eine Billion Euro Assets under Management ausgewiesen haben, konnten sie das verwaltete Kapitalvolumen auf 1,7 Billionen Euro in 2020 steigern. Die weiteren Wachstumsaussichten sind – siehe Preqin – ebenfalls gut. Dies sorgt für beständig hohe Dividendenrenditen.

Unkritisch sieht Mackewicz die Entwicklung von Private zu Public Equity aber nicht: „Mit dem Trend zu Börsengängen von Private-Equity-Gesellschaften ist in Bezug auf die Interessengleichheit zwischen den Investoren in den einzelnen Fonds und den Fondsmanagern eine neue Dimension hinzugekommen: Der Aktionär der Management-Gesellschaft, welche die betreffenden Fonds verwaltet. Das Management einer an der Börse notierten Private-Equity-Gesellschaft ist plötzlich „Diener zweier Herren“. Es muss einerseits um eine gute Entwicklung des Aktienkurses bemüht sein und darüber hinaus dafür sorgen, dass die einzelnen Fonds eine überzeugende Rendite für die Investoren erzielen. Vom Charakter des ursprünglichen Private-Equity-Gedankens hat man sich damit etwas entfernt.“ Zweigleisig fahren aber offenbar auch manche sehr pragmatisch denkende Family Offices. Wie Mackewicz berichtet, investieren diese in die Aktien der Manco mit der festen

Absicht, sich auf diesem Weg über die Dividenden ihre Management Fees wieder zurückzuholen. Dazu eine kleine Kalkulation: Angenommen der LP hat fünf Millionen in den Fonds investiert, dann belaufen sich die Management Fees auf knapp 100.000 Euro. Bei einer Dividendenrendite von vier Prozent müssten immerhin 2,5 Millionen Euro in die Aktien investiert werden, um die Fees (vor Steuern) zu verdienen. Im Zeitverlauf verbessert sich die Relation jedoch, da die Dividenden in der Regel steigen und die Fees über die Fondslaufzeit sinken. Über die Fondslaufzeit von über zehn Jahren dürften sich zudem auch die Aktien positiv entwickeln. Bei den Aktien der Partners Group waren es seit 2010 über 700 Prozent. Die Mancos haben sich aber auch relativ zu Aktien gut geschlagen, die Anteile an gelisteten Fonds – wie zum Beispiel 3i – verbiefen. „Die Aktien der Mancos haben sich in den vergangenen Jahren sehr positiv entwickelt. Hauptgrund für das starke Wachstum waren steigende Investorengelder, die verwaltet wurden. Insgesamt haben sich die Mancos daher auch besser entwickelt als die gelisteten Beteiligungsgesellschaften“, erklärt Dr. Michel Degosciu von der LPX AG. Neben diesen beiden Typen gibt es Mischformen wie die Deutsche Beteiligungs AG (DBAG). Deren Aktionäre partizipieren sowohl an den Ergebnisbeiträgen, die die DBAG als Berater erwirtschaftet, als auch an den Wertsteigerungen der Portfoliounternehmen in den DBAG-Fonds.

Nicht von Listed Private Equity überzeugt ist Philippe Roesch. Für den Gründer und Geschäftsführer von Riam Alternative Investments stellt Listed Private Equity keine Ergänzung oder gar ein Substitut für geschlossene Fonds dar, das deren Schwächen kaschiert. Anders als früher gebe es Möglichkeiten, schnellen Income und Liquidität zu schaffen, ohne sich der Volatilität von Aktien aussetzen zu müssen. „Corporate Debt Fonds generieren über Structuring Fees schon zu Beginn Cash. Secondary-Fonds sowie zunehmend weitere Private-Equity-Endinvestoren ermöglichen Limited Partners meist

## Alternative Manager haben interessante Fonds – und interessante Aktien

Anbieter	Assets under Management (AuM) in Milliarden Dollar						Private Equity Fonds
	Gesamt	PE	Real Assets / Real Estate	PD / Credit	„Solutions“	Dry Powder	IRR Gross Performance in Prozent
<b>Apollo</b>	455	81	46	329	–	47	39
<b>Ares</b>	197	27	15	146	9	56	21
<b>Blackstone</b>	619	198	187	154	79	148	16 <sup>2</sup>
<b>Carlyle</b>	246	132	–	56	58	76	25
<b>KKR</b>	252 <sup>1</sup>	118	37	–	19	67	32
<b>Partners Group</b>	109	52	33	25	–	–	–

1) davon 149 Private Markets 2) realisiert

in kurzer Zeit – in der Regel innerhalb von drei Monaten – die Veräußerung ihrer Fondsanteile.“ Abhängig von Marktlage und Portfolioqualität könne dies manchmal sogar mit einer Prämie erfolgen. Vor allem argumentiert Roesch aber mit den Nettorenditen und der Gewinnverteilung: „Die Fondsrenditen sind nach wie vor zweistellig, liegen also deutlich über den Dividendenrenditen und zudem sind die Bewertungen der Fonds viel stabiler. Hinzukommt, dass ein LP, anders als ein Aktionär, im Normalfall zunächst sein Geld zurückbekommt und dazu noch eine Mindestverzinsung. Erst dann ist der GP mit seiner Gewinnbeteiligung an der Reihe.“

Allerdings: Bain Company konstatiert im Global Private Equity Report 2020, dass der End-to-end pooled net IRR des S&P 500 (als public market equivalent) in den zehn Jahren bis Ende Juni 2019 mit 15,5 Prozent sogar noch leicht über dem Niveau von US-Buyout-Fonds lag, die auf 15,3 Prozent nach Kosten kamen. Die erwartete Illiquiditätsprämie war also – zumindest in diesem Zeitraum – nicht gegeben. „Parity with public markets is not what PE investors are paying for“, mahnt Bain. In dieser Dekade starteten Aktien aber auch von einem Tiefpunkt. Ein Mutmacher für die Branche: Buy-outs liegen über 30 Jahre mit 13,1 Prozent fünf Prozentpunkte vor dem Aktienmarkt. In die Zukunft geblickt, dürfte die weitere Outperformance von Private Equity bei weiter prosperierenden Aktienmärkten schwerer fallen. Schließlich ist es schwieriger, Werte zu schaffen, wenn man teuer einkaufen muss. Die Renditen sind aber bereits jetzt schon rückläufig. Laut Bain liegen die heutigen 10-Jahresrenditen sechs Prozentpunkte unter denen von 1999. Der Vertrieb wird unter rückläufigen Renditen jedoch erst einmal nicht leiden, insbesondere nicht bei Top-Quartile-Anbietern. Deren Outperformance führt Bain auf Sektor- und Segmentspezialisierungen zurück. Konsistente Outperformance könne aber auch – Aktionäre aufgepasst! – auf Skalierungsvorteilen basieren. Als Beispiele nennt Bain unter anderem Blackstone, KKR und EQT.

Insbesondere Dividendenjäger sollten aus vier Gründen bei gelisteten Mancos und deren stabilem Geschäftsmodell auf ihre Kosten kommen. Einmal basieren die Fee Generating AuM auf geschlossenen Fonds. Anders als bei den liquiden Branchengrößen wie DWS oder Amundi können diese also nicht über Nacht abfließen. Zudem sind die Assets breit gestreut. Bei beispielsweise Blackstone spielen mittlerweile Immobilien eine fast so große Rolle wie Private Equity, und auch Private Debt hat ein großes Gewicht (siehe Tabelle). Drittens legen Branchengrößen die größten Fonds auf. Die Liste der größten Private-Equity-Fonds, die von 2017 bis 2019 eingesammelt wurden, wird von dem Top-Trio der Gesamt-AuM angeführt: Blackstone, Apollo und Carlyle. Den PE-Rekord hält der Blackstone Capital Partners VIII mit 26 Milliarden Dollar. Viertens könnte es, darauf weist Detlef Mackewicz hin, mit steigenden Volumina zu einer sich verstärkenden Änderung der Motivation hin zur Generierung von Management Fees kommen. „Mit steigenden Gebührenerträgen verliert die Erfolgsbeteiligung an Attraktivität und die Fondsmanager haben ein großes Interesse daran, den regelmäßigen Gebührenstrom aufrecht zu erhalten.“ Das stärkt die Dividendenkraft. Bei beispielsweise Blackstone sprudelt der Gebührenstrom zu 82 Prozent aus der Management-Fee-Quelle. Bislang ist jedoch nicht zu erkennen, dass die Performance der Fonds leidet. Die IRR der PE-Vehikel dieser Häuser ist im Schnitt deutlich zweistellig. Grund hierfür sind für Roesch die Incentives der Schlüsselpersonen: „Deren wirtschaftlicher Anreiz ist ihr Carry im Fonds – und nicht ein Aktienbeteiligungsprogramm.“

Fallende Fees dürften für Mancos keine große Gefahr sein. Solange Performance und Nachfrage stimmen, haben GPs gegenüber LPs nach wie vor die bessere Verhandlungsbasis. Falls doch nicht, können sich die Manager immer noch über eine Absenkung der Hurdle Rate schadlos halten. Das Manco-Geschäftsmodell wird weiter intakt sein. Ertragen können muss man aber die Aktien-Volatilität.

	Fees		Aktien				
	Fee Generating AuM in Mrd. Dollar	Fee Related Earnings in Mio. Dollar	Performance in Prozent über 3 Jahre	Performance in Prozent über 5 Jahre	Performance in Prozent über 10 Jahre	Dividendenrendite erwartet 2021 in Prozent	Market Cap in Mrd. Dollar
	349	–	96	417	–	4,64	11
	126	424	172	462	–	3,7	7
	469	2.370	154	278	672	3,87	49
	170	520	90	310	–	2,81	13
	186	1.231	130	280	440	1,24	28
	–	–	85	292	777	2,39	33

Geschäftsjahr 2020; Quelle: eigene Recherche; Börsendaten finantztreff.de, finanzen.de und yahoo.com (Stand 12. Februar 2021); © portfolio institutionell