

Entwicklungen bei Wahlrechten, Discounts, Super Carry und Hurdle Rate

# Fund Economics – mehr als „Two and Twenty“

„Two and Twenty“ – so wird das Paket von Vergütungs- und Gewinnbeteiligungsregelungen für das Management bei Private Equity-Fonds oft bezeichnet. Fund Economics bestehen aus einer Verwaltungsgebühr (Management Fee) und einer kapitaldisproportionalen Gewinnbeteiligung (Carried Interest bzw. Carry). Traditionell beträgt erstere rund 2% des Zeichnungskapitals und der Carry 20% der Gewinne – also „Two and Twenty“. Dies ist auch heute noch als Faustregel richtig – zumindest auf den ersten Blick.

**A** Iso nichts Neues unter der Sonne? In den letzten Jahren sind neue Entwicklungen im internationalen Markt zu beobachten: zum einen ein großer Verhandlungsdruck der Investoren auf Fixkosten und zum anderen eine größere Bereitschaft von Investoren, leistungsabhängige Vergütungs- bzw. Gewinnkomponenten zu honorieren. Daraus ergeben sich individuelle Lösungen für Fondsmanager und Anleger.

### Kapitalbeteiligung des Fondsmanagements

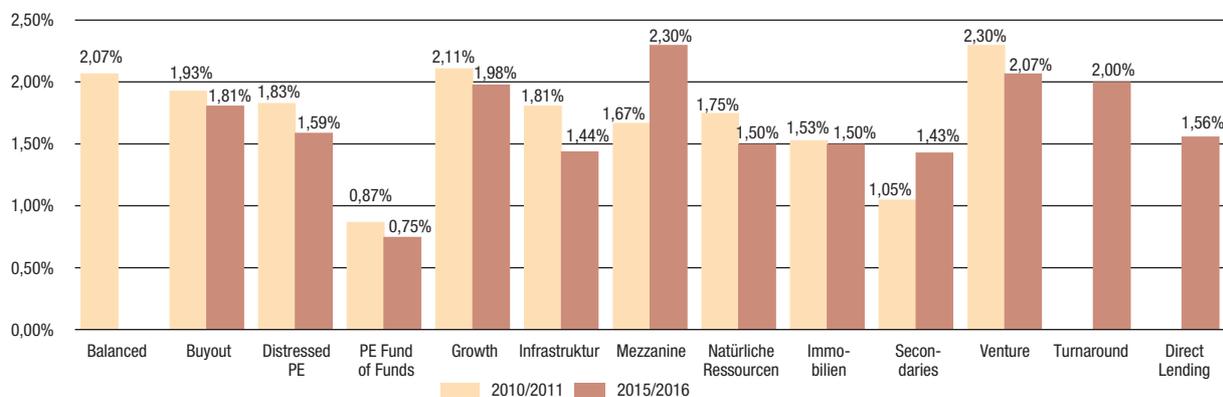
Das jahrelange Erfolgsmodell der Fund Economics von Private Equity-Fonds, das die Finanzkrise unbeschadet überstanden hat, beruht auf einem einfachen Grundsatz: dem Interessengleichlauf von Management und Investoren. Die Investoren lassen das Management über Vergütungs- und Gewinnbeteiligungsregeln substanziell am Erfolg des Fonds teilhaben. Dafür leistet das Managementteam eine erhebliche eigene Kapitalbeteiligung am Fonds („skin in the game“). Diese beträgt traditionell 1% des Fondsvolumens. Investoren drängen darauf, dies zu erhöhen, sodass auch Anteile von 2% und mehr öfter zu sehen sind – jedenfalls im Falle von etablierten großen Managementteams.

### Management Fee – die Baustellen heißen Discounts und Anrechnung

Die Management Fee bleibt seit vielen Jahren bei ca. 2% (also „Two“) konstant. Man sieht eine Bandbreite (rund 1,75% bis

2,25%), die abhängig ist von Fondsgröße und Strategie. Direct Lending-Fonds haben niedrigere Management Fees als Buy-out- oder Venture Capital-Fonds. Bei großen Fonds mit mehr als 2 Mrd. EUR sind 1,5% üblich. Die Bezugsgröße für die Management Fee während der Investitionsperiode des Fonds (den ersten vier bis sechs Jahren) ist das Zeichnungskapital der Investoren und danach das in Beteiligungen gebundene Kapital (Invested Capital). Zunehmend sieht man auch Mischwerte (z.B. Invested Capital plus nicht abgerufenes Kapital). Verhandelt wird auch über Beginn, Reduzierung und Ende der Management Fee. Anleger fordern Transparenz durch detaillierte Offenlegung von Budgets und Kosten. Aus ihrer Sicht soll die Management Fee nur die tatsächlichen Kosten des Managements abdecken und keine verdeckte Einnahmequelle sein. Daher geht der Trend bei der Management Fee zu individuellen Lösungen, abhängig von Strategie, Marktsegment und Teamgröße. In der Offenlegung von Budgets liegt aus Managementsicht auch eine Chance, denn bei personalintensiven Anlagestrategien (z.B. Turnaround-Fonds) lassen sich im Einzelfall sogar höhere Fees durchsetzen. Intensive Verhandlungen drehen sich um die Reduzierung der Management Fee für ausgewählte Investoren. Die besten Chancen auf einen solchen Discount haben Investoren mit hoher Kapitalbeteiligung am Fonds (Size Based Discount). Die Schwellenwerte variieren je nach Fondsgröße. Meist müssen mindestens 30 Mio. EUR bis 40 Mio. EUR investiert werden, bei großen Fonds

Management Fee (2010/11 vs. 2015/16): Investorendruck spürbar



Quelle: The 2016 Preqin Private Equity Fund Terms Advisor

auch sehr viel mehr. Teilweise wird dies kombiniert mit Loyalty Discounts, bei denen die Beteiligung eines Anlegers an mehreren Fonds des gleichen Managers einbezogen wird. Diese Discounts werden beim Fundraising gezielt eingesetzt, um Anleger zu einer hohen Beteiligung zu bewegen und das Fundraising schneller abzuschließen. Ähnliches beabsichtigen Early Bird Discounts, die nur für Anleger bestimmt sind, die sich am ersten Fonds-Closing beteiligen. Zuletzt hat sich das Marktumfeld wieder zugunsten der Manager verändert. 2016 haben europäische Fonds den höchsten Betrag seit der Finanzkrise eingesammelt. Erfolgreichen Managern fällt es relativ leicht, Anleger für einen neuen Fonds zu gewinnen. Sie benötigen keine Discounts, um Investoren „anzulocken“, da ihre Fonds überzeichnet sind.

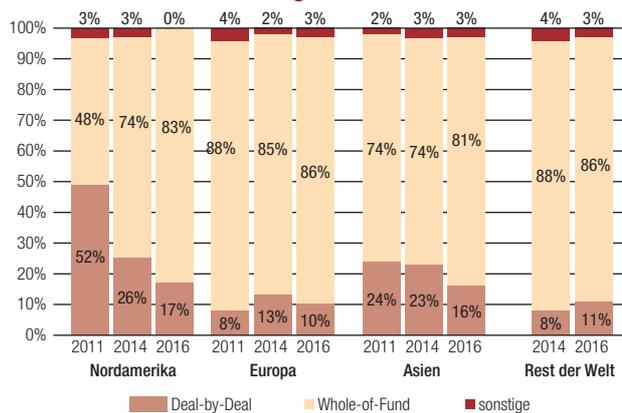
### Mehr Transparenz gefordert

Allerdings spüren auch erfolgreiche Fonds die Forderungen nach Transparenz zu sonstigen Fees und Kosten. Der Druck kommt aus zwei Richtungen: von Investoren und Aufsichtsbehörden. Insbesondere die US-Aufsichtsbehörde SEC verlangt die Offenlegung von Kosten und sonstigen Fees. Letzteres zwingt die Manager zu detaillierterer Dokumentation in den Fondsunterlagen (Fondsvertrag, Prospekt). Damit geht auch die Frage einher, welche Kosten von wem zu tragen sind bzw. welche Fees von wem vereinnahmt werden dürfen. Bei sonstigen Fees (Transaktions-, Beratungs- und anderen Vergütungen, die der Manager von Portfoliogesellschaften und Dritten erhält), hat sich die Vollenrechnung auf die Management Fee zum Marktstandard entwickelt. Nur vereinzelt sieht man noch Teilanrechnungen (z.B. nur 80%ige Anrechnung oder Ausnahme bestimmter ausdrücklich aufgeführter Fees).

### Carried Interest – weltweiter Siegeszug von Whole of Fund

Bei der Ausgestaltung der Gewinnbeteiligungsabrede zwischen Investoren und Management (Waterfall) gibt es zwei Modelle. Die traditionelle US-Methode (Deal by Deal), bei der für die Carry-Berechnung zunächst auf jedes einzelne Investment des Fonds (inklusive eingesetztes Kapital und Rückflüsse) separat

### Whole of Fund setzt sich weitgehend durch



Quelle: The 2016 Preqin Private Equity Fund Terms Advisor (Gegenüberstellungen aus Voraufgaben von 2011, 2014)

abgestellt wird. Carry kann bereits früher, nämlich nach einem einzelnen erfolgreichen Investment fließen, aber auch hier gibt es eine (ausgleichende) Endabrechnung am Fondsende. Dem steht die Whole of Fund-Methode gegenüber, die europäische Wurzeln hat und auf sämtliche Investments abstellt. Dies hat aus Investorensicht den Vorteil, dass es seltener zu Carry-Überzahlungen kommt, die bei Fondsende ausgeglichen werden müssen. Aus Managementsicht dauert es länger, bis das Team „im Carry“ ist. Whole of Fund Carry hat zuletzt einen Siegeszug angetreten und sich auf Investorendruck hin international durchgesetzt. Der Anteil liegt in den USA, Europa, Asien und dem Rest der Welt bei rund 80% bis 85%. Nur wenige erfolgreiche Fonds haben noch Deal by Deal Carry. Dies war in den USA vor Jahren unvorstellbar. 2011 betrug der Anteil des Deal by Deal Carry noch 49% – eine „disruptive“ Entwicklung im Bereich der Fund Terms. Da Carry-Überzahlungen im Whole of Fund-System seltener sind, stehen Fragen der Besicherung des General Partner Clawback seltener im Fokus von Verhandlungen. Bei den Sicherungsmitteln sind Personal Guarantees der Carry-Bezieher üblicher als Sperrkonten.

ANZEIGE



# SMARTER! GRÜNER! ZUKUNFT!

Jetzt entdecken – die TOP 3 der Kategorie Start-up!

Die Gewinner der GreenTec Awards werden am 12. Mai 2017 in Berlin ausgezeichnet. Unter ihnen auch junge Unternehmen und Initiativen, die einen Beitrag zum Umwelt- und Ressourcenschutz leisten.

Ziel der Awards ist es, gemeinsam grüne Projekte zu fördern und dabei im positiven Sinne zum Nachahmen und Mitmachen anzuregen. [www.greentec-awards.com](http://www.greentec-awards.com)

Offizielle Sponsoren:



Medienpartner:



Partnerland:



### Super Carry und ökonomische Wahlrechte

Die Carry-Höhe liegt meist bei 20% („Twenty“). Allerdings ist einigen besonders erfolgreichen Managern bewusst, dass Investoren – bei allem Druck auf Fixkosten – bereit sind, besonders erfolgreiche Leistungen zu belohnen. Einzelne Fonds sehen daher einen Super Carry (25%–30%) bei Erreichen bestimmter Multiple-Grenzen (z.B. 2,5x Net Money Multiple), teilweise kombiniert mit IRR-Schwellen, vor. In den letzten zwei bis drei Jahren gab es internationale Fonds, die Anlegern Wahlrechte bei den ökonomischen Parametern angeboten haben. Bei diesen (bislang wenigen) Einzelfällen wird Anlegern die Wahl zwischen alternativen Modellen für Management Fee und Carry gegeben. Klare Alternativmodelle haben sich noch nicht durchgesetzt. Oft ist eine niedrigere Management Fee mit einem höheren Carry und eventuell dem Wegfall der Hurdle verbunden. Ein Mega-US-Buyout-Fonds hat z.B. drei Optionen angeboten: (a) 1,5% Fee + 20% Carry + 7% Hurdle; (b) 1% Fee + 30% Carry + 7% Hurdle oder (c) 0,5% Fee + 30% Carry + keine Hurdle. Ein anderer großer europäischer Fonds hat Investoren die Wahl zwischen Whole of Fund- und Deal by Deal Carry gegeben. Anders als der Super Carry, den man auch bei deutschen Fonds sieht, finden sich diese Wahlmöglichkeiten bislang nur bei internationalen Fonds. Neben Herausforderungen für Buchführung und Reporting werfen Wahlrechte auch steuerliche Fragen auf, die wohlüberlegt sein sollten. Zudem sind Modelle, bei denen eine niedrigere Management Fee für höheren Carry „eingetauscht“ wird, nur für etablierte Manager geeignet, die ihre Fixkosten nicht zwingend durch die Management Fee abdecken müssen. Bei der Ausübung von Wahlrechten durch Anleger hat sich auch kein einheitliches Bild gezeigt. Viele Anleger bevorzugen das bewährte „Two Twenty“-Modell, da Abweichungen vom Marktstandard Rechtfertigungsdruck bei internen Entscheidungsgremien auslösen.

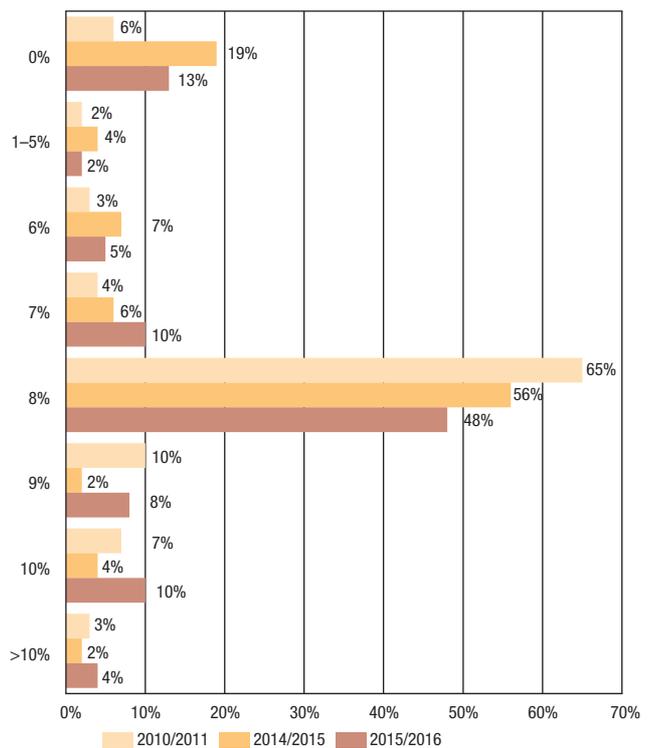
#### Beispiele für Wahlrechte (kein einheitliches Bild!)

- **Special Situations-Fonds:** zwei Optionen  
1% Fee + 30% Carry vs. 1,75% Fee + 25% Carry
- **Mega-US-Buyout-Fonds:** drei Optionen  
1,5% Fee + 20% Carry + 7% Hurdle  
1% Fee + 30% Carry + 7% Hurdle  
0,5% Fee + 30% Carry + 7% Hurdle
- **Secondary-Dachfonds:** zwei Optionen  
1,5% Fee + 10% Carry vs. 0,85% Fee + 20% Carry
- **EU Big Buyout-Fonds:** zwei Optionen  
Whole of Fund Waterfall vs.  
Deal by Deal Waterfall + 7,5 bps weniger Fee

### Hurdle Rate – Bewegung im Niedrigzinsumfeld?

Die Vorzugsrendite (Preferred Return, Hurdle) beträgt bei der Mehrheit der Fonds traditionell 8%. Diese Mindestrendite auf das eingesetzte Kapital der Investoren muss erreicht sein, bevor die Manager Carry erhalten. Allerdings stammt dies aus Zeiten mit höheren Zinsen. Angesichts des heutigen Niedrigzinsumfelds versuchen einige Manager, geringere Raten durchzusetzen. Teilweise gelingt dies: 2010/11 lagen noch 65% aller Fonds bei 8%, 2014/15 waren es nur noch 56% und 2015/16 sank dieser Wert auf 48%. Zugleich hat sich die Zahl der Fonds mit einer Hurdle Rate von 6% bzw. 7% seit 2010/11 leicht erhöht.

### Prozentuale Verteilung der Höhe der Hurdle Rate



Quelle: The 2016 Preqin Private Equity Fund Terms Advisor (Gegenüberstellung aus Voraufgabe von 2011, 2015)

### Fazit

Fund Economics sind ein komplexes System mit verschiedenen Stellschrauben. Die etablierten Standards haben sich im Kern bewährt. Zugleich haben Fondsmanager (Wahlrechte, Super Carry, Hurdle) und Investoren (Discounts und Fee-Anrechnung) das Spielfeld in Teilbereichen jeweils zu ihren Gunsten verschoben. Der Trend geht zu individuellen Lösungen, weg von Fixkosten hin zu leistungsspezifischen Parametern. Manager und Investoren können mit erfahrenen Beratern an ihrer Seite dieses Wissen gezielt bei Strukturüberlegungen und in Verhandlungen zu einem erfolgreichen Fundraising einsetzen.

**Uwe Bärenz** (li.)

ist Partner und

**Tarek Mardini**, LL.M.

ist Counsel bei P+P Pöhlath + Partners in Berlin. Sie haben jahrzehntelange Erfahrung in der Beratung zu allen relevanten rechtlichen, regulatorischen und steuerlichen Aspekten von

Private Equity- und alternativen Investmentfonds sowie Asset Management und beraten sowohl Fondsmanager bei der Fondsstrukturierung als auch Investoren bei Fondsbeteiligungen.

