



J-Kurven und Lernkurven

Peter Hielscher und Detlef Mackewicz im Gespräch mit Patrick Eisele

Private Equity bietet Investoren die dringend benötigten Überrenditen. Diese lassen sich jedoch nicht per Knopfdruck erzielen, sondern müssen erarbeitet werden. „Prozesse“, „Analysen“ oder „Risikomanagement“ sind Stichworte für die Weiterentwicklung dieser Asset-Klasse in den vergangenen Jahren. Dabei geht auch der ein oder andere Private-Equity-Mythos über Bord.

Herr Hielscher, Herr Mackewicz, was sind die drei größten Private-Equity-Irrtümer?

Peter Hielscher: An erster Stelle fällt mir die „Ich-bin-Top-Quartile-Aussage“ ein. Bei mir hat sich noch nie jemand vorgestellt, der sich nicht zum Top Quartile zählte. Als Zweites könnte man die Angabe der Haltedauer benennen, konkret, dass diese zwischen drei und fünf Jahren liege. Fonds, vor allem Dachfonds, die wir bei Gerling vor 2000 gezeichnet haben, sind zum Teil immer noch nicht zurückgezahlt.

Detlef Mackewicz: Und drittens ist es nur in den seltensten Fällen zutreffend, wenn jemand sagt, dass nur er Zugang zu einem bestimmten Fonds bieten kann.

Wie hat sich Private Equity seit Ihren Zeiten bei der West-LB verändert?

Hielscher: Anfang der 90er kam ich erstmals in Berührung mit dem neuen Private-Equity-Ansatz, bei dem die Analysetechniken viel ausgereifter und sorgfältiger waren, als wir das damals vom Beteiligungsgeschäft her in Deutschland kannten. Wir haben damals für das Direktgeschäft sehr viel von den Angelsachsen gelernt.

Als ich dann 2000 zu Gerling kam und mich erstmalig mit indirekter Investmenttätigkeit beschäftigen konnte, hatte die Versicherung schon einige Fondsinvestments, davon relativ viel Venture Capital, gezeichnet. Damals bestand die Due Diligence primär

aus dem persönlichen Eindruck: Die Idee musste überzeugen und die Leute einen kompetenten Eindruck machen. Damals gab es auch zum Teil strategisch bedingte Direktinvestments.

Diese ersten Fonds- und Direktinvestments in das Venture-Segment waren nicht besonders erfolgreich. Die Buyouts haben glücklicherweise die Venture-Investments ausgeglichen und das Gesamtportfolio auf ein vertretbares Renditeniveau gebracht. Mit meinem Eintreffen haben wir begonnen, Due-Diligence-Prozesse, ein Team, Analysetools, Datenbanken et cetera aufzubauen.

Seit damals hat sich die Branche erheblich professionalisiert: Ausgefeilte Due-Diligence-Prozesse, Informationsbedürfnisse, Umfang und die Gleichartigkeit von Quartals-Reports, Controlling, Risikomanagement, Daten-Provider oder die Ausbildung und Qualität der Mitarbeiter sind wesentliche Stichpunkte.

Zwei Experten für über zwei Milliarden. Private Equity bedeutet für viele deutsche institutionelle Investoren noch Neuland. Hierzulande sind aber auch Institutionen und Personen anzutreffen, die sich seit über 20 Jahren erfolgreich mit dieser Anlageklasse beschäftigen. portfolio institutionell hat mit Peter Hielscher, Abteilungsleiter Alternative Investments bei Talanx Asset Management, und Berater Detlef Mackewicz ein ausführliches Gespräch über deren Erfahrungen und Eindrücke geführt.



Detlef Mackewicz

Der Investment Advisor Mackewicz & Partner ebnet institutionellen Investoren und Family Offices Wege aus dem Anlagenotstand hin zu alternativen Assets.

Dieser professionelle Ansatz gilt auch für die Talanx: Die konkrete Private-Equity-Quote wird im Rahmen der strategischen und taktischen Asset-Allokation festgelegt; die konkrete Fondsauswahl folgt einem ausgefeilten Due-Diligence-Prozess, zu dem ein Scoring Tool mit Fragenkatalog von über 100 Einzelfragen gehört. Heute beläuft sich das Volumen des Private-Equity-Portfolios auf 2,3 Milliarden Euro Commitments beziehungsweise auf rund 150 Fonds. In diesen sind circa 3.000 Unternehmen gebündelt.

Wie performte das Portfolio seit dem Start?

Hielscher: Wir sind zufrieden. In den etwa 20 Jahren konnten wir nach Kosten eine Rendite im unteren zweistelligen Bereich erzielen. Damit gehört Private Equity zu den besten Asset-Klassen der Talanx. Zudem ist die Volatilität bei einem ausgereiften Portfolio begrenzt. Die Default-Rate der Unternehmensbeteiligungen liegt unter zwei Prozent.

Und wie lief es in der Finanzkrise?

Hielscher: Eigentlich vergleichsweise gut. Natürlich gab es deutliche Wertkorrekturen.

Aber diese kamen Private-Equity-typisch zeitlich gestreckt und nicht so tief wie zum Beispiel bei Public Equity.

Zudem war es uns gelungen, sehr früh diese Wertkorrekturen, die zum Teil gegen stille Reserven, zum Teil als echte Abschreibungen liefen, näherungsweise zu prognostizieren, so dass der Überraschungseffekt ausblieb. Außerdem hatten wir eine Erholungsannahme der Werte, basierend aus den Erkenntnissen aus 2001, mitgeliefert, die dann ebenfalls tendenziell zutraf. Die Folge war, dass lediglich eine Konzerneinheit die Investitionsentscheidung für Private Equity korrigierte, während der größere Teil weiter investierte, was angesichts der Erholung nach der Krise dann sehr erfolgreich war.

Mackewicz: Damals machten viele Investoren auch die Erfahrung, dass Private Equity durch überraschende Rückflüsse und das Reporting auf Quartalsbasis das Gesamtvermögen stabilisiert hat. Durch das verzögerte Reporting sind die Ausschläge lange nicht so dramatisch wie auf dem Aktienmarkt.

Hielscher: Korrekt. Wenn eine Krise anfängt, verlieren die gelisteten Vergleichsunternehmen quasi sofort an Börsenwert. Das Unternehmen selbst verspürt aber erst nur einen Rückgang bei den Auftragseingängen. Erst nach und nach setzen sich die Wirkungen über Umsatzrückgang, GuV-Folgen beim Unternehmen zum Fondsmanager, dessen Bewertung im Quartalsbericht und damit letztendlich zum Investor fort.

Entsprechend verhaltener ist dann auch die Erholungsphase. Oft sind Aktienkurse bereits wieder deutlich gestiegen, während das Private-Equity-Portfolio noch keine Erholung erkennen lässt. Zur Glättung trug in der vergangenen Krise im Unterschied zu der vor zwölf Jahren auch bei, dass die Fondsmanager auf viel Geld aus dem erfolgreichen Fundraising der Jahre 2005 bis 2007 saßen und deshalb – anders als in der Dotcom-Krise – nicht gezwungen waren, zu verkaufen.

Wie kommt die Talanx zur Private-Equity-Quote und deren Aufteilung in die verschiedenen Segmente?

Hielscher: Wie vorher bereits dargelegt, erfolgt die erste Stufe durch das Risk Management im Rahmen der strategischen Asset-

Allokation. Die Kollegen errechnen auf Basis eines quantitativen Rendite-Risiko-Modells eine Musterallokation.

Wegen des aktuell niedrigen Zinsniveaus und der immer noch hohen Renditen von Private Equity ermittelt das Modell derzeit vergleichsweise hohe Private-Equity-Quoten, die als Obergrenzen gelten. In der Umsetzung werden dann in den Allokationsgremien Budgets vereinbart, die aus Vorsichtsgründen in der Regel unter den Modellwerten liegen. Aktuell investieren wir aber mehr als je zuvor.

Ist das Niedrigzinsumfeld für den Aufbau eines Private-Equity-Portfolios nicht eher prohibitiv? Die J-Curve-Durststrecke zu durchwandern, ist besonders anstrengend, wenn es auch in anderen Asset-Klassen kaum noch was zu verdienen gibt.

Hielscher: Wir haben hier meines Erachtens eine Zweiklassengesellschaft. Langjährig etablierte Investoren mit einem bereits bestehenden reifen Portfolio tun sich leichter, einen weiteren Portfolioaufbau zu finanzieren. Newcomer, die sich lediglich aus der aktuell schwierigen Gesamtsituation heraus für die Asset-Klasse interessieren, haben neben einer langen J-Curve außerdem die Kosten für den Aufbau der nötigen Strukturen zu tragen oder müssen die Kosten für Dachfonds in Kauf nehmen.

Wie kommen die einzelnen Talanx-Einheiten zu welcher Private-Equity-Strategie?

Hielscher: Zweimal jährlich haben wir mit den einzelnen Talanx-Versicherungsgesellschaften Strategie-Meetings, in denen wir auch die individuell passende Segmentstrategie besprechen. Dabei achten wir zum Beispiel auf eine Glättung der J-Curve, indem wir in einem größeren Umfang Secondaries und/oder Mezzanine beimischen. Im Übrigen relativiert sich die J-Curve ein wenig durch das Wertberichtigungsverfahren: Erst bei erwartet nachhaltiger deutlicher Wertminderung – was in der Regel frühestens nach zwei Jahren und 20 Prozent der Fall ist – wird bei neuen Fonds korrigiert.

Bei reiferen Portfolios investieren wir auch in Distressed Private Equity, Buyout Asien oder – in sehr geringem Umfang – in

Venture Capital. Aus den eingangs erwähnten gemachten Erfahrungen versuchen wir, bei Venture besonders vorsichtig und anspruchsvoll in der Auswahl zu sein. Wir sind eben eine Versicherung, da gilt: Safety first!

Schätzen Sie Secondaries auch wegen der höheren Transparenz?

Hielscher: Secondaries sind als Beimischung sinnvoll, erhöhen aber wegen der zusätzlichen Stufe – unter Secondaries hängen erst mal Zielfonds, erst dahinter Unternehmen – die Intransparenz. Mit Secondaries entstehen im Portfolio also quasi Fund-of-Funds-Strukturen. Da die Investoren-Datenbanken meist nur eine weitere Ebene abbilden, fehlen hier die Informationen zu den Targets, also den Unternehmen, die bei normalen Zielfonds erfasst werden.

Mackewicz: Durch die früheren Rückflüsse von Secondaries sowie marktübliche Abschläge auf den aktuellen NAV (Nettovermögenswert) ergibt sich eine deutliche Abschwächung des J-Curve-Effektes sowie eine erhebliche Verbesserung des Diversifikationsgrades eines Gesamtportfolios.

Hinzu kommt, dass der Secondary-Käufer zum Einstiegszeitpunkt das vorhandene Portfolio mit einer dokumentierten Historie sehr gut beurteilen kann, während ein Primärfonds, der neu aufgelegt wurde, ja erst noch sein Portfolio aufbauen muss. Damit weisen Sekundärinvestitionen auch ein besseres Risikoprofil als Primärtransaktionen auf.

Wird Venture Capital wieder relevant?

Hielscher: Im Zeitverlauf haben wir aufgrund der gemachten Erfahrungen bislang eher immer weniger in Venture investiert. Wir bedauern das. Die volkswirtschaftliche Bedeutung, die junge Unternehmen für Innovation und Arbeitsplätze haben können, ist uns durchaus bewusst. Andererseits gilt für uns der Grundsatz der Vorsicht und des Kapitalerhalts, was den Spielraum für mehr Volatilität einschränkt.

Wie wird das Portfolio administriert?

Hielscher: In meiner Abteilung betreuen wir im Moment allein für den Konzern 23 Vehikel, wobei hier allerdings auch Immobilienfonds dabei sind. Um einer Vehikelinflation

vorzubeugen, haben wir vor ein paar Jahren von geschlossenen Fonds mit fester Laufzeit auf Evergreens umgestellt. In die Evergreen-Vehikel reinvestieren wir die für die Passiva nicht benötigten Rückflüsse und die neuen Budgets. Evergreens sind für uns nötig, da bei Fonds-Einzahlungsphasen von zwei Jahren bei vier Versicherungsgesellschaften und Anlagen in Euro und Dollar für Private Equity und Real Estate alle 24 Monate 16 neue Fonds aufgelegt werden müssten.

Trotz der Umstellung haben wir die Manpower für die Administration verdoppeln

In den etwa 20 Jahren konnten wir nach Kosten eine Rendite im unteren zweistelligen Bereich erwirtschaften. Damit gehört Private Equity zu den besten Asset-Klassen der Talanx. Zudem ist die Volatilität bei einem ausgereiften Portfolio begrenzt.

Peter Hielscher

müssen, da der Aufwand für Risikomanagement und für von regulatorischer Seite geforderte Daten stark gestiegen ist. Die Personalausstattung der Marktseite ist dagegen seit langem unverändert. Unsere Abteilung hat im Moment zwölf Mitarbeiter, mit steigender Tendenz. Schließlich sind wir dabei, unsere Strukturen und Prozesse auch für Drittkunden anzubieten. Zu diesem Kreis zählt beispielsweise auch die RAG-Stiftung.

Was empfehlen Sie Investoren, die neu in Private Equity investieren möchten?

Hielscher: Ich empfehle Analysen im Vorfeld und dann eine Grundsatzentscheidung. Das Investment sollte ein spürbarer Betrag sein, der vorsichtig und sorgfältig über einen bestimmten Zeitraum geplant und investiert wird. Wenn man keine eigene Bearbeitungskapazität aufbauen möchte, bleibt die Güter-

abwägung zwischen Dachfonds oder Managed Accounts. Letztere sind individueller gestaltbar, lohnen sich aber erst ab einer bestimmten Summe. Dachfonds ermöglichen auch kleinere Investments und bieten schon zu Beginn eine große Streuung. Beide Möglichkeiten lassen sich kombinieren, indem man mit einem zusätzlichen, begrenzten Betrag auch den Dachfonds des Managed-Account-Partners zeichnet. Dies kann interessante, geldwerte Erkenntnisse bieten. Wichtig ist auch, sich ein Informationsnetzwerk aufzubauen, um immer ein Ohr am Markt zu haben. Auch mit GPs, mit denen keine Geschäftsverbindung besteht, kann man Informationen austauschen. Die Branche ist weniger zugeknöpft, als man oft annimmt.

Mackewicz: Aus meiner Erfahrung sind diejenigen Investoren mit ihren PE-Programmen zufrieden, die jedes Jahr Commitments abgegeben und dabei auf eine regionale Streuung sowie eine Mischung der unterschiedlichen Stile geachtet haben. In schlechten Zeiten kann gut eingekauft und in guten Zeiten gut verkauft werden. Nur wenn ich kontinuierlich investiere, kann ich von den Zyklen profitieren. Jetzt kommt allerdings noch hinzu, dass es wohl kaum eine andere Anlageklasse gibt, in der die Kluft zwischen den Besten und dem Rest so groß ist wie bei Private Equity. Deshalb kommt es natürlich auch auf die Fähigkeiten bei der Fondsauswahl an.

Die Talanx hat ein ausgefeiltes Risikomanagement. Aber Private Equity ist illiquide. Was kann man tun, wenn die Ampel auf Rot steht?

Hielscher: Die Handlungsmöglichkeiten sind begrenzt. Gleichwohl zwingt uns unser Ampelsystem, aktiv zu werden. Die Aktion kann dabei sein, Hintergründe mit dem Fondsmanager zu klären oder einen Secondary-Verkauf gegebenenfalls mit großem Abschlag einzuleiten. Günstiger ist aber oft, durchzuhalten und wenigstens noch einen Restwert zu vereinnahmen. Der Fall der forcierten Einflussnahme auf den Manager ist eher selten. Es gab nach meiner Erinnerung drei Fälle, in denen wir einen Change of Control erlebt haben. Das heißt, dass wir zusammen mit anderen Limited Partnern mit – in der Regel – einer Dreiviertelmehrheit den General Partner abgelöst haben.

Kann man als einer der größten deutschen Investoren Einfluss auf die Gebührengestaltung nehmen?

Hielscher: Nein. Meines Wissens kann allenfalls eine Calpers bei einem Milliarden-Commitment in einem Mega-Buyout-Fonds Sonderkonditionen aushandeln. Wir zeichnen Tickets zwischen zehn und 30 Millionen und kommen dann auf einen Fondsanteil von einigen wenigen Prozent. Daraus ergibt sich keine Verhandlungsmacht.

Insgesamt sind die Fee-Strukturen recht einheitlich und unverändert. Es gibt eine vom Fondsvolumen abhängige Management Fee, die Performance Fee und eventuell noch Transaction Fees. In der Regel bezieht sich die Management Fee in der Investitionsphase auf das committed Capital und danach auf das investierte Kapital, oder es gibt danach prozentuale Abschläge pro Jahr.

Wenn die Fees kaum beeinflussbar sind: Wie lässt sich die Effizienz steigern? Ein großer Teil der Commitments wird nur langsam oder nie abgerufen.

Hielscher: Manche Investoren nutzen die Co-Investment-Technik, um Gebühren zu sparen. Für Co-Investments fehlt uns die Expertise für die Analyse der Assets. Dieses Know-how bauen wir allerdings im Bereich Infrastruktur auf, wo wir auch Direktinvestments tätigen.

David Swensen von Yale sagt: „By successfully identifying managers implementing operationally oriented strategies, Yale creates the possibility of earning risk-adjusted excess returns.“ Sie auch?

Hielscher: Das sehen wir genauso. Die besonders erfolgreichen Manager verfügen über sehr gute Managementkapazitäten. Bain oder TPG zum Beispiel haben Inhouse-Beratungstrupps, die mit den Portfoliomanagern eng zusammenarbeiten.

Ein gutes Beispiel ist ausgerechnet der Ursprung der Heuschreckendebatte, nämlich der Fall Grohe: Dort wurden die verschiedensten Unternehmensprozesse völlig neu aufgestellt und zu einem erfolgreichen Ergebnis vereint. Das ist erkennbar hohe Managementkunst und viel mehr als Cost Cutting und Leverage-Optimierung.

Ist für Versicherer das beste Private Equity nicht eigentlich Infrastruktur?

Mackewicz: Aus unserer Erfahrung stehen Infrastrukturfonds, die nicht an einer Börse gehandelt werden und einen indirekten Zugang zu den Assets bedeuten, bei den institutionellen Investoren im Fokus. Die Anzahl dieser Fonds ist aber noch recht überschaubar: In der Zeit von 2008 bis 2013 befanden sich weltweit jährlich zwischen 30 und 60 Infrastrukturfonds im Fundraising und konnten insgesamt zwischen elf und 41 Milliarden US-Dollar pro Jahr einwerben. Über den Zeitraum von 2008 bis 2013 haben institutionelle Investoren der Gesamtzahl von 278 Infrastrukturfonds insgesamt 175 Milliarden US-Dollar anvertraut.

Zum Vergleich: Im selben Zeitraum haben 5.449 Private-Equity-Fonds über 1,36 Billionen US-Dollar eingeworben. Somit haben im Vergleich zur Infrastruktur 20-mal mehr Private-Equity-Fonds achtmal so viel Kapital aufnehmen können.

Hielscher: Infrastruktur ist langfristiger, weniger volatil, reguliert und darum niedriger verzinst. Infrastruktur ist damit eine Asset-Klasse, die problemlos neben Private Equity stehen kann. Wir bauen diese Asset-Klasse aus und haben eine Abteilung mit derzeit fünf Mitarbeitern gegründet. Hier werden wir Infrastrukturdirekt- ebenso wie Kreditinvestitionen machen.

Mit welchen Renditen rechnen Sie künftig?

Hielscher: Ich bin wenig pessimistisch. Wir glauben, dass sich für eine absehbare Zeit die vergleichsweise hohe Rendite der Asset-Klasse weiter halten wird: Bei niedrigen Zinsen sprach bislang die Mathematik wegen des Leverage für Private Equity. Zudem ist die Verhandlungsposition von GPs gegenüber Banken in solchen Phasen regelmäßig besonders gut.

Meines Erachtens wird Private Equity erst dann deutliche Renditeeffekte spüren, wenn die Zinsen stark steigen. Erstens kann das aber dauern und zweitens hat diese Asset-Klasse bislang stets bewiesen, dass gute Renditen auch in Phasen hoher Zinsen erzielbar sind.

Ergänzend darf hier der kommende negative Renditeeffekt aus Solvency II nicht

verschwiegen werden. Natürlich führt das angesichts der – wie wir alle wissen unglücklichen LPX-50-Vorgabe – 49-Prozent-Unterlegung (neuerdings wohl 39 Prozent, wenn kein Leverage; siehe Seite 8) zu Einbußen. Hier setzen wir auf das interne Modell, an dem unser Haus derzeit final arbeitet: Es soll uns die Möglichkeit geben, die Vorteile und Risiken der von uns eingesetzten Asset-Klassen optimal zu quantifizieren, so dass einerseits wirkungsvolles Risikomanagement gewährleistet ist, das dem Sicherheitsbedürfnis unserer Kunden Rechnung trägt, wir uns andererseits aber nicht durch grobe (Über-)Schätzungen von Risikoparametern selbst Anlagemöglichkeiten verbauen.

Auch hier sehe ich in naher Zukunft eine Zweiklassengesellschaft: einerseits Investoren mit passgenauen, individualisierten, internen Modellen, andererseits Mitbewerber, die die hohen Faktoren der Standardmodelle ansetzen müssen.

Wir erwarten, dass die historisch gute Rendite, die angesichts der Portfolioreife und -breite begrenzte Volatilität in Verbindung mit der geringen Default Rate zu fairen Risikokapitalunterlegungen führen, so dass der Renditenachteil überschaubar bleibt. Jedenfalls so überschaubar, dass er von dem Beimischungsvorteil, den die wenig korrelierte Asset-Klasse für das Gesamtgefüge der Asset-Allokation bringt, ausgeglichen wird.

Mackewicz: Die durchschnittlichen Renditeerwartungen der Investoren von netto acht bis zwölf Prozent werden von den Single-Fonds erreicht oder sogar deutlich übertroffen. Die Private-Equity-Fonds haben von 2005 bis 2008 aber sehr erfolgreich Kapital bei ihren Investoren eingeworben. Die Investitionen sind aber anschließend deutlich zurückgegangen. Damit konnten die Private-Equity-Fonds Kapitalpolster bilden, die einen stabilisierenden Effekt auf die Branche haben.

Insbesondere im Large-Buyout-Segment sehen wir hohe Kapitalreserven, die für eine komplette Investitionsperiode ausreichen. Im Mid-Market-Segment bestehen Reserven für etwa zwei Jahre, und im Small-Buyout-Sektor besteht praktisch kein Vorrat an Kapital. Im Large-Buyout-Segment sind wir daher vorsichtig.