

Private Equity: Die Mühen machen sich bezahlt

Die Renditestärke von Private Equity kann im aktuellen Umfeld eine Lösung für Anlageprobleme sein, ist aber mit Komplexität verbunden

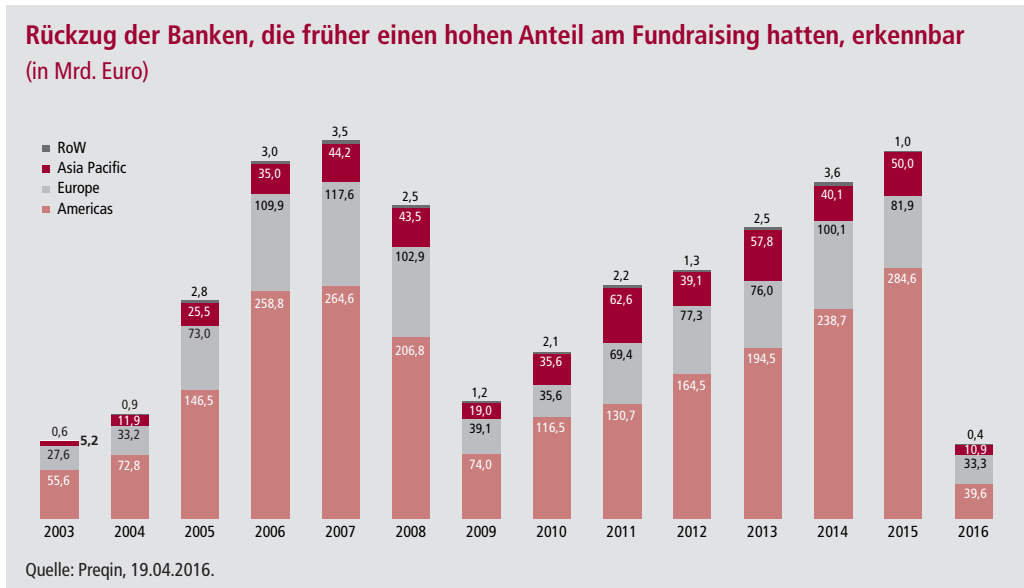
Von Detlef Mackewicz

In Statistiken glänzt Private Equity mit Überrenditen. Doch vor den Erfolg haben die Götter gerade in dieser Assetklasse den Schweiß gesetzt. Nach wie vor versprühen regulatorische, investment- und steuerrechtliche Hürden sowie allgemein die Komplexität und Intransparenz, die mit dieser Assetklasse verbunden wird, wenig Charme. Die Vorarbeiten zur Umsetzung eines Private-Equity-Programms gleichen einer Sisyphusarbeit. Doch während der antike Held immer wieder von neuem seine Arbeit beginnen muss, winken dem institutionellen Investor Nektar und Ambrosia vom Göttertisch des Kapitalmarkts in Form von zweistelligen Renditepotenzialen, Diversifikation und Ausschüttungen. Zudem existiert keine Statistik, in der ein diversifiziertes Buy-out-Programm negativ abschneidet. Im aktuellen Umfeld gewinnt Private Equity für neu mit dieser Assetklasse startende Investoren sogar noch an Attraktivität hinzu, da die in der langwierigen Startphase bestehenden Opportunitätskosten einer alternativen Anlage in Anleihen seit längerem wegfallen.

Private-Equity-Arbeit ist Sisyphusarbeit.

Im Olymp ist noch Platz

Wie der Name „Private Equity“ bereits aussagt, wird mit dieser Finanzierungsform Unternehmen, die (meist noch) nicht an einer Börse notiert sind, Eigenkapital zur Verfügung gestellt. Anders ausgedrückt: Die Realwirtschaft wird mit Wachstumskapital versorgt. Das globale Private-Equity-Volumen weist einen Anteil von weniger als 5 Prozent der Marktkapitalisierung der globalen Börsen aus. Im Jahr 2007 konnten Private-Equity-Fonds weltweit noch etwa 430 Milliarden Euro Kapital einwerben. Im Zuge der Finanzkrise hat



sich dieses Volumen in den Folgejahren deutlich reduziert, um 2015 wieder etwa 417 Milliarden Euro zu erreichen. Private-Equity-Fonds aus den USA wird traditionell das meiste Kapital anvertraut. Die Performance von Private Equity dürfte davon profitieren, dass sich mit den Banken eine Investorengruppe, die in der Vergangenheit zu den bedeutendsten Investoren gehört hat, aus regulatorischen Gründen aus der Anlageklasse zurückzieht. Im Olymp der Investoren ist für neue Anleger also noch Platz.

Private versus Public Equity

Unterschiedliche Informationslage von Investoren

Während ein Investor am privaten Kapitalmarkt als Miteigentümer des Unternehmens Zugang zu allen wichtigen Informationen hat und er seine Einflussrechte aktiv wahrnehmen kann, verfügt ein Investor in öffentlich gehandelte Aktien lediglich über die regulatorisch vorgeschriebenen Informationen.

Damit sind Auswirkungen auf das Verhalten der Investoren verbunden, erstrecken sich die Handlungsmöglichkeiten der Aktionäre von börsennotierten Unternehmen doch in den meisten Fällen auf die Kauf- und Verkaufsentscheidung der Aktie. Eigentümern privater Unternehmen ist es dagegen möglich, aktiv auf die

Strategie des Unternehmens Einfluss zu nehmen und in Aufsichts- oder Verwaltungsräten mitzuwirken. Durch die bessere Informationseffizienz und die aktive Teilnahme am Unternehmensgeschehen existiert eine „Interessenkongruenz“ zwischen Investoren und Unternehmen, wodurch der sogenannte „Principal-Agent-Konflikt“ verringert und die Corporate Governance gestärkt werden. Diese Faktoren führen dazu, dass Private-Equity-Investitionen in aller Regel höhere Renditen als Public-Equity-Investitionen erwarten lassen.

Buy-outs: Etablierte Unternehmen in existierenden Märkten

Private-Equity-Investitionen finden in sehr unterschiedlichen Situationen und Unternehmensphasen statt. Während im Venture-Capital-Geschäft Innovationen und Märkte, die erst noch am Anfang ihrer Entwicklung stehen, beurteilt werden müssen, sind es im Geschäft mit Buy-outs etablierte Unternehmen in existierenden Märkten oder Spin-offs aus Großunternehmen, die meist ein bedeutendes Restrukturierungspotenzial bergen. Hinzu kommt, dass über Effizienzsteigerungsprogramme meist ein erhebliches Optimierungspotenzial existiert. Die Finanzierung der Unternehmen ermöglicht darüber hinaus oftmals eine Erweiterung der Geschäftstätigkeiten des Unternehmens und stärkt dessen Marktposition. Dadurch ist es den Portfoliounternehmen möglich, sich besser zu entwickeln als der Wettbewerb.

PE-Investitionen in
diversen Unternehmensphasen

Die Qualifikation und die Zahl der Mitarbeiter in den einzelnen Beteiligungsgesellschaften (Venture bis Buy-out) weichen stark voneinander ab. Es werden jeweils unterschiedliche Kapitalvolumina ausgereicht, und die Leistungsanreize zwischen den einzelnen Typen der Beteiligungsgesellschaften können sehr verschieden sein. Im deutschen Mittelstand sind es überwiegend deutsche Private-Equity-Gesellschaften, oft mit regionalem Fokus und Kombinationen aus offenen und stillen Beteiligungen.

Operative Fähigkeiten, Netzwerk und Fachwissen gefordert

PE-Manager
braucht operative
Fähigkeiten mit
Fachwissen und
Netzwerk.

War der typische Investmentmanager angelsächsischer Prägung früher eher ein Investmentbanker mit ausgeprägten M&A-Fähigkeiten und kamen die Returns in der Buy-out-Welt früher hauptsächlich durch ausgeklügeltes Financial Engineering zustande, so muss ein erfolgreicher Private-Equity-Manager heute über ausgeprägte operative Fähigkeiten mit Fachwissen und Netzwerk in den entsprechenden Zielbranchen verfügen, um die Unternehmen im operativen Tagesgeschäft als Sparringspartner auf Erfolgskurs zu führen. Die Fondsmanager müssen ihre Portfoliounternehmen aus einem Dealflow von oft mehreren Hundert Anfragen und Businessplänen, die den Beteiligungsgesellschaften jährlich vorgestellt werden, herausfiltern. Den Investitionsprozess charakterisiert ein sehr selektives, systematisches Vorgehen. Von den zahlreichen Anfragen werden in aller Regel nicht mehr als zwei bis drei Beteiligungen pro Jahr abgeschlossen. Die Verantwortlichkeiten für die einzelnen Phasen der Due Diligence, die sich mit dem Unternehmen, den Finanzen, Markt und Wettbewerb beschäftigen, sind klar strukturiert und werden für alle Anfragen nachvollziehbar dokumentiert. Die Due-Diligence-Teams bestehen aus mehreren Investmentmanagern und werden meist von externen Experten unterstützt.

Die Werttreiber bei Private-Equity-Investitionen sind auf einen mittel- bis langfristigen Horizont ausgerichtet, was sich auch in der typischen Laufzeit eines Private-Equity-Fonds von meist zehn Jahren mit einer Option auf Verlängerung um ein bis zwei Jahre widerspiegelt. Wissenschaftliche Studien, die auf empirischen Daten basieren, zeigen, dass ein Investor nach durchschnittlich sieben Jahren sein eingezahltes Kapital zurückerhält.

Diese langen Anlagezeiten sind darauf zurückzuführen, dass Private-Equity-Fonds nach ersten Fundraising-Erfolgen damit beginnen, Unternehmen zu akquirieren und Entwicklungspotenziale auszuschöpfen. Die Portfoliounternehmen werden intensiv betreut und können sich in den folgenden Jahren weiterentwickeln, um einen höheren Unternehmenswert zu generieren. Die Zielsetzung der Fondsmanager besteht darin, die Portfoliogesellschaften nach vier bis sieben Jahren in der Regel entweder an andere Unternehmen

(Trade-Sale) oder andere, meist größere Private-Equity-Fonds (Secondary Buy-outs) zu verkaufen oder am öffentlichen Kapitalmarkt (Initial Public Offering, IPO) zu platzieren.

Anreizkompatible Verträge

Die Managementgesellschaften beschäftigen sich mit der Auswahl und der Betreuung der Portfoliounternehmen und verwalten die Fonds. Die Beziehung zwischen dem Investor in einen Private-Equity-Fonds und der den Fonds verwaltenden Managementgesellschaft ist eine „Principal-Agent-Beziehung“. Eine Implikation aus dieser Verbindung sind die im Partnership-Agreement geregelten anreizkompatiblen Verträge. Zu deren wichtigsten Bestandteilen gehören eine klare Formulierung der Anlagegrundsätze und Bestimmungen zur Gewinnbeteiligung der Managementgesellschaft an der Wertsteigerung des Fonds. Aber auch die Frage, ob und wie die einzelnen Teammitglieder in den Fonds investieren (General-Partner-Contribution) oder die sogenannte Key-Man-Clause (Schlüsselpersonen an die Laufzeit des Fonds binden, zum Beispiel über Ausstiegsklauseln, Wettbewerbsverbote oder Rücktrittsrechte) werden in den Verträgen formuliert. Das erfolgreiche Wirken eines Fonds vorausgesetzt, werden üblicherweise Nachfolgefonds aufgelegt, so dass eine Managementgesellschaft oftmals mehrere Fonds verwaltet.

Die Managementgesellschaft erhält für ihre Leistungen eine jährliche Managementgebühr, die, abhängig von Art und Größe des Fonds, zwischen 1 und 2,5 Prozent des von den Investoren gezeichneten Fondskapitals (Committed Capital) beträgt. Die Management-Fee ist eine fixe Vergütung und wird unabhängig von der tatsächlich realisierten Performance des Fonds gezahlt. Sie reduziert sich häufig in der zweiten Hälfte der Fondslaufzeit, weil das Management in dieser Zeit mit der weniger zeitintensiven „Abwicklung“ des Portfolios beschäftigt ist und sich in aller Regel bereits einem Nachfolgefonds widmet.

Management-
gebühr

Nach Ablauf der Fondslaufzeit von mindestens zehn Jahren sollte sich der Fonds von allen Portfoliounternehmen getrennt haben. Der Gewinn wird meist nach der 80-zu-20-Regel verteilt, wobei die Investoren 80 Prozent und die Managementgesellschaft 20 Prozent erhal-

ten. Dieser Carried Interest wird oft unter allen Schlüsselmitarbeitern einer Beteiligungsgesellschaft aufgeteilt und stellt für die Manager des Fonds eine große Motivation dar. Der sogenannte „Wasserfall“ der Ausschüttungen sieht im Allgemeinen vor, dass die Investoren zunächst ihr eingesetztes Kapital zurückerhalten. Danach hat sich mit der sogenannten Hurdle-Rate (Preferred Return) eine Vorabverzinsung von meist 8 Prozent p.a. auf das eingezahlte Kapital des Investors im Markt etabliert. Vor der Zahlung des Carried Interest entspricht es marktüblichen Standards, eine zusätzliche Erfolgsvergütung für das Management zu vereinbaren („Catch-up Clause“). Dabei wird angestrebt, die Erlösverteilung ex post so zu strukturieren, als seien die Gewinne mit Rückzahlung des investierten Kapitals bereits nach der 80-zu-20-Regel aufgeteilt worden. Um zu vermeiden, dass eine Überausschüttung an das Management erfolgt, existiert zudem regelmäßig eine Claw-back-Clause, nach der das Management zu viel erhaltene Ausschüttungen an die Investoren zurückzahlen muss.

Vertragsklauseln und Konditionen

No-Fault-Divorce-Klausel

Weiterhin wird darauf geachtet, dass das Management über die gesamte Laufzeit des Fonds an diesen gebunden ist und beim vorzeitigen Ausscheiden nicht oder nur anteilmäßig am Carry beteiligt wird (Vesting-Period). Zunehmend hat sich die No-Fault-Divorce-Klausel verbreitet. Investoren wird damit das Recht zubilligt, die Geschäftsführung eines Fonds abberufen zu können. In der Praxis hat sich die Klausel als sehr wichtig erwiesen, nachdem viele Distressed Funds auf Wunsch der Investoren auf andere Managementgesellschaften übertragen wurden. Einzelne Investoren versuchen in marktschwachen Jahren, attraktivere Konditionen (Terms & Conditions) durchzusetzen. Generell besteht bei sinkenden Renditeerwartungen der Trend zu einer geringeren fixen und höheren erfolgsorientierten Vergütung auf der Ebene des Fondsmanagements.

Die Ausgestaltung der Vertragsklauseln und Konditionen ist für den Investor in Private-Equity-Fonds zwar ein aufwendiger und komplexer Prozess, aber von elementarer Bedeutung vor dem Hintergrund der Absicherung seiner Fondsinvestments. Oft wird seitens der Investoren eine fehlende Standardisierung bemängelt. Die Komplexität

und der Gebrauch spezifischer vertraglicher Vereinbarungen variieren je nach Investitionsvehikel. Im Prinzip kann der Investor für die Ausgestaltung seiner Anlagestrategie zwischen drei Alternativen wählen:

Nur wenige institutionelle und private Investoren verfügen über die personellen Voraussetzungen für das professionelle Management von Private-Equity-Investments. Der Investor kann sich für die direkte Variante entscheiden, indem er einzelne Unternehmen identifiziert, in die er nach sorgfältiger Prüfung investiert. Alternativ kann er sich direkt bei einzelnen Beteiligungsgesellschaften (Fonds) engagieren, oder er investiert in einen Pool von Einzelfonds (Dachfonds). Jede dieser drei Varianten steht für ein unterschiedliches Risikoprofil, erfordert unterschiedliche Ressourcen und Expertise, besitzt aber auch unterschiedliche Renditepotenziale. Eine vielbeachtete Analyse von Weidig/Mathonet belegt übrigens auch, dass ein breitdiversifiziertes Portfolio mit guten Private-Equity-Fonds eine hohe Rendite verspricht und der Verlust auch nur eines Teils des eingesetzten Kapitals weitgehend ausgeschlossen werden kann.

Für amerikanische Investoren spielt Private Equity eine große Rolle

In den USA, wo die Kapitalmärkte weltweit am weitesten entwickelt sind, ist die Beimischung von Private Equity seit über 20 Jahren ein wichtiger Bestandteil des Anlagespektrums institutioneller Investoren. Die Anlageklasse besitzt in den Vereinigten Staaten eine breite Akzeptanz in Wirtschaft und Gesellschaft und konnte sich auch deshalb so gut entwickeln, weil über die Jahre hinweg hohe Standards hinsichtlich der Vertragsgestaltung und der Investitionsstrategie in der praktischen Anwendung dieses Finanzierungsinstrumentes entwickelt wurden. Namhafte amerikanische institutionelle Investoren wie Yale oder der Pensionsfonds Calpers (California Public Employees' Retirement System) sind dafür bekannt, ihre Portfolioallokation auf der Basis ihrer Erkenntnisse der langjährigen wissenschaftlichen Kapitalmarktforschung zu entwickeln. So weist die Stiftung der Yale University eine Portfolioallokation auf, die im Vergleich zu der Kapitalanlagestruktur der deutschen Versicherungen einen fast diametral entgegengesetzten Charakter hat.

Breite Akzeptanz von PE in Wirtschaft und Gesellschaft

Investitionen in mehrere Fonds mit sehr geringen Ausfallrisiken verbunden

	Direktbeteiligungen an einzelnen Unternehmen	Investition in einen Zielfonds	Investition in einen Dachfonds
Zahl der Unternehmen im Portfolio	1-5	15-20	ca. 300
Diversifikationsgrad	klein	mittel	hoch
Renditepotenzial	sehr hoch	hoch	hoch
Verlustwahrscheinlichkeit	hoch	gering	sehr gering
Erforderlicher Aufwand bzw. erf. Know-how für den Investor	sehr hoch	hoch	gering

Geringe Streuung

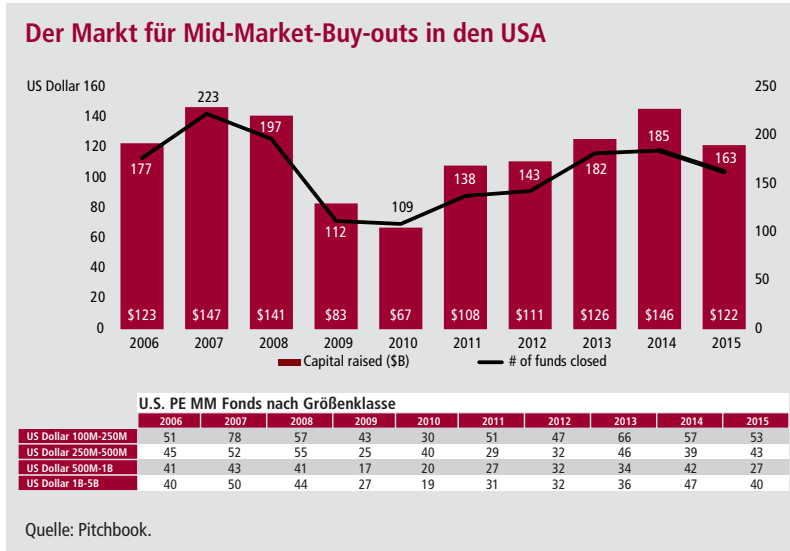
Quelle: Mackewicz & Partner.

Wie im Jahresbericht 2015 der Stiftung ausgeführt wird, hat das Private-Equity-Programm über die zurückliegenden 20 Jahre über 30 Prozent jährliche Rendite erzielt. Über die vergangenen zehn Jahre betrachtet, weist das Private-Equity-Programm eine Rendite von etwa 14 Prozent aus und damit eine Outperformance von mehr als 6 Prozent p.a. gegenüber seiner Benchmark („Composite Passive Benchmark“ Blend of Russell 2000, Russell 2000 Technology, MSCI ACWI ex-US Small-Cap Index). Insgesamt verwaltet die Stiftung aktuell 25,6 Milliarden US-Dollar.

Attraktiver US-Small-/Mid-Market

Trend hin zu weniger Fonds im Portfolio

Unter den institutionellen Investoren in den USA hat sich der Trend durchgesetzt, die Zahl der Fonds im Portfolio zu reduzieren und die Allokation für neue Fonds der im Portfolio verbliebenen Fondsmanager entsprechend zu erhöhen. Tendenziell wird das Fundraising für die großen Megafonds damit einfacher. Fondsmanager, die weniger als 500 Millionen US-Dollar für eine neue Fondsgeneration einwerben wollen, sehen sich nicht selten mit dem Problem konfron-



tiert, dass institutionelle Investoren inzwischen Kapitalzusagen von mindestens 50 Millionen US-Dollar je Fonds machen. Gleichzeitig erfordern die Diversifizierungsregeln, dass kein Fondsinvestment mehr als 10 Prozent des Gesamtvolumens des betreffenden Fonds ausmachen darf. Vor dem Hintergrund dieser Größenordnungen und Beschränkungen sehen sich die kleineren bis mittelgroßen Buy-out-Manager von dem Problem konfrontiert, dass die größeren und erfahrenen Investorengruppen in diesem Segment nicht mehr als Investor in Erscheinung treten.

Die Zahl der Transaktionen ist im sogenannten Lower Mid Market und im Core Mid Market über die vergangenen 13 Quartale relativ stabil geblieben. Schwankungen gab es eher im Upper Mid Market, wo die Fondsvolumina zwischen 1 und 5 Milliarden US-Dollar haben. Betrachten wir nur die Jahre 2014 und 2015, so wurden im Middle Market etwa 2.000 Transaktionen p.a. abgeschlossen, für die zwischen 370 und 420 Milliarden US-Dollar aufgewendet wurden. Für die nächsten Jahre wird in den USA eine Welle an Generationswechseln in den familiengeführten Unternehmen erwartet. Marktexperten gehen davon aus, dass mehr Unternehmen als je zuvor auf den Markt kommen und die Transaktionstätigkeit in den Small-/Mid-Market-Buy-out-Fonds positiv beeinflussen werden.

Stabile Zahl
der Transaktionen
im Lower Mid
Market und Core
Mid Market

Im amerikanischen Mid-Market-Buy-out-Segment existieren zwischen 800 und 1.000 Fondsmanager, wobei lediglich 800 über eine institutionelle Investorenbasis verfügen. Jährlich sind durchschnittlich 160 Fondsmanager mit neuen Fondsgenerationen im Markt, die etwa 120 bis 140 Milliarden US-Dollar pro Jahr einwerben.

Im Moment bereiten die hohen Einkaufs-Multiples den Fondsmanagern Kopfzerbrechen. Die Haltedauern der Portfoliounternehmen haben sich zuletzt stetig verlängert und betragen inzwischen fast sechs Jahre. Diese Entwicklung ist damit zu begründen, dass die Fondsmanager mehr Zeit benötigen, um den Wert ihrer Portfoliounternehmen zu steigern und die in Aussicht gestellten Renditen zu erreichen. Der Markt ist jedoch absolut intakt, und es ist davon auszugehen, dass insbesondere der Lower Middle Market und der Core Middle Market zukünftig an Bedeutung gewinnen, weil zum einen, wie erwähnt, auch in den USA ein bevorstehender Generationswechsel in den Eigentümerstrukturen der Unternehmen erwartet wird und zum anderen institutionelle Investoren zunehmend in das kleinere Buy-out-Segment zu investieren beabsichtigen.

Kürzere Haltedauer mit Secondaries

Investitionsprozess
lässt sich durch
Sekundärmarkt-
investitionen
beschleunigen.

Entgegengetreten lässt sich den längeren Haltedauern mit Secondary-Fonds. Während sich Primärfonds in den ersten fünf bis sechs Jahren auf ihre Investitionsaktivitäten konzentrieren und erste Ausschüttungen an die Fondsinvestoren in der Regel ab dem fünften oder sechsten Jahr der Fondslaufzeit zu erwarten sind, kann der Investitionsprozess durch Sekundärmarktinvestitionen erheblich beschleunigt werden. Dadurch, dass Positionen erworben werden, die bereits seit einigen Jahren existieren, können die Investoren früher mit Ausschüttungen rechnen. Durch die früheren Rückflüsse von Secondaries sowie Abschläge (Discounts) auf den aktuellen NAV (Nettovermögenswert) ergeben sich eine deutliche Abschwächung des J-Curve-Effekts sowie eine erhebliche Verbesserung des Diversifikationsgrads eines Gesamtportfolios. Hinzu kommt, dass der Secondary-Käufer zum Einstiegszeitpunkt das vorhandene Portfolio mit einer dokumentierten Historie besser beurteilen kann, als dies dem Primärfonds zum Zeitpunkt seines Einstieges möglich war. Damit weisen Sekundärinvestitionen ein besseres Risikoprofil als Primärtransaktionen auf.

Überzeugende Private-Equity-Renditen

Jahre	5	10
Aktien		
MSCI World Index ¹	6,5 %	4,3 %
Russel 2000 ¹	7,2 %	5,3 %
DAX	11,9 %	5,3 %
Bonds		
JPM Global GovBonds ²	4,3 %	N/A
FTSE Global Government Index ³	1,6 %	N/A
Immobilien		
FTSE EPRA/NAREIT Developed Index	9,2 %	4,5 %
MSCI World REIT Index	7,3 %	0,2 %
Private Equity⁴		
Buyout	15,3 %	13,5 %
Venture	11,8 %	5,2 %
Mezzanine	15,8 %	14,4 %
Private Equity gesamt	13,7 %	11,7 %

Quellen: CapitalIQ, Preqin, ThomsonOne, JP Morgan, FTSE.

1 Cambridge Associates, Stand 31.03.2016.

2 JP Morgan: jährliche Wertentwicklung zum Stand 31.08.2016, verfügbar seit 20.02.2009.

3 FTSE: jährliche Wertentwicklung zum Stand 31.03.2016.

4 Preqin: Horizon IRRs (Jahreswerte jeweils bis zum 31.12.2015).

Neben dem kontinuierlichen Aufbau eines Portfolios und der bestmöglichen Planung der Zahlungsströme gilt die Auswahl der Manager und der von diesen verwalteten Zielfonds als ein wichtiger Schlüssel für langfristig überzeugende Renditen mit Private-Equity-Programmen. In keiner anderen Anlageklasse sind die Unterschiede zwischen den besten und den schlechtesten Fonds so groß wie bei Private Equity. Deshalb sollte der Investor viel Zeit und Mühen für die Auswahl der qualitativ hochwertigsten und vielversprechendsten Fonds aufwenden oder mit Marktexperten zusammenarbeiten, die bei der Selektion der Zielfonds behilflich sein können.

Auswahl der
Fondsmanager

Der Unterschied zwischen den sogenannten „Top-Quartile“-Fondsmanagern und schlechteren Fondsmanagern fällt über alle Investitionsstile und Regionen erheblich aus. Allerdings kann davon ausgegangen werden, dass die Renditeunterschiede noch wesentlich größer sind, da gerade Fonds mit schlechter Performance ihre Daten häufig nicht melden. Trotz gewisser Unzulänglichkeiten hat sich die IRR, die Internal Rate of Return, als Performancemaß für Private-Equity-Investitionen als internationaler Standard etabliert.

Private-Equity-Renditen sind kein Mythos

Umdenken bei den Anlagestrategien

Das Marktumfeld erfordert ein Umdenken bei den Anlagestrategien. Real Assets wie Private Equity gewinnen an Bedeutung, um die Anlageziele zu erreichen. Die Umsetzung ist jedoch nicht trivial. Ein Mutmacher und Motivator können die Erfahrungen von amerikanischen, aber auch deutschen Investoren sein, die schon lange in Private Equity investiert sind und sich jährlicher Renditen von über 10 Prozent erfreuen. Diese möchten ihr Private-Equity-Programm auch nicht missen, wenn die Zinsen eines Tages doch wieder steigen sollten. Ein richtig aufgesetztes und diszipliniert durchgezogenes Private-Equity-Programm wird am Ende noch eines zeigen: Die in dieser Assetklasse erzielbaren Renditen sind kein Mythos. ●