

3/2015 | Theorie & Praxis

Fabelhafte Gewinne?

Private Equity soll den Investoren theoretisch zweistellige Renditen beschermen. Und tatsächlich lässt sich der Kapitaleinsatz mit außerbörslichen Unternehmensbeteiligungen im Idealfall vervielfachen, Gewinn und Verlust sind nicht weit auseinander.

Nachdem aufgrund der anhaltend hohen Nachfrage nach Immobilien auch deren Renditen in den vergangenen Jahren deutlich gesunken sind, müssen sich auch sehr konservativ agierende Anleger immer häufiger auf die Suche nach anderen alternativen Investments machen. Früher oder später beschäftigt sich daher praktisch jeder Investor auch mit dem Thema Private Equity. Von dieser Anlageklasse weiß man zwar, dass damit auch zweistellige Renditen möglich sind, dabei ist aber auch klar, dass solche Werte nicht als Free Lunch serviert werden. Der Bundesverband Alternative Investments spricht in seiner Broschüre „Private Equity als alternative Anlageklasse für institutionelle Investoren“ von gut 18 Prozent. Aber allein die stark reduzierte Liquidität lässt hier viele zögern. Und selbstverständlich sind diese 18 Prozent mögliche Rendite zeitgleich ein Garant dafür, dass hier ungünstigstenfalls auch Geld verloren geht.

Wegdiskutieren lassen sich die Nachteile von Private-Equity-Investments nicht, daher bleibt auch für diesen Bereich nur das alte Hausmittel Diversifikation – einmal indem man die Gewichtung im Gesamtportfolio entsprechend vorsichtig anlegt und dann indem man nicht nur in ein Konzept investiert.

Hohe Erwartungen

Der New Yorker Research-Unternehmen Preqin ist auf die Datensammlung zu alternativen Assetklassen spezialisiert und ermittelt auch regelmäßig die Kundenzufriedenheit von Private-Equity-Anlegern. In der jüngsten Umfrage stellte man fest, dass derzeit die Hälfte der Investoren eine Rendite erwartet, die mindestens vier Prozentpunkte über jener des Marktes für börsennotierte Beteiligungen liegt. „Das dürfte getrieben sein von dem scheinbaren Erfolg der Private-Equity-Investments in den vergangenen zwölf Monaten“, meinen die Preqin-Analysten. Weitere 39 Prozent peilen einen Aufschlag von zwei bis vier Prozent an. Nils Rode, Managing Partner und Investmentmanager beim Vermögensverwalter Adveq, bestätigt die Ergebnisse der Preqin-Umfrage und meint, dass die Zielrendite plausibel und gerechtfertigt ist. „Die Investoren haben damit insgesamt gute Erfahrungen gemacht“, sagt Rode.

Das erklärt die derzeit generell hohe Zufriedenheit der Anleger. Laut Preqin gaben im Juni 35 Prozent der Investoren an, dass ihre Private-Equity-Investments ihre Erwartungen übertroffen hätten. Im Vorjahr lag diese Quote bei zwölf Prozent. Bei der Hälfte der Investoren waren die Ergebnisse planmäßig, und nur 13 Prozent der Befragten sahen ihre Ziele nicht erreicht.

Verwunderlich ist die positive Marktstimmung nicht. Denn 2014 bescherte den Investoren ordentliche Ergebnisse. Überdurchschnittlich gute 22 Prozent Rendite (nach IRR-Berechnung) lieferten die Venture-Capital-Fonds, gefolgt von den Dachfonds, die außergewöhnliche 18,3

Prozent anzeigten. Buy-outs und der Gesamtmarkt schlossen das vergangene Jahr mit 14,5 beziehungsweise 14,4 Prozent ab.

Die Ergebnisse ermittelte Preqin auf Basis von knapp 5.200 Fonds, die von 1983 bis 2014 aufgelegt wurden. Die Daten- und Zeitreihen zeigen zweifelsfrei, dass die Vehikel aus Boomjahren schlechter performen als Anlagen zu Beginn und während einer Krise. Das gilt sowohl für die schlechtesten 25 Prozent der Fonds als auch für die Mittelklasse und das Topquartil. Richtungsänderungen im Zyklus gab es beispielsweise Anfang des Jahrtausends beim Platzen der IT-Blase und 2008 mit dem Beginn einer heftigen Finanz- und Finanzkrise.

Schwierige Performancemessung

Während sich bei börsennotierten Gesellschaften die Entwicklung der Aktienkurse (siehe Tabelle „Performance börsennotierter Private-Equity-Gesellschaften“) und aufgrund der Berichtspflicht auch die Veränderungen der Portfoliowerte (NAV) sehr leicht eruieren lassen, ist die Performance bei den nicht gelisteten Fonds nicht so leicht zu erheben. Es existieren keine Reportingstandards und keine Berichtspflichten. In den Augen vieler Marktkenner sind die Nordamerika-Daten am zuverlässigsten, weil die Pensionsfonds in den USA offenlegen müssen, wenn sie in Private Equity investieren. Zu den Datensammlern gehören die Branchenverbände, private Research-Anbieter wie Preqin oder Thomson Reuters und Einrichtungen, die einen wissenschaftlichen Ansatz verfolgen, wie Peracs, die von Oliver Gottschalg, Professor an der französischen Hochschule HEC Paris, und Bernd Kreuter, Managing Partner des Investmenthauses Palladio Partners, gegründet wurde. „Die privaten Anbieter stehen vor der Herausforderung, dass die Datenbeschaffung außerhalb der USA sehr schwierig ist. Daher sind die Zahlen für Europa und den Rest oft nur bedingt repräsentativ“, erklärt Uli Fricke, Geschäftsführerin der von ihr mitgegründeten Triangle Venture Capital Group. Sie war von 2006 bis 2012 im Vorstand und dabei 2010 und 2011 Vorstandsvorsitzende der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA).

Die EVCA-Ergebnisse beruhen auf Daten von Thomson Reuters. Die Performancedatenbank wird aber nicht mehr betrieben, weshalb der Verband keine aktuelleren Erhebungen als zum Stichtag 31. 12. 2013 hat. Die EVCA arbeitet nach eigenen Angaben an einer Datenerhebung in Zusammenarbeit mit den nationalen Verbänden.

Licht und Schatten

Im Prinzip kommt unabhängig von der Datenherkunft bei allen Studien heraus, dass Investoren mit Private Equity viel Geld verdienen und verlieren können. Gewinn und Verlust stehen einander sehr nahe. Nach EVCA-Angaben waren die Emissionsjahre 1990 bis 1994 besonders gut. Fonds aus dieser Zeit erzielten bis Ende 2013 seit ihrer Auflage eine jährliche Nettorendite von 15,5 Prozent (IRR), wobei Buy-out-Fonds besser und VC-Beteiligungen schlechter abgeschnitten haben.

Die europäischen Private-Equity-Manager haben von 1980 bis 2013 eine Rendite in Höhe von 9,2 Prozent erzielt. Dieser Wert ergibt sich aus der Aggregation von 1.455 Fonds, deren Cashflows zuzüglich der Net Asset Values zur Berechnung in einem Pool gebündelt und als ein Fonds behandelt werden. Buy-outs liegen mit 11,4 Prozent deutlich über dem Durchschnitt, während Venture Capital mit 1,7 Prozent schwach abschneidet. Im Topquartil sieht es jedoch erfreulicher aus: Hier kommt Venture Capital auf 18,5 Prozent und liegt etwa 2,3 Prozent unter Pooled IRR der besten 25 Prozent aller Fonds. Ihre 20,8 Prozent überragen die Rendite der besseren Hälfte aller Fonds, die 13,4 Prozent beträgt, und natürlich die negative Performance

der beiden schlechtesten Quartile.

Schwarz auf weiß liefert die Statistik der EVCA, dass Größe keinesfalls ein Qualitätsmerkmal ist. Bei den Buy-outs sind die mittelgroßen Vehikel mit 250 bis 500 Millionen Euro Fondsvolumen am erfolgreichsten. Sie schlagen mit 19,8 Prozent den Durchschnitt aller Buy-outs von 11,4 Prozent sehr deutlich und die Fonds, die schwerer als eine Milliarde Euro sind und nur 10,4 Prozent erreichen, um fast eine ganze Länge. Dafür gibt es eine relativ simple Erklärung: „Bei den größten Buy-out-Fonds ist der Hebeleinsatz besonders hoch. Dadurch ist das Risiko entsprechend groß, und die Performance ist in Abhängigkeit von den Finanzmärkten zyklisch“, sagt Adveq-Manager Rode.

Die fehlende Möglichkeit, sehr große Beteiligungsdeals einzugehen, ist ein Vorteil kleinerer Fonds, vor allem im Venture-Bereich, die kein Fremdkapital, dafür aber kleinere Beträge breit gestreut einsetzen. VC-Investitionen bergen zwar hohe Ausfallrisiken, aber der im schlimmsten Fall verlorene Einsatz ist wesentlich kleiner als bei späteren Investments. Die Tabelle unten zeigt sogar, dass es wie nach der Jahrtausendwende im Venture-Capital-Markt in den USA längere Schwächephasen geben kann, in denen selbst die besten Fonds nur mit Mühe in die Profitzone gelangen.

Deshalb ist der Aufbau eines Portfolios das erste Mittel der Wahl. Ein Studie von Oliver Gottschalg ergab, dass ein Private-Equity-Portfolio idealerweise aus 15 Fonds besteht. Gottschalg und seine beiden Koautoren haben 771 europäische und nordamerikanische Buy-out-Fonds, die von 1998 bis 2007 aufgelegt wurden, ausgewertet. Deren Performance lag gemessen am Gesamtwert der Portfolios (TVPI) in einer Bandbreite von 0,02 bis sechs Prozent. In Portfoliosimulationen fanden sie heraus, dass das schlechteste Portfolio aus den überdurchschnittlich guten Fonds immerhin ein Multiple von 1,52 erzielt hat. Der Durchschnitt der schwächeren Portfolios liegt bei 1,21 und damit immer noch im grünen Bereich.

Private-Equity-Ergebnisse im Zeitraffer								
Die Marktergebnisse über alle Fondssegmente und Regionen								
Durchschnittsergebnisse der Fonds							Nettorendite max./min.	
Vintage	Anzahl Fonds	Kapitalabruf	Rückfluss an Anleger	RVPI*	Netto-Multiple	Nettorendite (IRR)	Nettorend. max.	min.
2010	346	83,00 %	40,80 %	104,40	1,45	15,40 %	118,90 %	-34,70 %
2005	492	96,00 %	90,20 %	48,60	1,39	7,60 %	105,50 %	-100,00 %
2000	384	96,20 %	143,70 %	12,90	1,56	10,10 %	138,00 %	-96,00 %
1995	125	96,80 %	264,90 %	0,40	2,67	27,30 %	447,40 %	-22,00 %
1990	73	99,20 %	227,70 %	0,00	2,28	18,60 %	74,40 %	-35,90 %
1985	38	99,30 %	229,40 %	0,30	2,30	13,20 %	40,70 %	1,30 %

Die 5 erfolgreichsten Private-Equity-Jahre								
Die Marktergebnisse über alle Fondssegmente und Regionen								
Durchschnittsergebnisse der Fonds							Nettorendite max./min.	
Vintage	Anzahl Fonds	Kapitalabruf	Rückfluss an Anleger	RVPI*	Netto-Multiple	Nettorendite (IRR)	max.	min.
1991	44	100,30 %	284,70 %	0,00	2,85	29,60 %	346,40 %	-0,50 %
1993	93	98,70 %	316,20 %	0,30	3,16	27,60 %	105,70 %	-29,10 %
1995	125	96,80 %	264,90 %	0,40	2,67	27,30 %	447,40 %	-22,00 %
1994	113	98,20 %	259,20 %	0,40	2,55	24,20 %	124,60 %	-22,60 %
1997	209	99,10 %	196,80 %	2,00	1,99	24,10 %	335,70 %	-45,70 %

Mit erfolgreichen Fonds verdienen Investoren gutes Geld. * RVPI: NAV/Kapitalabruf. Alle Daten per 31. März 2015. Quelle: PwC

Mit erfolgreichen Fonds verdienen Investoren gutes Geld. * RVPI: NAV/Kapitalabruf. Alle

Daten per 31. März 2015. Quelle: Preqin

US Venture Capital

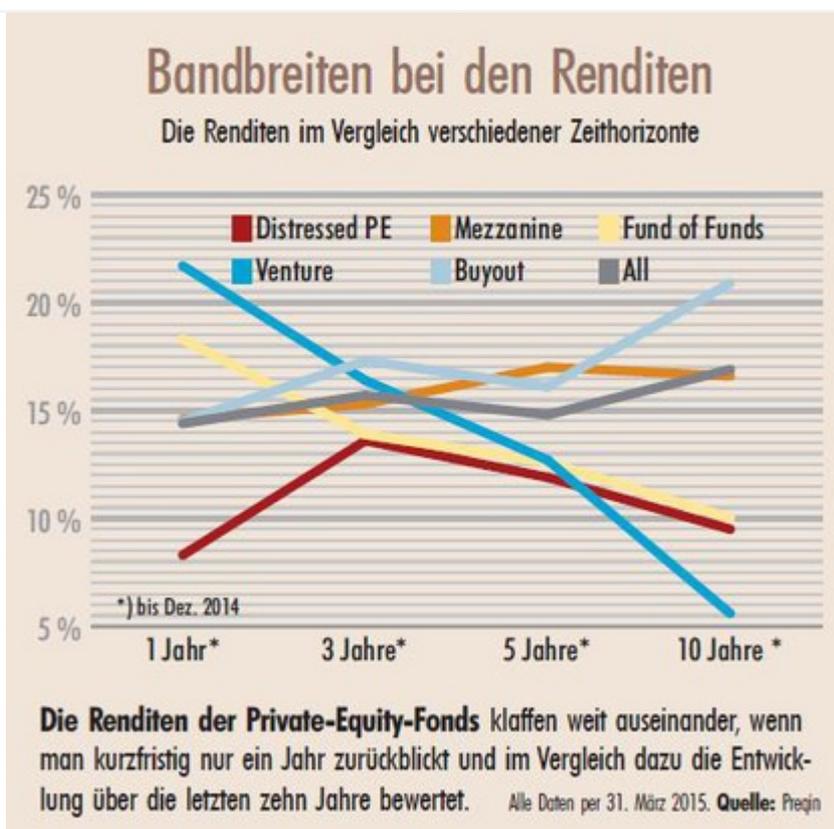
Die IRR-Renditen der Fonds seit ihrer Auflage bis 31. 12. 2014

Vintage	Anzahl Fonds	Arithmet. Mittel	Median	Oberes Quartil	Unteres Quartil	TVPI *
1999	113	-3,03 %	-2,49 %	3,70 %	-10,90 %	0,96
2000	158	-2,19 %	-0,69 %	4,61 %	-6,66 %	1,06
2001	55	0,25 %	1,66 %	7,79 %	-5,26 %	1,19
2002	34	0,96 %	0,70 %	6,56 %	-3,88 %	1,03
2003	40	-1,39 %	1,83 %	7,32 %	-4,16 %	1,68
2004	67	3,05 %	1,22 %	8,92 %	-4,59 %	1,61
2005	63	3,37 %	4,98 %	10,93 %	-0,40 %	1,48
2006	85	4,89 %	6,65 %	13,81 %	-1,22 %	1,55
2007	66	15,74 %	15,40 %	22,80 %	5,95 %	1,91
2008	65	13,29 %	11,81 %	21,13 %	5,90 %	1,70
2009	23	15,01 %	15,52 %	27,33 %	2,68 %	1,72
2010	43	27,08 %	21,33 %	34,37 %	14,84 %	2,34
2011	40	16,27 %	11,00 %	36,50 %	-4,37 %	1,57
2012	50	14,50 %	12,30 %	29,15 %	-3,68 %	1,41
2013	39	-4,89 %	-9,03 %	10,83 %	-21,77 %	1,06

Ab dem Jahr 2004 hat sich der VC-Markt erholt und bis 2013 wieder attraktive Renditen erzielt.

* TVPI: NAV + Rückflüsse/Kapitalabruf Quelle: Cambridge Associates für NVCA, Benchmark-Book 31. Dezember 2014

Ab dem Jahr 2004 hat sich der VC-Markt erholt und bis 2013 wieder attraktive Renditen erzielt.* tVPI: NAV+Rückflüsse/Kapitalabruf Quelle: Cambridge Associates für NVCA, Benchmark-Book 31. Dezember 2014



Die Renditen der Private-Equity-Fonds klaffen weit auseinander, wenn man kurzfristig nur ein Jahr zurückblickt und im Vergleich dazu die Entwicklung über die letzten zehn Jahre bewertet. Alle Daten per 31. März 2015. Quelle: Preqin

Performance börsennotierter Private-Equity-Gesellschaften

Die Entwicklung der Aktienkurse im langfristigen Vergleich

Titel	ISIN	Börse	6 Monate	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre	Volla 5 Jahre
3i Group	GB00B1YW4409	LSE	-1,08 %	26,68 %	115,52 %	70,18 %	-15,14 %	3,25 %	26,32 %
American Capital	US02503Y1038	Nasdaq	-8,67 %	-13,09 %	16,25 %	133,92 %	-39,59 %	-64,35 %	28,68 %
Ares Capital	US04010L1035	Nasdaq	-11,65 %	-10,86 %	-15,95 %	-6,48 %	28,32 %	-15,38 %	19,79 %
Blackstone Group	US09253U1088	NYSE	-11,52 %	4,42 %	143,10 %	230,52 %	113,10 %	n.a.	33,38 %
Castle Private Equity*	CH0048854746	SIX	2,13 %	5,49 %	11,20 %	119,85 %	28,69 %	32,11 %	18,73 %
Electra Private Equity	GB0003085445	LSE	2,07 %	18,52 %	91,85 %	139,52 %	122,38 %	195,48 %	16,85 %
Eurazeo S.A.	FR0000121121	Paris	-9,55 %	4,75 %	86,69 %	55,06 %	19,49 %	-3,47 %	32,42 %
Intermediate Capital	GB00BY5B507	LSE	14,77 %	38,70 %	81,58 %	88,30 %	4,18 %	6,81 %	30,12 %
IP Group	GB00B128J450	LSE	7,98 %	13,99 %	86,38 %	604,41 %	119,72 %	112,89 %	38,36 %
Jafco Corp	JP3389900006	Frankfurt	11,44 %	19,59 %	152,64 %	101,93 %	49,35 %	-19,83 %	44,63 %
KKR & Corp	US48248M1027	NYSE	-19,11 %	-18,72 %	27,76 %	82,09 %	54,30 %	n.a.	32,61 %
Onex Corp	CA68272K1030	Toronto	12,94 %	29,57 %	109,41 %	179,21 %	193,57 %	291,70 %	18,56 %
Princess Private Equity*	GG00B28C2R28	LSE	1,81 %	10,97 %	17,14 %	51,70 %	13,04 %	n.a.	15,16 %
Private Equity Holding*	CH0006089921	SIX	8,87 %	9,74 %	26,12 %	53,12 %	13,00 %	61,43 %	21,13 %
Private Equity Investor	GB0000504034	LSE	-1,07 %	-1,33 %	1,65 %	47,41 %	32,62 %	43,97 %	9,49 %

In den vergangenen fünf Jahren haben die Gesellschaften an der Börse kräftig zugelegt, bei einigen hat sich der Kurs vervielfacht. Über einen längeren Betrachtungszeitraum ist die Performance jedoch deutlich schwächer. * Dachfonds

Quelle: Redaktionelle Stichprobe (alphabetisch sortiert). Die genannten Aktien sind keine Kaufempfehlung. Daten: DAB Bank, Stand: 11. 9. 2015

In den vergangenen fünf Jahren haben die Gesellschaften an der Börse kräftig zugelegt, bei einigen hat sich der Kurs vervielfacht. Über einen längeren Betrachtungszeitraum ist die Performance jedoch deutlich schwächer. * Dachfonds Quelle: Redaktionelle Stichprobe (alphabetisch sortiert). Die genannten Aktien sind keine Kaufempfehlung. Daten: DAB Bank, stand: 11. 9. 2015

