

Nur wer einen langen Atem

■ Uwe Fleischhauer, Partner, Mackewicz & Partner, München, Private Equity Consultants

... kann mit Private Equity überdurchschnittlich hohe Renditen erzielen. Wie hoch die Gewinne wirklich ausfallen, war lange Zeit ein gut gehütetes Geheimnis. Eine kürzlich gemachte Studie bringt nun Zahlen ans Licht.

Die Gesamtheit der institutionellen Investoren verfolgt mit ihren Private-Equity-Aktivitäten ein vorrangiges Ziel: die Optimierung des Rendite- und Risikoprofils im Vergleich zu den traditionellen Anlageformen. In diesem Zusammenhang kommt es vor allem auf die Auswahl der entsprechenden Fonds-Manager an, denn in keiner anderen Anlageklasse sind die Performance-Unterschiede zwischen den einzelnen Fonds so hoch wie bei Private Equity.

Die Auswahl der richtigen Fonds fällt vielen Investoren noch schwer. Erfahrungen mit ersten Abschreibungen und nicht erfüllten Erwartungen haben dazu geführt, dass die Anforderungen an den Auswahlprozess und die Due Diligence inzwischen deutlich gestiegen sind.

Der Trend geht klar in Richtung einer Intensivierung der Evaluierungsbemühungen von einzelnen Teams und Fonds. Allein das Screening der etwa 850 Fonds in Europa oder über 1800 Fonds in den USA bedarf nicht nur einer umfassenden Datenbasis, sondern auch des entsprechenden

Know-hows und der kontinuierlichen Datenbestandspflege. Nur die besten Fondsmanager können die hohen Renditeerwartungen der Investoren langfristig befriedigen.

«Überrenditen» als Ziel

Die starken Kursverluste an den internationalen Aktienbörsen in den Jahren 2000 bis 2002 haben bei den institutionellen Investoren das Bedürfnis nach Renditen, die unabhängig von der Entwicklung des Gesamtmarktes angestrebt werden, deutlich erhöht. Was für den Investor wirklich zählt, sind nicht an Indizes gekoppelte Renditen, sondern Anlagen, die auch in schwierigen (Börsen-)Jahren aufgrund qualitativ hochwertiger Investitionen ihre Rendite abwerfen (*absolute returns*).

Private Equity muss «Überrenditen» und Risikodiversifikation zum Ziel haben. Der Investor kauft sich mit Private Equity hohes Ertragspotenzial ein, das allerdings auch mit hohen Risiken verbunden ist. Das Portfolio des Investors wird durch Beimischung von Private Equity mit geringer Liquidierbarkeit der Anlage und deren Kosten belastet.

Transparenz

Der Markt für Private Equity gilt als nicht transparent und komplex und damit als ein Markt mit Ineffizienzen. Bisweilen gehörten die Renditekennziffern der einzelnen Akteure sowohl auf Einzelfonds- als auch auf Dachfondsebene zu den gut gehüteten Geheimnissen. Erst infolge von Auskunftsklagen auf der Grundlage des US-amerikanischen *freedom of information act* kam es zu einer Offenle-

gung der Renditen US-amerikanischer Pensionsfonds wie zum Beispiel University of Texas Investment Management Co. (Utimco), oder California Public Employees' Retirement System (Calpers).

Entsprechende Trends und Publizierungsvorschriften über Private Equity-Renditen könnten leicht auf Europa übergreifen. Doch noch werden selbst die regelmäßigen Performance-Messungen auf Initiative des europäischen Branchenverbandes (EVCA) von den einzelnen Private-Equity-Gesellschaften nur zögerlich angenommen. Eine höhere Transparenz ist in diesem Kontext sicherlich vonnöten. Ein standardisiertes Vorgehen bei der Renditemessung wäre als erster Schritt im Interesse aller Anleger wünschenswert. Weitergehende Publizierungsvorschriften wird sich die Branche wohl so schnell nicht gefallen lassen.

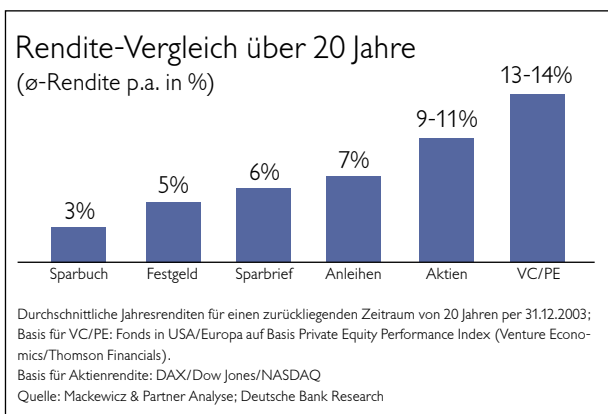
Durchschnittsrenditen

Um möglichst realitätsnahe Performance-Angaben für Private Equity zu erhalten, sollten nur Langfrist-Renditen von zehn oder zwanzig Jahren – über die Fondslaufzeiten hinweg – ins Kalkül gezogen werden. Kurzfristige Performance-Angaben sind ohne große Aussagekraft. Investoren müssen für Private Equity einen langen Atem haben. Kurzfristige (Spekulations-) Gewinne wie an der Börse sind hier nicht realisierbar.

Wird eine langfristige Perspektive gewählt, so kann bei Private Equity aufgrund verfügbarer Statistiken von einer Gesamtrendite von durchschnittlich 13 bis 14 Prozent p.a. ausgegangen werden. Top-Quartile Fonds – die oberen 25 Prozent des Marktes – setzen sich dabei zunehmend deutlich von diesen Durchschnittsrenditen nach oben ab.

Im Rahmen einer erst kürzlich von unserem Haus durchgeführten empirischen Analyse¹ konnten uns gut 60

Venture Capital und Private Equity erzielen die höchsten Renditen: 300 bis 400 Basispunkte über dem Aktienmarkt.



hat ...

Prozent der befragten 145 Investoren keine Angaben zu den Rückflüssen machen, da (noch) keine zuverlässigen Performance-Daten verfügbar sind. Knapp 40 Prozent dieser Investoren haben uns immerhin ihre bis dato erzielten *Internal Rates of Return* (IRR) genannt. Im Durchschnitt lag die mit Private Equity erzielte Rendite bei über 16 Prozent und entspricht damit mehrheitlich der Erwartungshaltung. Bei 28 Prozent lag die Rendite sogar über den Erwartungen.

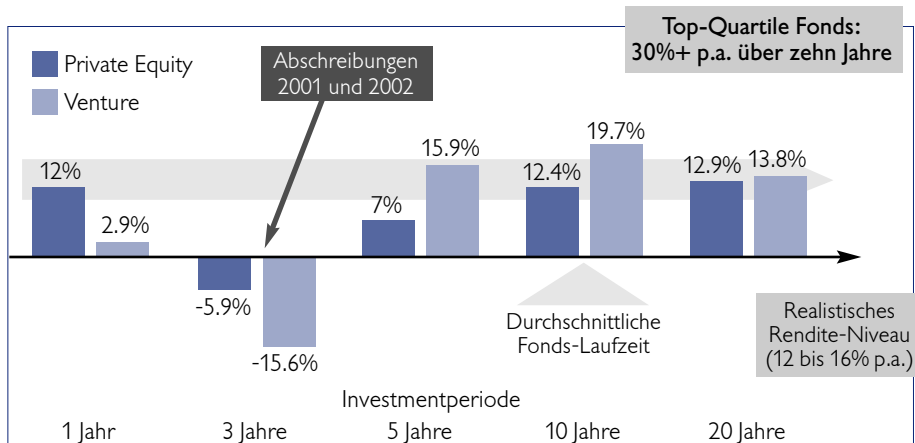
Diese (relativ) hohen Renditen sind das Entgelt – die so genannte «Liquiditäts- oder Risikoprämie» – für das höhere Risiko und die eingeschränkte Liquidität, die der Anleger im Vergleich zu festverzinslichen und traditionellen Anlageformen eingeht. Die mit Private Equity erzielbaren Renditen liegen langfristig etwa um 300 bis 400 Basispunkte über denjenigen, die an der Börse erreicht werden können (über die letzten zwanzig Jahre durchschnittlich zwischen neun und elf Prozent). Damit verfehlt der Durchschnitt der Private-Equity-Fonds knapp die von den Investoren geforderten 500 Basispunkte «Risikoprämie» über dem Aktienmarkt.

Risikofaktoren

Lange Laufzeiten und eingeschränkte Liquidität der Private-Equity-Anlagen müssen eingeplant werden: Notverkäufe erweisen sich meist als teuer. Und die Beimischung liquider Anlagen führt möglicherweise zu einer Verwässerung der mit Private Equity erzielbaren «Überrenditen». Weitere Risiken bei Private-Equity-Engagements liegen vor allem in der Auswahl der handelnden Personen (Fonds-Ma-

1) Befragung 2003/2004 von knapp 200 institutionellen Investoren in Europa hinsichtlich deren Aktivitäten in Richtung Anlageklasse Private Equity, davon haben 145 bereits investiert. Die Studie kann bei Mackewicz & Partner gegen eine Schutzgebühr von 450.00 Euro bezogen werden. Mackewicz & Partner, Nördliche Auffahrtsallee 25, D-80 638 München. E-Mail: office@mackewicz.de

Netto-Rendite Private-Equity-Fonds per 31.12.2003 in %



Private Equity Performance Index von über 1750 US-Fonds (seit 1969) bzw. über 880 europäischen Fonds (seit 1980); Netto-Rendite nach Abzug von Management-Fee und Carried Interest; Basis ist der Horizon IRR per 31.12.2003
Quelle: Mackewicz & Partner Analyse / Thomson Financial-Venture Economics (Private Equity Performance Index)

nager) und der Fonds-Struktur (Fonds-Vehikel). Auch das Abweichen von einer vorab definierten Investitionsstrategie kann als Risikofaktor betrachtet werden. Bündelrisiken durch eine zu einseitige Ausrichtung müssen vermieden werden. Bilanzierliche oder finanzielle Risiken können sich durch hohe Bewertungsspielräume auf der Fondsebene ergeben.

Nur durch eine professionelle Vorgehensweise beim Aufbau von Private-Equity-Allokationen können diese Risiken weitestgehend eingeschränkt und die in Private Equity liegenden Renditepotenziale abge-

schöpft werden. Auch für die künftige Allokation in Richtung Private Equity bleiben die Zielrenditen anspruchsvoll. Im Durchschnitt wird eine Zielrendite von gut 18 Prozent angestrebt (bzw. von fünf bis sechs Prozentpunkten über vergleichbaren Börsenindizes). Die Mindestrendite, die mit Private Equity erzielt werden soll, liegt im Durchschnitt bei knapp 13 Prozent. Und fast 90 Prozent der befragten Institutionen schätzen die Rendite- und Risikostruktur für Private Equity langfristig als gut oder sehr gut ein. Ein eindeutiges Votum für die Attraktivität dieser Anlageklasse.

Risikofaktoren bei Private Equity	Massnahmen
Langfristigkeit • Liquiditätsrisiken durch eingeschränkte Verfügbarkeit	Vermeidung von Notverkäufen, da hohe Abschläge zu verzeichnen sind.
Bewertungen • Keine Einheitlichkeit • Vielzahl von Gestaltungsspielräumen • at cost- vs. market value-Bewertung	Laufende Verifizierung der Bewertungen – Integration ins Quartals-Reporting
Manager-Selektion • Signifikante Performance- und Qualitätsunterschiede bei Fondsmanagern • Hohe Zahl an potenziellen Zielfonds: global ca. 2500 Einzelfonds und ca. 200 Dachfonds	Kontinuierliche Transparenz über das globale Fonds-Universum und sorgfältige Due Diligence
(Offshore-)Vehikel Bei Verträgen herrschen: • hohe Komplexität • geringe Standardisierung • wenig Transparenz	Intensive juristische Prüfung durch Experten (Legal Advisors)
Bündelrisiken • Einseitige Investitionsstrategie	Diversifizierung im Rahmen der strategischen Asset-Allokation
Strategiewechsel (style drifts) • Definierte Investitionsstrategien • Strategiewechsel kann strategische Asset-Allokation untergraben	Fortlaufendes Monitoring