

Warum und für wen ist Private Equity interessant?

Barbara Weber

1. Einführung
2. Was verbirgt sich hinter Private Equity?
3. Welche Formen der Investition in Private Equity gibt es?
4. Aufbau eines Private-Equity-Portfolios
5. Charakteristika von Private Equity
 - 5.1 Rendite
 - 5.2 Volatilität
 - 5.3 Korrelation
 - 5.4 Transparenz
 - 5.5 Liquidität
 - 5.6 Börsennotierte Private-Equity-Produkte – Lösung für Transparenz- und Liquiditätsthematik?
6. Zusammenfassung

1. Einführung

Private Equity (PE) wird den so genannten Alternativen Anlageklassen zugeordnet. Alternative Anlageklassen verfolgen das Ziel, das Vermögen stärker zu diversifizieren, die Verlustwahrscheinlichkeit zu reduzieren und dabei das Risiko-Rendite-Profil zu verbessern (siehe dazu auch den Beitrag „Hedgefonds Investing“ in diesem Band).

Private Equity – im Gegensatz zu „Public Equity“ – bedeutet nichts anderes als Eigenkapitalinvestitionen in privat geführte, d. h. nicht börsennotierte, meist mittelständische Unternehmen (*Buy-out*) oder auch in geringerer Masse in junge Unternehmen (*Venture Capital*). Es ist damit gedanklich den Aktieninvestitionen zuzurechnen. Es handelt sich bei PE um eine unternehmerisch geprägte Anlageklasse, die in ihren Investitionsentscheidungen auf Firmenebene dem Tagesgeschäft vieler Unternehmer durchaus nahe kommt.

Im Rahmen der Diskussion, ob eine Unternehmerfamilie in Private Equity investieren sollte, ist individuell zu klären, ob die Ähnlichkeit zum Unternehmertum einen Vorteil darstellt oder nicht. Grundsätzlich ist durch die unternehmerische Affinität ein Verständnis für Investitionen in den Mittelstand (eher) gegeben. Das Verstehen der Zusammenhänge erhöht die Entscheidungssicherheit und reduziert damit das Risiko. Es ist damit eindeutig vorteilhaft. Wenn allerdings ein Grossteil des Familienvermögens weiterhin in eigenen Unternehmen (Direktbeteiligungen) und damit in der gleichen Anlageklasse liegt, ist es aus Risikoüberlegungen unter Umständen sinnvoll, nur eine geringe Private-Equity-Allokation in Form von (Dach-)Fondsinvestments vorzunehmen, das eher einem breit gestreuten Aktienportfolio entspricht. Für den Fall, dass der Grossteil oder sogar alle Unternehmen bereits liquidiert wurden, ist es aus strategischen und Rendite-Überlegungen sinnvoll, eine höhere Allokation für die Anlageklasse Private Equity einzuräumen. Warum? Zum einen erwirtschaftet Private Equity in der Regel höhere Renditen als Aktien. Außerdem ist das Risiko-Rendite-Profil von PE-Anlagen – bei richtiger Anlagestrategie – attraktiver als das von Einzelaktien. Zudem wird das Risiko-Rendite-Profil des Gesamtvermögens verbessert. Diese positive Erfahrung haben insbesondere amerikanische Investoren machen dürfen und legen daher bis zu 40 Prozent ihrer Assets in alternativen Anlagen an, davon ca. die Hälfte in Private Equity (siehe dazu auch den Beitrag Hedgefonds Investing).

Das Ziel dieses Beitrags ist, den Leser zu unterstützen, seine persönliche Antwort zum Thema Private-Equity-Anlage zu finden und diese entsprechend in der strategischen Asset Allocation umzusetzen. Dazu wird die Anlageklasse Private Equity und ihre unterschiedlichen Ausprägungen bzw. Investitionsformen in Kürze erklärt, sowie deren Risiko-Rendite-Profil und deren Einfluss auf die das gesamte Vermögen erläutert.

2. Was verbirgt sich hinter Private Equity?

Die Wortwahl „Private“ steht im Gegensatz zu „Public“ Equity und spiegelt den nicht öffentlichen, nicht an der Börse gehandelten Charakter dieser Anlageklasse wider. Das Eigenkapital von Private-Equity-Investitionen wird von den entsprechenden Unternehmen in der Regel verwendet, um zu wachsen, z. B. in Form von Internationalisierung und/oder durch Akquisition von Wettbewerbern. Private Equity findet häufig Anwendung im Rahmen von so genannten Management-Buy-outs/Buy-ins aufgrund von beispielsweise Generationenwechsel. Ferner wird es für Restrukturierungen gebraucht. Private-Equity-Investoren bieten neben zusätzlichem Kapital in der Regel auch Managementunterstützung, d. h. sie überprüfen überkommene Strategien, helfen neue Strategien zu entwerfen und die erforderlichen operativen und strukturellen Maßnahmen in der Firma umzusetzen. Das erklärte Ziel ist, eine Wertsteigerung herbeizuführen. Damit leisten die Investoren einen wesentlichen Beitrag zum späteren Erfolg „ihrer“ Unternehmen. Am Ende des Prozesses verkauft der Investor im Rahmen des so genannten „Exits“ seine Anteile an die existierenden Gesellschafter oder an externe Investoren. Meistens wird das gesamte Unternehmen an einen neuen Investor verkauft oder an die Börse gebracht. Auf diese Weise können die ursprünglichen Gesellschafter ebenfalls aussteigen. Das Wort „Equity“ zeigt, dass Private Equity gedanklich der Aktienallokation eines Portfolios zuzurechnen ist.

Wichtige Unterschiede zwischen Private Equity und Aktien sind:

- höhere durchschnittliche Renditen als der Aktienmarkt,
- weniger Volatilität,
- divergierende Korrelation zu den traditionellen Anlageklassen,
- weniger Transparenz und
- Liquidität.

Insbesondere die ersten drei aufgeführten Eigenschaften von Private Equity verbessern das Risiko-Rendite-Profil eines Gesamtportfolios. Diese Erkenntnis haben sich insbesondere angelsächsische Investoren mit langfristigem Anlagehorizont des Vermögensaufbaus und der Vermögenserhaltung zu Nutze gemacht (z. B. Familien, Stiftungen, Pensionskassen). Mit bis zu 25 Prozent Private-Equity-Anteil des Gesamtvermögens im Falle von Walt Disney oder 20 Prozent im Falle der Yale University haben sich diese Vermögen in den letzten Jahren extrem gut entwickelt (Yale hat seit über zehn Jahren im Schnitt eine Rendite um 20 Prozent).

3. Welche Formen der Investition in Private Equity gibt es?

Bevor auf die oben erwähnten, spezifischen Eigenschaften der Anlageklasse Private Equity näher eingegangen wird, zunächst ein kleiner Überblick über die möglichen Anlageformen, die sich in ihrem Risiko/Rendite-Profil stark unterscheiden.

Es gibt grundsätzlich drei Möglichkeiten, in Private Equity zu investieren: (1.) direkt in ein Unternehmen, (2.) in einen einzelnen Private-Equity-Fonds und/oder (3.) in einen Private Equity Dachfonds, der seinerseits in mehrere Private-Equity-Fonds investiert. Ferner gibt es auf Fonds- bzw. Dachfondsebene die Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärmarkt. Die Masse ist der Primärmarkt. Beim Sekundärmarkt kauft der Investor in bereits laufende PE-Fonds, d. h. ein Teil der Gelder wurde bereits abgerufen und einbezahlt. Kapitalrückflüsse sind entsprechend früher zu erwarten oder haben bereits stattgefunden, je nachdem zu welchem Zeitpunkt in den Fondszyklus eingestiegen wird. Die vorzeitigen Kapitalrückflüsse machen den Sekundärmarkttransaktionen so attraktiv.

1. *Direktinvestitionen* in Unternehmen entsprechen dem klassischen Beteiligungsgeschäft. Es ist der Investition in einzelne Aktienpositionen sehr ähnlich. Der Unterschied ist jedoch, dass diese Firmen aufgrund ihrer Größe und ihrer mangelnden Veröffentlichungspflicht nicht von Analysten untersucht und bewertet werden. Diese Arbeit muss der Investor selber leisten. Das notwendige Wissen darüber, wie man ein Investment beurteilt und richtig strukturiert, ist bei den meisten Privatinvestoren jedoch nicht vorhanden. Die Überwachung und der Kontrollaufwand – aufgrund geringer Transparenz – sind somit sehr hoch. Gleichzeitig ist ein schneller Verkauf bei Krisensituationen aufgrund geringerer Liquidität schwierig. Hinzu kommt, dass die Möglichkeit der Diversifikation in ein Portfolio von Firmen aufgrund des personellen Aufwands und/oder limitierter finanzieller Mittel in der Regel vergleichsweise gering und damit die Auswirkungen eines Totalverlusts auf die Gesamtallokation in Private Equity hoch sind. Mit Ausnahme von sehr großen institutionellen Investoren oder Family Offices sind Direktinvestitionen daher nicht empfehlenswert.
2. *Investitionen in einzelne PE-Fonds* bieten zwei wesentliche Vorteile gegenüber Direktinvestitionen. Zum einen eine höhere Diversifikation, da ein Fonds üblicherweise in ca. zehn bis 20 Firmen investiert, zum anderen eine professionelle Auswahl, Strukturierung und zum Teil aufwendige Betreuung der Zielfirmen – und damit eine höhere Erfolgswahrscheinlichkeit. Je nach Strategie des Fonds sind die Zielunternehmen nach Geographie, Branche und ggf. Größe diversifiziert (Beispiele für stark fokussierte Fonds-Strategien: „Venture Capital in Biotechnologie in USA“ oder „mittelgroße Buy-outs im deutschsprachigen Europa“). Daneben gibt es natürlich auch breiter aufgestellte, große pan-europäische Fonds, die primär in große Firmen investieren. Dank der Diversifikation über mehrere Firmen innerhalb eines Fonds liegt gemäß einer Studie von Wei-

dig/Mathonet¹ die Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes im Falle von PE-Fonds-Investitionen bei einem Prozent und die eines Verlustes bei 21 Prozent.

3. *Private-Equity-Dachfonds* investieren ihrerseits in ca. zehn bis 25 PE-Fonds. Bei den Dachfondsstrategien kann es sich sowohl um breit diversifizierte (z. B. USA und Europa, Buy-out und Venture) als auch um fokussierte (z. B. nur Deutschland, nur mittleres Buy-out-Segment, nur Venture) Strategien handeln. Der Anleger erhält damit die Möglichkeit, mit einer vergleichsweise kleinen Summe in eine Vielzahl von Zielfonds mit unterschiedlichen Ausrichtungen und Investitionsstrategien zu investieren. Das Ergebnis ist ein breit diversifiziertes Portfolio meist mittelständischer Firmen (i. d. R. 300 bis 400 Firmen; zum Vergleich: der Dax orientiert sich an lediglich 30 Unternehmen). Aufgrund der sehr hohen Aggregation und Diversifikation sinkt – gemäß Weidig/Mathonet² – das Risiko, bei dieser Investitionsform überhaupt einen Verlust zu erleiden, auf nur noch ein Prozent (vs. immerhin noch 21 Prozent auf Fonds-Ebene).

Mancher Investor ist angesichts der Kosten eines Fondsinvestments zunächst irritiert (Managementgebühr (ca. 0,75-1,5 Prozent bei Dachfonds und 1,5-2,5 Prozent bei Fonds) und Erfolgsgebühr (ca. 10-20 Prozent)). Bevor jedoch das „Kind mit dem Bade ausgeschüttet wird“, ist es sinnvoll, die Gebühren genauer zu durchleuchten. Die Gebühren sind bei guten Managern nicht nur berechtigt, sondern allemal sinnvoll angelegtes Geld. Kalkuliert man, was es kosten würde, diese Investitionsleistung (Direktinvestitionen oder auch „nur“ einzelne Fondsinvestitionen) als Investor mit einem eigenen Team zu erbringen, wird folgendes ersichtlich: Ein qualitativ hochkarätiges Team von Investment-Managern (ein Manager ist nicht genügend), das einen fundierten Marktüberblick, Investmentkompetenz sowie Zugang zu den besten Firmen bzw. im Falle von Dachfonds den besten Fondsmanagern hat, ist nicht nur schwer zu bekommen, sondern außerdem auch teuer. Gleichzeitig erzielt aber nur ein wirklich gutes Team mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Rendite im oberen Segment der Anlageklasse, dem so genannte „Top-Quartile“. Ein eigenes Team lohnt sich somit erst bei sehr großen Vermögen. Für „kleinere“ Investoren ist es in der Regel rational, in Dachfonds – und später durchaus auch selektiv in Fonds – zu investieren und die leidigen Gebühren auf Fonds- und Dachfondsebene in Gedanken in nicht zu zahlende Gehälter umzurechnen.

4. Aufbau eines Private-Equity-Portfolios

Ist die grundsätzliche Entscheidung für Private-Equity-Investitionen gefallen, stellt sich die Frage der relativen und damit absoluten Höhe der Allokation sowie der praktischen Umset-

¹ Weidig, Tom/Pierre-Yves Mathonet: The Risk Profiles of Private Equity and Venture Capital, Brüssel 2004.

² A.a.O.

zung. Die absolute Höhe beeinflusst m. E. die Investitionsstrategie und damit die Umsetzung. In Abhängigkeit von der absoluten Allokationshöhe ist es auch innerhalb eines PE-Portfolios möglich und sinnvoll, eine Core-Satellite-Strategie zu fahren. Grundsätzlich wird im Rahmen der Investitionsstrategie die Diversifikation festgelegt. Es handelt sich im Wesentlichen um folgende Punkte:

- *Segmente*: Buy-out und/oder Venture? Ausschließlich Primär- oder auch Sekundärinvestitionen, Mezzanine eingeschlossen?
- *Geographie*: USA und/oder Europa? Osteuropa? Emerging Markets wie Asien und Indien?
- *Branchen/Industrien*: Breite Diversifikation über alle Branchen vs. Fokus auf bestimmte Branchen wie Telekom und Medien, oder Fokus auf bestimmte Technologien (z. B. Biotechnologie, IT, erneuerbare Energien, Materialien). Während VC-Fonds oft sehr fokussiert sind, ist das im Buy-out-Bereich weniger wichtig und ausgeprägt.
- *Auflegungsjahr des Fonds*: Wie beim Wein unterscheiden sich die „Jahrgänge“ zum Teil erheblich. „Weniger gute“ Auflegungsjahre sind z. B. von Investitionen zu Zeiten hoher Firmenbewertungen gezeichnet. Damit verringert sich die Chance, ein Vielfaches des Einkaufspreises zum Zeitpunkt des Verkaufs zu erzielen. Gleichzeitig wirken sich Jahre hoher Bewertungen jedoch sehr positiv auf die Renditen solcher Fonds aus, die in genau diesen Zeiträumen Firmen verkaufen (z. B. 2004/2005). Aufgrund der Langfristigkeit von PE-Investitionen, kann man den Markt und die Bewertungen nicht vorhersagen und somit auch nicht „timen“. Um sowohl von hohen als auch von niederen Bewertungen profitieren zu können, empfiehlt es sich, die letztlich erwünschte Private-Equity-Allokation über mehrere Jahre zu investieren, so dass am Ende ca. sieben bis acht Auflegungsjahre abgedeckt sind. Dies kann m.E. bereits durch zwei bis drei Dachfondsinvestitionen oder eine so genannte Evergreen-Struktur erreicht werden.
- *Investitionsprofil über die Zeit*: Das Kapital wird bei Buy-out-Fonds üblicherweise über drei, bei Venture-Capital-Fonds über fünf, und bei Dachfonds entsprechend zum Teil über sieben Jahre investiert und abgerufen. (Die so genannte Commitment-Perioden sind bei Dachfonds wesentlich kürzer (i. d. R. zwei Jahre), aufgrund der Investitionsperioden der zugrunde liegenden Fonds verzögern sich jedoch die Kapitalabrufe entsprechend). Grundsätzlich kommen nach ca. vier bis fünf Jahren die ersten Kapitalrückflüsse. Für den Fall, dass das Portfolio auch Sekundärmarkt Positionen enthält, sind auch schon früher, theoretisch ab Investment, Kapitalrückflüsse möglich. Essentiell ist, sich zu vergegenwärtigen, dass bei klassischen Fondsstrukturen zu keinem Zeitpunkt 100 Prozent des Kapitals investiert sein wird – es sei denn Reinvestitionen sind zulässig wie z. B. in Evergreenstrukturen. Stattdessen sind anfänglich ggf. 10 Prozent und im Maximum ca. 75-90 Prozent des zugesagten Kapitals tatsächlich investiert. Die restliche Zeit liegt das zugesagte Kapital im schlechtesten Fall mit geringer Verzinsung auf dem Geldmarktkonto. Der Investor sollte daraus folgende Konsequenz ziehen: Die zugesagten Mittel (committed capital) sollten immer höher sein als der tatsächlich gewünschte Anteil an investiertem Kapital in Private Equity!

5. Charakteristika von Private Equity

Unter „2. Was verbirgt sich hinter Private Equity?“ wurden fünf Aspekte von Private-Equity-Investments besonders hervorgehoben: höhere Renditen, geringere Volatilität, divergierende Korrelation zu traditionellen Anlageklassen, geringere Liquidität und geringere Transparenz. Im Ergebnis sollten diese Charakteristika sowohl zu einem vorteilhaften Risiko-Rendite-Profil der PE-Allokation an sich, als auch des Gesamtvermögens führen. Diese Aussagen sollen im Folgenden mit Inhalt gefüllt und ihre Werthaltigkeit stabilisiert werden.

5.1 Rendite

Bei dem Vergleich von Private-Equity-Fondsrenditen mit anderen Asset-Klassen gilt es drei Aspekte unbedingt zu berücksichtigen:

- Das Ergebnis des Vergleichs ist immer abhängig von dem gewählten Zeitraum (dies gilt für alle Anlageklassen).
- Private-Equity-Renditen sind nicht so eindeutig zu berechnen wie Renditen von börsennotierten Unternehmen, weil Private-Equity-Fonds nur quartalsweise berichten (nicht täglich), die Firmenbewertungen in den Quartalsberichten (i. d. R. nach EVCA-Richtlinien) nicht notwendigerweise die tatsächlichen Firmenwerte widerspiegeln (siehe dazu auch 5.2 Volatilität), und die Daten nur unvollständig vorliegen (nicht alle Fonds geben ihre Renditen entsprechenden Datenbanken).
- Im Gegensatz zu den meisten traditionellen Anlageklassen divergieren die von den Managern erzielten Renditen im Private Equity zwischen dem so genannten „Top Quartile“ (die besten 25 Prozent des Anlageuniversums) und dem Durchschnitt sehr stark (siehe Abbildung 1).

Damit sagt die meist veröffentlichte Durchschnittsrendite der Anlageklasse nur bedingt etwas über die tatsächliche Rendite aus, die der Investor letztlich erzielen kann. Um mindestens durchschnittliche Renditen, vorzugsweise jedoch überdurchschnittliche Renditen zu erzielen, ist eine sehr gute Kenntnis des Marktes und der Zugang zu überdurchschnittlich guten Firmen bzw. Fondsmanagern essentiell. Dies ist einer der wichtigsten Gründe, warum sich Investoren, die neu im Private-Equity-Markt sind, zunächst für Dachfonds-Investitionen entscheiden sollten. Nachdem ein erstes solides Portfolio aufgebaut, Kontakte geknüpft und ein Lerneffekt eingetreten ist, kann davon abgewichen werden.

Investment horizon (yrs.)	3	5	10	15	20
All European Buyout & Mezzanine Funds					
Average	3,3%	5,5%	12,9%	11,6%	12,3%
Top Quarter	12,4%	16,5%	37,8%	24,9%	28,7%

Quelle: Thomson Financial, cam private equity

Abbildung 1: Performance-Unterschiede im Buy-out und Mezzanine

Im Vergleich zu traditionellen Anlageklassen schneidet Private Equity selbst bei Verwendung der Durchschnittsrenditen hervorragend ab (siehe Abbildung 2). Dabei ist die Rate von negativen zu positiven Quartalen (Indikator für Verlustrisiko und Beständigkeit der Renditen) bei Aktien und „PE Gesamt“ nahezu identisch. Somit ist das Risiko-Rendite-Profil von Private Equity besser.

5.2 Volatilität

Die in Abbildung 2 aufgeführten Volatilitäten von Aktien (MSCI) im Vergleich zu Private Equity, insbesondere Buy-out, sind nahezu identisch. Es handelt sich hiermit um eine sehr konservative Berechnung. Die zugrunde liegende Studie geht davon aus, dass sich Public Equity (Aktien) und Private Equity letztlich vergleichsweise parallel bewegen, obwohl sich die Bewertungen bei Private Equity faktisch kaum ändern über die Zeit. Andere Studien (z. B. Deutsche Bank, 2004) arbeiten mit der Annahme, dass die Volatilität von Private Equity im Vergleich zu Aktien geringer ist. Sie begründen dies mit der tatsächlichen Werthaltigkeit der Unternehmen (unabhängig vom Geschehen am Aktienmarkt) und der Möglichkeit der Private-Equity-Manager, Zeiten niedriger Bewertungen am Aktienmarkt „aussitzen“ zu können, d. h. die Firmen nicht zu verkaufen bis die Bewertungen wieder steigen. Somit werden niedrige Bewertungen nicht realisiert.

	PE All	VC	Buyout	MSCI	JPM
Jährl. Rendite (seit 12.90)	13,80%	4,87%	13,49%	7,88%	9,74%
Anzahl neg. Quartale	30,19%	49,06%	38,78%	32,08%	20,75%
Anzahl pos. Quartale	69,81%	50,94%	61,22%	67,92%	79,25%
Volatilität	20,86%	26,83%	18,32%	18,33%	6,69%
Sharpe Ratio	0,44	0,01	0,48	0,18	0,76

Quelle: Avida Advisors, cam private equity

Abbildung 2: Chance-Risiko-Kennzahlen im Vergleich

Im Rahmen der Betrachtung von Rendite und Volatilität macht die Sharpe Ratio eine Aussage über die zusätzliche Rendite pro aufgenommene Risikoeinheit (mathematisch: Überschussrendite zu Volatilität). Sie ist damit ein Indikator für das Chance-Risiko-Potenzial einer Anlage. Je größer die Sharpe Ratio, desto besser das Verhältnis von Rendite zu Risiko. Das Chance-Risiko-Verhältnis von Private Equity ist eindeutig besser als das von Aktien (bei Ausblendung des Liquiditätsnachteils), trotz der vorliegenden konservativen Volatilitätsannahmen. Bei geringeren Volatilitätsannahmen verbessert sich das Ergebnis zugunsten von Private Equity noch mehr.

5.3 Korrelationen

Eine hohe oder niedrige Korrelation ist per se nicht positiv oder negativ, sondern hängt von dem Ziel ab, das ein Manager verfolgt. Korrelation bedeutet allgemein die Abhängigkeit zweier Variablen voneinander. Sie wird anhand des so genannten Korrelationskoeffizienten berechnet. Die Werte von Korrelationskoeffizienten liegen zwischen „-1“ und „+1“ (bzw. -100 Prozent und +100 Prozent). Ein Wert von „+1“ bedeutet, dass die Abhängigkeit der Variablen positiv linear verläuft. Ein Wert von „0“ bedeutet, dass keine Abhängigkeit zwischen den Variablen besteht.

Verschiedene Analysen kursieren, die eine mehr oder weniger niedrige Korrelation zwischen Private Equity und den traditionellen Anlageklassen Renten und Aktien ergeben. Abbildung 3 zeigt, welche Bandbreite an Korrelationsberechnungen existiert. Der europäische Branchen-

verband EVCA beziffert die langfristige Korrelation zwischen Private Equity und den Aktienmärkten mit 0,57 bis 0,59, weist aber darauf hin, dass die Korrelationsberechnungen weiterer Untersuchungen bedürfen.

Konkret in unserem Fall ist eine geringe Korrelation von Private Equity zu insbesondere Aktien wünschenswert, da erwartet werden darf, dass im Falle von negativen Entwicklungen in einer Anlageklasse, z. B. dem Aktienmarkt, die anderen Anlageklassen (z. B. Private Equity) nicht oder nur gering betroffen sind.

Je nachdem welches Ziel ein Manager verfolgt, kann eine hohe Korrelation auch positiv sein. Beispielsweise bedeutet eine hohe negative Korrelation, d. h. umgekehrte Abhängigkeit zweier Anlageklassen, dass die negative Entwicklung in einem Teil des Portfolios mit einer positiven Entwicklung in einem anderen Teil des Portfolios einhergeht (siehe Abbildung 3, z. B. Private Equity und Aktien versus Rentenpapieren; Hedgefonds arbeiten beispielsweise viel mit negativen Korrelationen).

Ohne die aufgeführten Korrelationskoeffizienten in Abbildung 3 im Detail zu diskutieren (man kann z. B. unterscheiden zwischen Buy-out und Venture, zwischen Europa und USA) wird deutlich, dass die Beimischung von Private Equity (auch zu einem aktien-orientierten Portfolio) das Gesamtrisiko bei höheren Renditen absenken könnte. Dies Ergebnis ist im Grundsatz stabil auch unter Verwendung unterschiedlicher Vergleichsgrößen (Abbildung 3, Tabelle 3a – versus Tabelle 3b).

	PE All	VC	Buy-out	MSCI	JPM
PE All	1	0,8086	0,8581	0,0088	-0,1867
VC	0,8086	1	0,3077	0,0754	-0,2164
Buy-out	0,8581	0,3076	1	0,1554	-0,0745
MSCI	0,0088	0,0755	0,1554	1	0,0982
JPM	-0,1867	-0,2164	-0,0745	0,09882	1

Tabelle 3a

	VC	Buy-out	Nasdaq	Russell 2000	S&P 500
VC	1	0,70	0,66	0,30	0,34
Buy-out	0,70	1	0,87	0,63	0,49
Nasdaq	0,66	0,87	1	0,74	0,82
Russell 2000	0,30	0,63	0,74	1	0,0982
S&P 500	0,34	0,49	0,82	0,74	1

Tabelle 3b

Quelle: MSCI, EcoWin, Thomson Financial, Avida Advisors, K. Kaymer; cam private equity
Abbildung 3: Korrelationen der Asset-Klassen, Berechnung seit 1992 aufgrund Buy-out-Daten

5.4 Transparenz

Die geringe Transparenz von Fonds- und Dachfondsinvestitionen wird des Öfteren von Investoren als Nachteil gegenüber traditionellen, börsennotierten Produkten angeführt. Es gibt lediglich quartalsweise Bewertungen seitens der Fondsmanager und keine am Markt generierten Tageskurse (mit Ausnahme von börsennotierten Produkten, siehe unten). Somit ist keine tagesaktuelle Bewertung der Assets möglich.

Sehr große Unterschiede gibt es allerdings im Reporting der Fonds und Dachfonds. Ein seriöser (Dach-)Fonds zeichnet sich durch detailliertes Reporting auf Firmen- bzw. Fonds-Ebene aus. Dies gilt sowohl für quantitative Informationen (z. B. Netto-IRR-Berechnungen nach Abzug aller Kosten; Berücksichtigung und Ausweisung von Wechselkurseinflüssen) als auch für qualitative Informationen. Zum Beispiel: Warum wurde eine Portfolio-Firma – und damit ggf. ein Fonds – hoch bewertet? Was sind die Gründe für weitere Kapitalziehungen oder auch Ausschüttungen? Welche Entwicklungen werden erwartet und warum? Solche Informationen sind im Zweifelsfall solider und langfristig aussagekräftiger als tagesgenaue Börsenkurse, die nicht nur notwendigerweise durch die zugrunde liegenden Werte der Firmen, sondern auch durch äußere Umstände wie Markttrends getrieben sind.

5.5 Liquidität

Private Equity ist eine langfristige Anlage. Die durchschnittliche Kapitalbindung beträgt fünf bis sieben Jahre, bei einer Fonds-Laufzeit von üblicherweise zehn Jahren (Kapitalbindung und Fonds-Laufzeit sind nicht identisch, weil das Kapital über mehrere Jahre abgerufen und dann wieder sukzessive ausgeschüttet wird bis zum Ende der Laufzeit). Relevante Kapitalausschüttungen erfolgen in der Regel vier bis fünf Jahre nach Fondsauflegung bei Verkauf der ersten Firmen aus dem zugrunde liegenden Portfolio – bei Sekundärmarktfonds auch schon früher. Ein vorzeitiger Verkauf (vor Ende der Laufzeit) der erworbenen Fondsanteile – und damit vorzeitige Liquidität – ist grundsätzlich auch möglich über den Sekundärmarkt. Aufgrund des starken Wachstums des Private-Equity-Sekundärmarktes in letzter Zeit ist dies heute wesentlich leichter als noch vor einigen Jahren. In Abhängigkeit von der Performance der zu veräußernden Beteiligung(en) wird beim Verkauf ein Bewertungsabschlag hinzunehmen oder ggf. auch ein Premium zu erzielen sein.

5.6 Börsennotierte Private-Equity-Produkte – Lösung für Transparenz- und Liquiditätsthematik?

Um die Probleme der Liquidität und zum Teil der Transparenz zu umgehen, werden Private-Equity-Fonds seit einigen Jahren an der Börse notiert. Damit wird ihr Wert nicht mehr von dem entsprechenden Fondmanager nach EVCA- (oder in USA NVCA-) Richtlinien kalkuliert und festgelegt, sondern ihre Bewertung läuft über den Börsenkurs, d. h. der Preis richtet sich nach Angebot und Nachfrage und nicht notwendigerweise nach dem tatsächlichen Wert des zugrunde liegenden Portfolios. Eine Börsennotierung ist jedoch in den meisten Fällen nur eine vordergründige Lösung, sowohl des Transparenz- als auch des Liquiditätsproblems. Da es sich in der Regel um vergleichsweise kleine Fondsgrößen handelt, die faktisch nicht liquide sind, ist wirkliche Liquidität weiterhin selten gegeben. Ein Verkauf wird – gerade in schlechten Zeiten – zwar eventuell einfacher und schneller durchzuführen, der Bewertungsabschlag aber vergleichbar mit dem Sekundärmarkt sein. Im Zweifelsfall ist der Abschlag sogar höher, da die unerfahrenen (meist privaten) Investoren unruhig werden und ihre Anteile in den Markt werfen – wie im Aktienmarkt.

Unklar ist noch, ob börsennotierte PE-Anlagen schlechtere Renditen erzielen als klassische PE-Anlagen. Einer Analyse von Huss³ zufolge ist das Ergebnis abhängig davon, welche Bewertungsmethode zugrunde gelegt wird. Bei der gängigen Berechnung auf Grundlage von IRRs schneiden börsennotierte Fonds je nach Anlagestrategie im Durchschnitt bis zu 7 Prozent p. a. schlechter ab als nicht börsennotierte Produkte. Ein dramatischer Unterschied. Bei einer neuen, von Huss⁴ vorgeschlagenen Berechnungsmethode sind die Renditen relativ ähnlich. Die Wahrheit liegt vermutlich irgendwo dazwischen.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die mangelnde Transparenz nur vordergründig durch einen formalen Tageskurs, und das Liquiditätsthema auch bei Börsennotierung nicht wirklich grundlegend gelöst werden. Stattdessen verliert eine PE-Anlage durch die Börsennotierung aber mit großer Wahrscheinlichkeit nicht nur einen Teil ihrer Rendite, sondern verändert auch ihre Volatilitäts- und insbesondere Korrelationseigenschaften, wegen derer sie ursprünglich in die strategische Asset Allocation mit aufgenommen wurde. Die Volatilitäts- und Korrelationseigenschaften sind – wie oben gezeigt – wesentlich für das attraktive Risiko-Rendite-Profil – sowohl der Anlageklasse Private Equity selber als auch des Gesamtportfolios. Somit überwiegen aus Sicht der Autorin die Nachteile einer Börsennotierung.

³ Huss, Matthias: Performance Characteristics of Private Equity. An Empirical Comparison of Listed and Unlisted Private Equity Vehicles, University of Basel, Working Paper, Oktober 2005.

⁴ A.a.O.

6. Zusammenfassung

Private Equity bietet die Chance auf höhere Renditen als der Aktienmarkt. Aber das ist nicht alles. Aus Risikogesichtspunkten ist entscheidend, dass trotz einer sicherlich möglichen Ausfallrate einzelner eingegangener Unternehmensbeteiligungen, größere Verluste auf Fondsebene gering sind. Auf Ebene der Dachfonds ist das Risiko, Verluste zu erleiden, nochmals geringer und liegt unter einem Prozent (Weidig/Mathonet⁵). Die Volatilität von PE ist im Zweifelsfall geringer als im Aktienmarkt. Die Sharpe Ratio ist höher als die von Aktien, was bedeutet, dass das Risiko/Rendite-Profil von Private Equity besser ist als das von Aktien. Die Korrelation zu anderen Anlageklassen, insbesondere Aktien, ist zwar nicht eindeutig, aber keinesfalls 1 (d. h. identisch). Somit verbessert die Beimischung von Private Equity zu traditionellen Anlageklassen in jedem Fall nicht nur die Rendite, sondern in der Regel auch das Risiko-Rendite-Profil. Zusammenfassend ist das Risiko-Rendite-Profil von Private Equity allen traditionellen Anlageklassen eindeutig überlegen.

Das Ziel dieses Beitrags war es, dem vermögenden Privatinvestor und/oder Inhaber eines Family Office ein besseres Verständnis für die Anlageklasse zu vermitteln. Einerseits wurde eine unverblümete, sachliche Darstellung der Vor- und Nachteile dieser Anlageklasse gewählt, die die wesentlichen Eigenschaften von PE-Investitionen herausstellt – unabhängig von Banken- oder Produktinteressen. Andererseits wurde darauf hingewiesen, wie nahe Private-Equity-Investitionen dem Unternehmertum sind. Das Verständnis und die Affinität für die Anlageklasse dürfte aufgrund der meist mittelständischen Firmeninvestitionen im Falle von Familien mit unternehmerischem Hintergrund besonders hoch sein. Damit ist Private Equity für große Privatvermögen gerade dann geeignet, wenn entweder die eigenen unternehmerischen Engagements in Private Equity ergänzt werden sollen (um beispielsweise die Diversifikation innerhalb der „Eigenkapital-Investitionen“ zu erhöhen), wenn keine eigenen unternehmerischen Aktivitäten bestehen, und/oder diese bereits veräußert wurden. Der Investor hat die Möglichkeit, je nach Auswahl der Fonds, bis zu einem gewissen Grad unternehmerischen Einblick zu erhalten, wie er es gewohnt ist. Darüber hinaus bieten manche Fonds für den „aktiveren“ Investor auch Co-Investment-Opportunitäten an. Diese ermöglichen zusätzlich zu dem diversifizierten Fondsinvestment eine selektive, direkte Beteiligung in Unternehmen, ohne dabei operative Managementverantwortung übernehmen zu müssen.

Unabhängig davon, für welche Art von Private-Equity-Investment man sich entscheidet – Fonds oder Dachfonds –, wichtig ist, einen wirklich guten Fonds zu kaufen, der idealerweise nicht durch zusätzliche Bankengebühren an Rendite einbüßt. Die Bewertung und Auswahl von guten (Dach-)Fonds ist nicht einfach. Sie sollte daher mit jemandem vorgenommen werden, der die Branche wirklich versteht und den Überblick über die verschiedenen Fonds im Markt hat.

⁵ A.a.O.

