

Private Equity – Herausforderungen für den Investor

Die Kapitalmärkte bergen für institutionelle Investoren immer neue Herausforderungen. Nachdem die Aktienmärkte sich von der Baisse weitestgehend erholt und teilweise schon neue Allzeithochs erklommen haben, liegen die Renditen von festverzinslichen Wertpapieren weiterhin am Boden. Nicht zuletzt auch wegen der hohen Menge an verfügbarer Liquidität versuchen institutionelle Anleger die Diversifikation in ihren Portfolios durch Beimischung von alternativen Investments zu erhöhen.

Dadurch steigern Hedgefonds, CLOs, ABS, CDOs, Commodities und nicht zuletzt Private-Equity-Fonds das Interesse der institutionellen Anlegerschaft. Besonders die Private-Equity-Fonds sind zuletzt durch spektakuläre Deals aber auch durch die Debatte einiger Politiker verstärkt ins Licht der Öffentlichkeit gerückt. Aber gerade um in diese Assetklasse langfristig erfolgreich zu investieren, ist aufgrund der besonderen Eigenschaften wie Illiquidität, Renditedifferenzen der einzelnen Fonds oder aber des J-Curve Effektes, ein strukturierter Investmentprozess eine notwendige Voraussetzung.

Aktuelle Trends am Private-Equity-Markt

Das Fundraising der Private-Equity-Fonds verläuft hochvolatil. Nachdem besonders in Europa diese alternative Assetklasse in den neunziger Jahren noch ein Schattendasein fristete, konnte im Jahr 2000 parallel zum Boom am Aktienmarkt zunächst ein Rekord an neu eingeworbenen Mitteln erzielt werden. Wurden damals in den USA 180 Milliarden US-Dollar und in Europa 60 Milliarden Euro an neuen Mittel eingesammelt, so rutschte das Fundraising in den Folgejahren um mehr als die Hälfte ab. Die Private-Equity-Fondsmanager hingegen investierten gerade in der Schwäche-

phase weiter, sodass der Kapitalüberhang aus den Boomzeiten fast vollständig abgebaut wurde.

Seit 2005 erholt sich der Private-Equity-Markt wieder deutlich, und in 2006 wurden beim Fundraising neue Rekorde von zirka 270 Milliarden Euro erzielt. Der europäische Private-Equity-Markt gewinnt zwar langsam und vor allem durch die großen angelsächsischen Fonds an Fahrt, ist aber im Vergleich zu den USA, die 65 Prozent der Gelder einsammeln, noch unterentwickelt. Auch in der asiatischen Region erholt sich der Private-Equity-Markt, hier fließen nur zirka fünf Prozent des weltweiten Private-Equity-Kapitals hinein. Allerdings sind dort vor allem die rechtlichen

Kay P. Kaymer, Investment Manager, Ratingen, und Prof. Dr. Jens Kleine, Inhaber des Lehrstuhls für Unternehmensführung und Finanzdienstleistungen, Steinbeis-Hochschule Berlin

Während es bei traditionellen Assetklassen wie Aktien oder Renten für institutionelle Investoren fast schon zur Routine geworden ist, selbst oder mit externer Unterstützung eine objektive Investmententscheidung zu treffen, fällt das bei den sogenannten Alternative Investments deutlich schwerer. Allein schon die geringere Transparenz dieser Märkte, so erläutern die Autoren am Beispiel Private Equity, hindert an einer klaren Beurteilung und erhöht folglich die Unsicherheit einer Anlageentscheidung für Investoren. Als Mittel zur Erleichterung des Investmentprozesses weisen die Autoren auf ein Scoring-Modell, das sich an den vier Beurteilungskriterien Track Record, Expertise des Managementteams, Investmentstrategie sowie einigen Kostenkomponenten orientiert und ein regelmäßiges Controlling und Monitoring auf Quartalsbasis nahe legt. (Red.)

und makroökonomischen Unsicherheiten (Kapitalverkehrskontrollen, politische Unsicherheiten) besonders groß (Abbildung 1).

Von den zirka 500 Fonds, die sich in 2006 im Fundraisingprozess befanden, waren nur sechs Prozent Mega Leveraged Buy Out Fonds, die allerdings schätzungsweise 37 Prozent des gesamten Kapitals managen. Mid und Small Cap Buy Out Fonds konnten ein ähnlich hohes Volumen auf sich ziehen. Währenddessen schafften es Venture Capital Fonds nur 16 Prozent des frischen Kapitals einzusammeln (Abbildung 2).

Wie aufgezeigt, fließt momentan viel frisches Geld in die Private-Equity-Fonds, die in den vergangenen Jahren stets besser als die öffentlichen Kapitalmärkte performt haben und im Portfoliokontext eine sinnvolle Beimischung darstellen. Fraglich bleibt, ob sich bereits die viel diskutierte Blase im Private-Equity-Markt gebildet hat. Das lässt sich allerdings zum jetzigen Zeitpunkt nicht beantworten. Während am Aktienmarkt unter Umständen technische Indikatoren als Hilfsmittel für das Market Timing und zur Messung einer Überhitzung eingesetzt werden können, ist dies bei Private-Equity-Fonds nicht möglich. Auch vor diesem Hintergrund müssen Private-Equity-Investments besonders kritisch und umfangreich geprüft werden.

Eine intransparente Assetklasse

Im Vergleich zu traditionellen Assetklassen weisen Private-Equity-Fonds einige Besonderheiten wie Illiquidität und den J-Curve Effekt auf. Weitere zu beachtende Faktoren werden zunächst kurz erläutert, um diese im Anschluss dementsprechend in ein Scoring Modell zu implementieren.

Für Private-Equity-Fonds existieren zwar einige Datenbanken, welche aber nur

einen Teil des Marktes widerspiegeln. Die Datenbank von Venture-Xpert beispielsweise ermöglicht eine ex post Betrachtung nach eigenen Angaben von zirka 60 Prozent des gesamten Private-Equity-Fonds Universums.

Ebenfalls veröffentlichen US-Pensionskassen Bestandteile ihres Private-Equity-Portfolios inklusive Volumina und Performanceangaben. Das lässt zwar eine ex post Analyse der Renditen zu, allerdings müssen bei Private-Equity-Investments viele Faktoren mit in den Investmentprozess und die Fondsselektion einbezogen werden, die nur durch eine tiefer gehende Due Diligence erkennbar werden.

Sektorenauswahl als einer der Erfolgsfaktoren

Zwischen dem Fondsmanagement und dem Investor herrscht eine hohe Informationsasymmetrie, die unter anderem aus tiefer gehenden Informationen der Private-Equity-Manager über die Zielunternehmen resultieren, die den Investoren nicht im vollem Umfang zur Verfügung stehen. Gestiegt wird die Problematik der Informationsasymmetrie dadurch, dass im Vergleich zu den traditionellen Assetklassen wie Aktien, Renten sowie teilweise Hedgefonds keine Marktpreise für die einzelnen Investments und somit das ganze Portfolio vorhanden sind. Diese Assetklasse bleibt trotz der teils veröffentlichten Performancekennzahlen aufgrund ihrer besonderen Eigenschaften wie der Illiquidität eine für den Investor relativ intransparente Assetklasse.

Ob ein Private-Equity-Fonds-Engagement erfolgreich verläuft, ist größtenteils abhängig von dem Fondsmanagement. Da ein Ausstieg während der Laufzeit des Fonds kaum möglich ist, muss umso mehr bei der Investmententscheidung auf das Fondsmanagement geachtet werden. Die Renditeunterschiede zwischen den einzelnen Fondsmanagern in den gleichen Vintages und Sektoren sind erheblich und liegen teilweise bei 25 Prozent per annum und mehr. In den Public-Market-Fonds sind die Performanceunterschiede zwischen den einzelnen Fondsmanager wesentlich geringer, und es ist möglich aufgrund der Liquidität jederzeit die „Notbremse“ zu ziehen.

Ebenfalls ein Erfolgsfaktor ist die Sektorenauswahl. Jedoch zeigt auch hier die Historie, dass es unmöglich ist, langfristige exakte Prognosen zu treffen. Während bei Aktien- und Rentenpapieren kurz- und mittelfristig Trendsysteme Erfolg versprechen, ist bei Private Equity aufgrund der langen Bindung von mindestens zehn Jahren kaum eine zielgenaue Prognose möglich. Deswegen ist es wichtig, ein Portfolio langfristig und diversifiziert aufzubauen. Markttiming-Ansätze haben bei dieser Assetklasse keinen Erfolg.

Der strukturierte Investmentprozess

Aufgrund der aufgeführten speziellen Eigenschaften der Assetklasse Private Equity ist es für den Investor notwendig, festgelegte Investmentkriterien zu definieren und den Investmentprozess genau zu umschreiben. Durch die steigende Anzahl von aktiven Fonds (derzeit zirka 8 000 „leben-

de“ weltweit) und auch die wachsende Anzahl von Managementgesellschaften wird die Fondsselektion erschwert.

Der eigentliche Investmentprozess untergliedert sich dabei in sieben Ebenen. Zunächst muss eine Analyse des gesamten Private-Equity-Marktes vorgenommen werden, anschließend folgt ein erstes Screening. Danach wird eine Vorselektion der Private-Equity-Fonds auf Basis der definierten eigenen Asset Allocation getroffen.

Due Diligence als Entscheidungsgrundlage

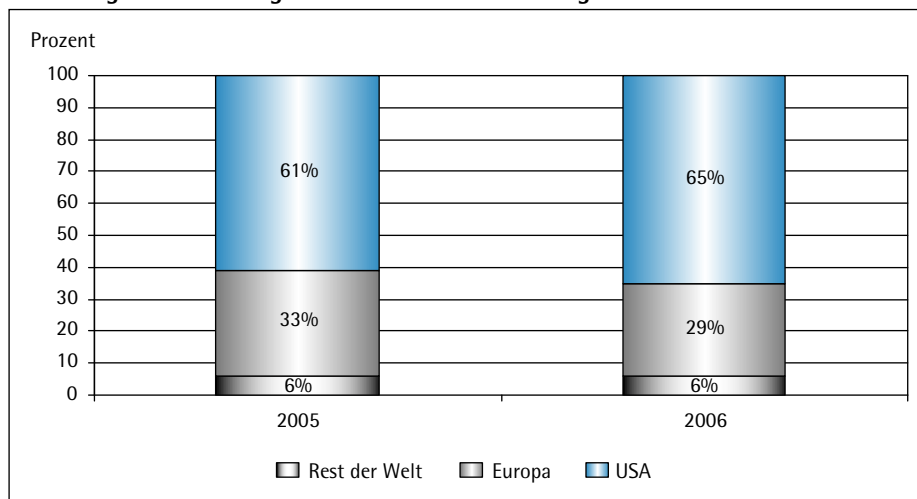
Die tiefer gehende Due Diligence der einzelnen Private-Equity-Fonds erfordert eine hohe Expertise der komplexen Assetklasse und dient als Grundlage zur Entscheidungsfindung. Im Anschluss an das Investment ist ein fortlaufendes Monitoring und Controlling erforderlich, auch wenn die Handlungsmöglichkeiten im Vergleich zu traditionellen Assetklassen eher gering sind.

Ebenfalls muss definiert werden, ob die Anlagestrategie mittels Investments in Fund of Funds oder in Singlefonds umgesetzt wird. Bei einer Allokation von größeren Volumina (> 50 Millionen Euro) in die Assetklasse Private Equity ist es auch aufgrund der Kostenstruktur sinnvoller zumindest größtenteils in Singlefonds zu investieren. Bei nicht vorhandener Expertise im eigenen Hause können Consultants oder ein Advisor eingeschaltet werden.

Das Fondsrating-Verfahren muss im Allgemeinen nachvollziehbar, aktuell, abgeschlossen, verfügbar und konstant sein. Bei Scoring-Verfahren im Private-Equity-Markt ist eines der Problemfelder, dass viele qualitative Faktoren mit einbezogen werden müssen. Statistischen Kennzahlen, wie etwa Volatilität und Drawn Down, die bei traditionellen Assetklassen und Hedgefonds verwendet werden, sind nicht verfügbar oder deren Einsatz ist nicht sinnvoll.

Qualitative Kriterien beinhalten einen erheblichen Bewertungsspielraum, da entscheidende Personen die gleichen Ergebnisse unter Umständen unterschiedlich interpretieren. Deswegen müssen es beim Scoring von Private-Equity-Fonds die Vergabemethoden genauestens definiert werden und möglichst viele Verantwortliche mit in den Prozess eingebunden.

Abbildung 1: Fundraising-Aktivitäten 2006 nach Regionen



Das Research Center for Financial Services hat ein Scoring Modell für Private-Equity-Fonds entwickelt, das die grundlegenden Daten auf Basis eines Questionnaires ermittelt. Dadurch kann sichergestellt werden, dass eine Entscheidung über ein Investment oder Nichtinvestment möglichst objektiv durchgeführt wird und subjektive Aspekte verdrängt werden. Der Questionnaire enthält eine Vielzahl von Fragen, auf die im Weiteren näher eingegangen wird.

Einige professionelle Private-Equity-Häuser bieten bereits interessierten Investoren ein vorgefertigtes Questionnaire an, allerdings beinhalten diese häufig nicht alle offenen Punkte. Ein mehrfaches persönliches Gespräch mit dem Fondsmanagement ist zudem unumgänglich, um zumindest einen groben Eindruck von der Arbeitsweise zu erhalten und offene Punkte abzuklären.

Private-Equity-Scoring-Modell zur Investitionsentscheidung

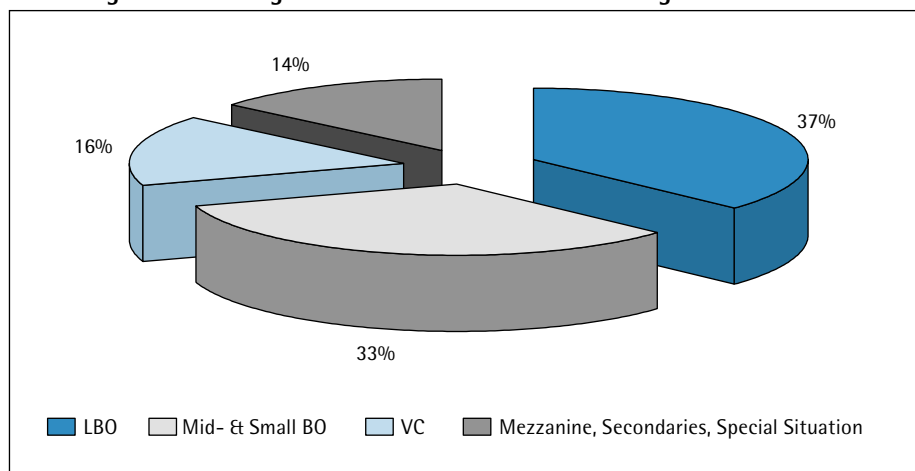
Das Scoring Modell, das aus dem Questionnaire abgeleitet wird, untergliedert sich in vier Hauptbereiche, die sich im Anschluss wiederum in Subkomponenten aufsplitten: Managementteam, Legal Structure, Investment Strategy & Process sowie Track Record.

Werden alle Interessenskonflikte ausgeschaltet? Wird die Informationsasymmetrie so weit wie möglich reduziert? Die Antworten auf diese und weitere Fragen werden durch Knock Out-Kriterien für der einzelnen Unterpunkte abgedeckt. Dadurch wird gewährleistet, dass Fonds, die schwer bewertbar sind oder bei denen erhebliche Interessenskonflikte vorprogrammiert sind, von vornherein nicht in die Selektion mit einfließen.

Weiter muss eine Key-Man-Clause vorhanden sein, damit die entscheidenden Portfoliomanager langfristig gebunden werden. Zudem sollten in dem Vertrag weitere generelle Interessenskonflikte ausgeschaltet werden. Dazu zählt unter anderem das Verbot, dass das Management oder Angehörige von Zielunternehmen beteiligt sind oder aber deren Gremien beiwohnen.

Die Ausdehnung der Knock Out-Kriterien ist grundsätzlich ebenso wie der teilweise Verzicht in Abhängigkeit der Risikoeinstellung des Investors möglich. Allerdings muss gewährleistet sein, dass die Kriterien strin-

Abbildung 2: Fundraising-Aktivitäten 2006 nach Produktsegmenten



gent angewendet werden. Wir zählen zu weiteren potenziellen Knock Out-Kriterien unter anderem Captivefonds, Unabhängigkeit des Managementteams sowie First-Time-Fonds.

Den Hauptschwerpunkt im Scoring Modell hat der Track Record, da dies der einzige quantitative Faktor ist. Dieser schlägt sich in der 40-prozentigen Gewichtung im Gesamtscore nieder. Als wichtige Subkomponenten sind hier vor allem die bisherige Netto IRR, und die Anzahl der bisher verwalteten Fonds entscheidend.

Um die Verteilung und Repräsentativität des Track Records zu überprüfen werden unter anderem folgende Fragen gestellt: Gibt es einen Manager, der herausragende Ergebnisse liefert? Aus wie vielen Deals setzt sich der Track Record zusammen? Denn ein einziger sehr guter Deal oder ein einziger herausragender Manager können das Gesamtergebnis nach oben verzerren, was im Scoring berücksichtigt werden muss.

Managementteam

Da bei Private Equity besonders die Expertise der Portfoliomanager für den langfristigen Erfolg entscheidend ist, ist das Managementteam die zweitwichtigste Komponente und wird mit 30 Prozent im Gesamtscore berücksichtigt. Als wichtige Subkomponenten sind deswegen die regionale und die Industrieexpertise sowie die Erfahrung des Managementteams am höchsten gewichtet. Die Anzahl der Manager und deren Altersstruktur ist ebenso bedeutsam, aus dem Grund, dass ausreichende Kapazitäten für die langfris-

tige Betreuung der Unternehmen und dem Abarbeiten des Deal Flows gewährleistet werden können.

Der Bestandteil Investment Strategy & Process soll Aufschluss darüber geben, inwieweit das Managementteam eine klar definierte Strategie verfolgt. Ein zu generalistischer Ansatz ist gerade in der komplexen Assetklasse nicht von Vorteil.

Legal Structure

Ebenso bedeutend ist es, dass das Managementteam über ein ausreichendes Netzwerk verfügt, um einen entsprechenden Deal Flow zu generieren. Gleichzeitig ist eine aktive Betreuung der einzelnen Zielunternehmen wichtig, damit diese im Management unterstützt werden und bei wichtigen Entscheidungen eingegriffen werden kann. Damit ein Verkauf der Zielunternehmen erfolgreich verläuft, sollte bereits zu Beginn des Investments eine Exit-Strategie erarbeitet werden.

Last but not least ist die Legal Structure ein Bestandteil des Scoring Modells, auch wenn diese in der Summe nur mit zehn Prozent gewichtet wird. Allerdings wurden bereits vorab per Knock Out-Kriterien einige Punkte aus diesem Segment abgearbeitet.

Es ist dennoch wichtig die Kosten in Form der Management Fee, Set up-Kosten sowie der anreizkompatiblen Vergütungskomponenten auf Branchenkonformität zu analysieren. Der Investor sollte vor dem Investment abklären, ob das Reporting alle gewünschten Kennzahlen beinhaltet, um

diese in die gesamte Portfoliosteuerung zu integrieren.

Punktevergabemodus, Controlling und Monitoring

In dem Scoring Modell werden jeweils zwischen einem Punkt für sehr schlechtes/nicht erfülltes Kriterium bis fünf Punkte für sehr gutes/voll erfülltes Kriterium vergeben. Diese werden anschließend auf beiden Ebenen gewichtet. In der Summe werden durch die einzelnen Gewichtungen somit maximal fünf Punkte und mindestens ein Punkt erreicht. Das Scoring Modell zeigt – nach Auswertung aller Subkomponenten – in einer Kennzahl an, ob der Private-Equity-Fonds ein Investmentgrade, das vorher definiert wird, aufweist oder nicht. Dadurch wird ein diskretionäres Verhalten der Entscheider erheblich reduziert und eine gewisse Objektivität wird gewährleistet.

Nach der ausführlichen Due Diligence und dem Investment, ist es bei Private-Equity-Investments ebenso wie bei traditionellen Assetklassen wichtig, die laufende Entwicklung zu beobachten. Dazu gehört die Überwachung der Performance, das Risikomanagement und die Einhaltung der Anlagestrategie. Allerdings gestaltet sich der Controlling-Prozess komplex, da sich Private-Equity-Fonds aufgrund ihrer Eigenarten erheblich von traditionellen Assetklassen unterscheiden. So steht die Performance erst am Ende der Laufzeit des Fonds fest, während diese bei traditionellen Assetklassen ständig überprüft werden kann, da Marktpreise vorhanden sind.

Die fortlaufende Überwachung des Net Asset Value's (NAV) und der Rendite (IRR)

ist zwar logisch und sinnvoll, die Aussagekraft bleibt jedoch zeitweise, aufgrund der Bewertungsspielräume der nicht veräußerten Beteiligungen, eingeschränkt. Aus diesem Grund ist es vor allem wichtig zu überwachen, ob das Management den Investmentstil einhält, das Reporting zeitnah und mit allen notwendigen Angaben veröffentlicht, die Anzahl und Höhe der geplanten Beteiligungen erfüllt sowie einen aktiven Hands on Ansatz verfolgt.

Zur Überwachung des Style Drifts gehört vor allem, zu prüfen, ob der Manager in der vereinbarten Zielbranche und Region sowie in den vorher definierten Volumenordnungen seine Investments tätigt. Andernfalls wird die Asset Allocation des Investors gestört und der Fondsmanager hat unter Umständen nicht die ausreichende Expertise hierfür.

Fortlaufend sollten, auch um das Gesamtbild aller Assetklassen im Kontext einordnen zu können, weiterhin das Länder- und Währungsexposure überprüft werden, damit ein eventuelles Hedgingprogramm angepasst wird und Länderlimite nicht überschritten werden. Weiterhin ist es wichtig zu überwachen, wie viel Kapital bereits abgerufen wurde und wie viel noch zum Abruf bereit steht, um das Liquiditätsmanagement zu vervollständigen.

Ausgewogenes Portfolio aufbauen

Auf Einzeldealebene sollte ein Controlling durchgeführt werden, um die Entwicklung des NAV und der IRR zumindest ansatzweise nachvollziehen zu können. Dazu gehören unter anderem der Kapitaleinsatz und die Anteilshöhe sowie die Umsatz- und Ebit-Entwicklung.

Das Controlling und Monitoring sollte regelmäßig auf Quartalsebene stattfinden, um so zeitnah informiert zu sein. Ein direktes Eingreifen bei dieser Assetklasse ist kaum möglich. Ein Sitz im Investment-Committee (abhängig von Größe des Investments und eventueller Wahl durch die anderen Investoren) kann ein Vetorecht bei gewissen Deals ermöglichen. Die letzte Option bleibt der Verkauf des Fonds an einen Secondaryfonds.

Um langfristig erfolgreich in die Assetklasse Private Equity zu investieren ist es somit notwendig, ein sowohl regional als auch von den Investmentstilen her ausgewogenes Portfolio über mehrere Vintages hinweg aufzubauen. Weiterhin ist eine hohe Expertise und ein großer Arbeitsaufwand bei der tief gehenden Due Diligence und dem anschließenden Controlling der Preis für erzielbare hohe Renditen.

Entscheidungsgrundlagen verbessern

Bei traditionellen Assetklassen wie Aktien oder Renten ist es für institutionelle Investoren selbstverständlich – in der Regel auf Basis quantitativer Faktoren – eine objektive Investmententscheidung zu treffen. Währenddessen stehen bei Investmententscheidungen in Single oder aber Fund of Funds in der Assetklasse Private Equity allzu häufig subjektive Kriterien im Vordergrund. Um langfristige nachhaltige hohe Renditen zu erzielen, ist es notwendig die Investmententscheidungen durch einen strukturierten nachvollziehbaren Investmentprozess zu begleiten. Weiterhin kann die Entscheidung dann vor den Kontrollgremien nachvollziehbar erläutert werden und eventuelle rechtliche Aspekte wie der Sarbanes Oxley Act werden ebenso dadurch abgedeckt.

Das vorgestellte Scoring Modell bietet die Möglichkeit, eine möglichst objektive Entscheidungsgrundlage für Private-Equity-Fonds zu erhalten. Das Modell ist in den einzelnen Subkomponenten ebenfalls anpassbar auf die besonderen Eigenschaften von Immobilienfonds und somit auch auf diese Assetklasse anwendbar. Der institutionelle Investor kann dadurch den Investmentprozess und auch das anschließende Controlling und Monitoring einheitlich, nachvollziehbar und stringent gestalten und unter langfristigen Gesichtspunkten ein erfolgreiches Private-Equity-Portfolio aufbauen.