

Private Equity-Fonds bieten mehr Sicherheit in schlechten Zeiten

VON MICHAEL KORDOVSKY

23. Oktober 2019 Finanzen



© Nicolas Herrbach

Private-Equity Fonds halten sich aktuell mit Rekord-Cashreserven von 1,14 Billionen US-Dollar Pulver trocken für schlechtere Zeiten. Bereits in der letzten Finanzkrise zeigten Firmen mit einem Private-Equity-Fonds im Hintergrund eine höhere Investitionsbereitschaft als jene ohne diese starke Allianz.

Ein im Vergleich zu Aktien besseres Chancen/Risiko-Verhältnis in Krisenzeiten aber auch generell attraktive Erträge sprechen für diese Anlageklasse. In der nächsten Rezessionsphase könnten sich reihenweise antizyklische Einstiegschancen, insbesondere für Buyout-Fonds, ergeben. Langfristig orientierte Privatanleger können, vor allem in Deutschland, über Private-Equity-Dachfonds bei überschaubaren Risiken Renditechancen wahrnehmen. Zahlreiche fundierte Studien stellen nämlich der Anlageklasse „Private Equity“ ein gutes Zeugnis aus.

Viele haben noch die Vorurteile, dass heutige Buyout-Fonds noch so agieren wie während der „Shareholder-Value“-Welle der 80er-Jahre. Damals hatten Mischkonzerne viel Speck angesetzt. Unternehmensführung war von einer gewissen „Sammelleidenschaft“ geprägt und riesige Konglomerate notierten häufig weit unter ihrem inneren Wert bei Freisetzung von Rationalisierungs- und Restrukturierungspotenzialen. Genau das nützten damals diverse Unternehmensaufkäufer aus. Sie zerschlugen Konzerne und fokussierten sich auf Kernbereiche, die sie effizient managten. Der Übernahmepreis war schnell aus Verkaufserlösen und Cash Flows der aufgekauften Einheiten abgezahlt. Diese damalige Sondersituation prägte über Jahrzehnte das Bild und trug zur sogenannten „Heuschreckendebatte“ bei. Doch die Zeiten haben sich geändert.

Heute stehen Vertriebskontakte und Marketing im Vordergrund

Heute läuft die Wirtschaft viel effizienter. Die Digitalisierung ist in den entwickelten Ländern bereits weit fortgeschritten. Nun geht es viel mehr um Networking, vor allem im Vertrieb und Marketing-Strategien werden immer wichtiger. Die heutigen Teams von Buyout-Fonds bestehen aus hochgradigen Branchenspezialisten mit ausgezeichnetem Kontaktnetzwerk. Hinzukommt Know How zur Verbesserung der Produktqualität und hervorragende Techniker ermöglichen nochmals eine leichte Effizienzsteigerung. Das führt zu Win-Win-Situationen: Unternehmer, die nach der Buyout-Transaktion noch eine kleine Kernbeteiligung hielten konnten auf diese Weise den Wert eines Anteils von z.B. nur 20 Prozent häufig auf

den mehrfachen Ausgangswert des gesamten Unternehmens steigern. Hinzukommen motivierte Mitarbeiter und zufriedene Anleger. Eine Besonderheit der heutigen Zeit liegt in der Beachtung von Nachhaltigkeitskriterien. Beispielsweise achtet die RWB bei der Auswahl ihrer Zielfonds darauf, dass von dessen Fondsmanagern die UN Principles for Responsible Investment (UN PRI) eingehalten werden.

Private-Equity-Fonds (v.a. Buyout-Fonds) agieren in der heutigen Zeit vielmehr nach dem Saat-Ernte-Prinzip, wobei sie in Krisenzeiten sogar antizyklisch investieren, was ein guter Zugang zu Kapital ermöglicht. Diese Verhaltensmuster zeigten sich bereits während der Finanzkrise 2007 bis 2009, woraus eine höhere Krisenresistenz, also mehr Sicherheit in einer kritischen Marktsituation resultierte. Das ist wissenschaftlich bewiesen:

PE-Fonds sind zuverlässige Partner in der Krise

Ein Team von Forschern der US-amerikanischen Elite-Universitäten Stanford, Harvard und der Northwestern University hat untersucht, wie sich Private-Equity-finanzierte Unternehmen in der Finanzkrise ab 2007 entwickelt haben (Studie: „Private Equity and Financial Fragility during the Crisis; Shai Bernstein, Josh Lerner und Filippo Mezzanotti 2017). In einem ersten Schritt werteten sie 722 Firmen in Großbritannien aus, die folgende Kriterien erfüllten: Bis Ende 2007 wickelten sie einen Beteiligungs/Übernahmedeal mit einem Private Equity Fonds ab, wobei die Stile Growth-Buyout, Venture Capital und Expansionskapital ausgeschlossen wurden. Übrig blieben die Ereignisse Going Private, Leveraged Buyout, Management Buyout und Plattform. Exits dürfen nicht vor Ende 2008 stattgefunden haben. Darüber hinaus mussten bei den Unternehmen Daten bezüglich Branche, Gesamtkapitalrentabilität, Investitionsausgaben, Assets und Leverage vorhanden sein. Dann wurde eine Kontrollgruppe bestehend aus primär privaten Unternehmen ohne PE-Partner gebildet, die jenen der PE-Gruppe in punkto Gesamtkapitalrentabilität, Leverage, Investment, Eigenkapital und vorhandener Schulden möglichst ähnlich waren. Auch hatten beide Gruppen die gleiche Branchenverteilung. Insgesamt konnten in einem komplexen Verfahren von den 722 Firmen mit PE-Partner 434 mit einer Kontrollgruppe bestehend aus 1550 Unternehmen gematched werden. Der Fokus der Untersuchung auf Großbritannien macht Sinn, da dort der Private-Equity-Markt vor der Finanzkrise 11% des BIP betrug. Zu dieser Zahl gelangt man mit einer Division der gesamten akquirierten Volumen zwischen 2004 und 2008 (Schätzung der European Venture Capital Association und PEREP Analytics) durch das BIP 2008. Die betrachtete Zeitspanne waren die Jahre 2004 bis 2011.

Ergebnisse:

Firmen mit Private-Equity-Hintergrund drosselten ihre Investitionen im Zuge der Finanzkrise weniger stark als andere. Im Bezug auf Assets stand in der Nach-Krisen-Periode 6% mehr Kapital für Investitionen zur Verfügung.

Die Netto-Eigenkapital-Beiträge waren während der Finanzkrise in der „Private-Equity-Gruppe“ höher als in der Kontrollgruppe und zwar um 2%. Offensichtlich waren damals als Banken ihre Gewerbekreditvergabe teils eingefroren PE-Fonds bereit, das operative Geschäft ihrer Portfoliounternehmen durch die Bereitstellung entsprechender Eigenmittel zu unterstützen. Auch war zur gleichen Zeit der Rückgang der Kreditaufnahme bei Firmen mit PE-Hintergrund um 4% geringer. PE-Gesellschaften konnten aufgrund ihrer guten Beziehung zu Banken ihren Portfoliounternehmen bei Bedarf Kredite organisieren. Statistisch signifikant war auch die Tatsache, dass Unternehmen unter Einfluss der in punkto Cashreserven Top 25% PE-Firmen im Vergleich zur Kontrollgruppe einen um 10% höheren Investitionslevel aufwiesen, zumal diese PE-Fonds aktiver in der Finanzierung ihrer Portfoliounternehmen waren. Die Folgen waren auch eine um 5% höhere Kreditaufnahme und 7% höhere Eigenmittelzufuhr.

Die gesamten Vermögenswerte expandierten bei Unternehmen mit PE-Background schneller als in der Kontrollgruppe. Auf keinen Fall konnten in punkto EBITDA oder Gesamtkapitalrentabilität negative Abweichungen zur Kontrollgruppe festgestellt werden. Der höhere Investitionslevel verleitete nicht zum Eingehen unnötiger Risiken. Die Wahrscheinlichkeit eines profitablen Exits (M&A-Transaktion) war bei den Firmen mit PE-Hintergrund in der Nachkrisenzeit wesentlich höher. Ein denkbarer Erfolgsfaktor lag in Marktanteilsgewinnen von PE-Fonds-Portfoliounternehmen. Ein Gruppenvergleich im Zeitraum 2004 bis

2009 zeigte, dass Firmen mit PE-Background relativ zur Kontrollgruppe ihren Marktanteil um 8% ausweiteten.

Im Falle von Umsatzzuwächsen kann so eine Entwicklung auf lange Sicht durchaus mit einer überproportionalen Ertragssteigerung verbunden sein.

Outperformance auch in schlechten Zeiten

Die Investmentgesellschaft CapitalDynamics zeigte in einer Untersuchung das Performanceverhalten von 2 Private-Equity-Indizes, einem Listed Private-Equity Index (LPX 50 TR) und des Weltaktien-Index (MSCI World TR) im Zeitraum von 2006 bis 2015. Der LPX 50 erlitt dabei während der Finanzkrise den stärksten Einbruch und wies im Gesamtzeitraum eine Underperformance auf. Am besten schnitten indessen die beiden Private Equity-Indizes ab. Der Cambridge Associate Index erlitt genauso wie der Capital Dynamics Index „lediglich“ einen maximalen Drawdown von 33%, während der MSCI World Total Return Index in der Finanzkrise 49% einbüßte. Um die Verluste wieder aufzuholen benötigte der Weltaktien-Index 5,75 Jahre (Time-To-Recovery) verglichen mit nur 2,75 Jahren bei den beiden PE-Indizes. Auch die Wertentwicklung zeigte große Unterschiede über einen längeren Zeitraum:

Die Performance der PE-Indizes lag nämlich von 2006 bis 2015 bei rund 12% p.a., während es der Weltaktien-Index nur auf 5% p.a. brachte. Private Equity Fonds haben den Aktienmarkt gemessen am IRR (internen Zinsfuß) generell outperformt unabhängig davon, ob sie vor, während oder nach der Finanzkrise aufgelegt wurden.

Mit Rekord-Cashreserven auf Sonderchancen in nächster Krise vorbereitet

Und die Chancen stehen gut, dass es im kommenden Krisenzyklus ähnlich weitergeht, denn derzeit verfügen PE-Fonds über Rekord-Cashreserven. Laut Daten von Preqin haben weltweit 214 PE-Fonds alleine im 3. Quartal 2018 121 Mrd. USD eingesammelt, wovon der Löwenanteil von knapp 82 Mrd. USD auf Nordamerika fällt. Die Cashreserven aller PE-Fonds sind bis September 2018 auf einen Rekordlevel von 1,14 Billionen US-Dollar gestiegen, wovon 56% auf Buyout-Fonds fallen. Seit 2012 haben sich die Cashreserven in etwa verdoppelt. Das Buyout-Deal-Volumen unterliegt seit 2014 einer Seitwärtsbewegung, während die Venture-Capital-Deal-Volumina infolge eines innovativen Technologiesektors im Aufwind sind. Kommt es zur nächsten Krise, dann haben insbesondere die Buyout- und Growth-Funds (hohe Cashzuflüsse 2017) tiefe Taschen um Firmen bzw. Beteiligungen günstig aufzukaufen und bestehende Portfoliounternehmen bei der Wahrnehmung von Sonderchancen während der Krise finanziell zu unterstützen. Somit stehen die Chancen gut, dass sich nach zuletzt sehr erfreulichen Jahren (3-Jahres-Performance von 15,1% p.a. bis Ende 2017) bis zum Jahr 2025 die Performance von PE-Fonds im Schnitt zumindest auf das Niveau der vergangenen 10 Jahre einpendelt, das von Preqin mit 10,6% p.a. (bis Dezember 2017) beziffert wird. Performanceträger waren die Buyout-Fonds. Bei PE-Dachfonds sind indessen in den kommenden Jahren noch immer Renditen zwischen 7 und 9% p.a. denkbar – und dies bei einem hohen Maß an Sicherheit:

PE-Dachfonds als sichere Anlagevehikel

Ein im Oktober 2015 veröffentlichtes Research-Paper der British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA) belegt auf Basis einer Monte Carlo-Simulation von Fondsselektionen die hohe Sicherheit von PE-Dachfonds. Das verwendete Datenspektrum von Pevara enthielt 2170 PE-Fonds und war repräsentativ auf Regionen (USA, Europa, restliche Welt) und Anlagestile (Buyout, Venture-Capital und Mezzanin) verteilt. Es wurde bezüglich Portfolio-Selektionen eine Monte Carlo Simulation mit 5000 Durchläufen durchgeführt, um zu einer objektiven Generierung von Risikodaten zu gelangen. Die Auflagejahre (Vintage Years) begannen ab 1990. Ergebnis: Das am TVPI (Total Value to Paid-In) gemessene Verlustrisiko nach 10 Jahren liegt bei einem einzigen Fonds bei 28%, sinkt im gesamten Portfolio von 5 Fonds auf 10% und bei einer Selektion von 20 PE-Fonds bereits auf 1,4% der Fälle. Wurden hingegen innerhalb von 3 „Zeichnungsjahren“ nach dem Zufallsprinzip je 50 Fonds selektiert, dann konnte nach 40 Quartalen Behaltdauer das Risiko eines TVPI von unter 1 sogar auf 0,26% reduziert werden.

Unter diesen Aspekten interessant ist auch ein aktuelles Investment-Angebot von RWB:

Der RWB International VII erhielt vom unabhängigen Ratinghaus G.U.B. Analyse ein Gesamturteil Sehr gut. Neben der Erfahrung und dem Spezialwissen von RWB hebt G.U.B. Analyse die sehr breite internationale Risikostreuung, reduzierte Initialkosten, die langjährige Kontinuität in der Unternehmensführung sowie den grundsätzlichen Verzicht auf Fremdkapital auf Dachfondsebene hervor. Mindestinvestment: 2.500 EUR bzw. monatlich 50 EUR. Österreichische Anleger haben jedoch aufgrund vorhandener gesetzlicher Rahmenbedingungen einen eingeschränkten Zugang. Ausweg: Abschluss in Deutschland oder das Ausweichen auf eine Lebensversicherungslösung in Form einer Kombination aus ETFs und Private-Equity.

Zusammenfassend wichtige Highlights im Überblick

Firmen mit Private-Equity-Hintergrund drosselten ihre Investitionen im Zuge der Finanzkrise weniger stark als andere.

Vor allem in schlechten Zeiten bieten Firmen mit PE-Hintergrund bessere Chancen auf einen profitablen Exit.

In Großbritannien zeigte ein Gruppenvergleich zwischen Firmen mit und ohne PE-Partner im Hintergrund im Zeitraum 2004 bis 2009, dass Firmen mit PE-Background relativ zur Kontrollgruppe ihren Marktanteil um 8% ausweiteten.

Laut einer Untersuchung von CapitalDynamics lag die Performance zweier wichtiger Private-Equity Indizes von 2006 bis 2015 bei rund 12% p.a., während es der Weltaktien-Index nur auf 5% p.a. brachte.

Weltweit sitzen derzeit Private Equity-Fonds auf Cashreserven von 1,14 Billionen Dollar, was ein riesiges antizyklisches Investmentpotenzial im nächsten Abschwung bedeutet. PE-Fonds die heute aufgelegt werden, sind die Schnäppchenjäger der kommenden Jahre.

PE-Dachfonds sind eine für Privatanleger besonders sichere Anlagekategorie. Bereits bei einem Portfolio bestehend aus 20 PE-Fonds sinkt nach 10 Jahren Behaltdauer das Risiko eines Verlustes auf 1,4% der Fälle.

(Erweiterte Version des Artikel im risControl Dezember 2018)