

Schriftenreihe

Financial Services Management

Herausgeberrat

Dr. Mathias Bopp, PricewaterhouseCoopers AG, Zürich

Prof. Dr. Wolfgang L. Brunner, Hochschule für Technik und Wirtschaft Berlin

Prof. Dr. Notger Carl, Fachhochschule Würzburg-Schweinfurt

Prof. Dr. Michael Feucht, Hochschule Augsburg

Prof. Dr. Matthias Fischer, Georg-Simon-Ohm-Hochschule Nürnberg

Prof. Dr. Roland van Gisteren, Hochschule der Sparkassen-Finanzgruppe, Potsdam

Dieter Hoffmann, Sparda-Bank Berlin eG, Berlin

Hon.-Prof. Dr. Ewald Judt, Wirtschaftsuniversität Wien

Prof. Dr. Hans-Rüdiger Kaufmann, University of Nicosia

Prof. Eckhard Klett, Hochschule Biberach

Dr. Thomas Lungkofler, LGT Treuhand AG, Vaduz

Dr. Hans-Joachim Massen, Bundesverband deutscher Banken, Berlin

Prof. Dr. Frank W. Mühlbradt, Fachhochschule Regensburg

Prof. Dr. Matthias Müller-Reichart, Fachhochschule Wiesbaden

Prof. Dr. Werner Nann, Hochschule für Technik und Wirtschaft Berlin

Dkfm. Josef Redl, P.S.K.-Versicherung AG, Wien

Prof. Dr. Franz J. Sartor, Fachhochschule Köln

Prof. Dr. Rudolf Stickler, Fachhochschule des bfi Wien

Prof. Dr. André Tomfort, Fachhochschule für Wirtschaft Berlin

Publikationen der Schriftenreihe:

Dennis Teuber:

Die Konsolidierung des deutschen Zeitungsmarktes.

Ist angelsächsisches Beteiligungskapital wirklich unausweichlich?

Financial Services Management, Bd. 1, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-095-0

Tim Keggenhoff:

Entscheidungsfaktoren für Immobilieninvestitionen in China

Financial Services Management, Bd. 2, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-096-7

Wiebke Merbeth:

Die private Studienfinanzierung in Deutschland

Financial Services Management, Bd. 3, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-117-9

Andreas Monschein:

Regulatorischer Bedarf und regulatorische Möglichkeiten von Hedge-Fonds im internationalen Kontext

Financial Services Management, Bd. 4, Berlin 2008, ISBN 978-3-89998-125-4

Christoph Kopschina:

Interne Kundenorientierung in Theorie und Praxis am Beispiel einer regional tätigen Genossenschaftsbank

Financial Services Management, Bd. 5, Berlin 2008, ISBN 978-3-89998-138-4

Philipp Judt:

Einstellungen von KonsumentInnen zu biometrischen Authentifizierungsverfahren

Financial Services Management, Bd. 6, Berlin 2008, ISBN 978-3-89998-143-8

Matthias A. Bauer:

Steuerbegünstigte Real Estate Investment Trusts als neue Asset-Klasse in Deutschland

Financial Services Management, Bd. 7, Berlin 2009, ISBN 978-3-89998-148-3

Daniel Kügler:

Islamic Finance. Neue Ansätze bei Immobilientransaktionen und deren Finanzierung in Deutschland

Financial Services Management, Bd. 8, Berlin 2009, ISBN 978-3-89998-156-8

Ronald Dietrich / Raik Kasch / Philipp Zühlke:

Immobilienrecht in der VR China. Due Diligence im Rahmen einer Investition

Financial Services Management, Bd. 9, Berlin 2009, ISBN 978-3-89998-161-2

Sebastian Bauer:

Private Equity in der Portfolioallokation institutioneller Investoren.

Investmentsstrategien, Performancemessung und Einbau in die Asset Allokation

Financial Services Management, Bd. 10, Berlin 2010, ISBN 978-3-89998-177-3

Financial Services Management – Band 10

Sebastian Bauer

**Private Equity in der Portfolioallokation
institutioneller Investoren**

**Investmentstrategien, Performancemessung
und Einbau in die Asset Allokation**

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Über den Autor:

Sebastian Bauer, geboren am 02.11.1982 in Nürnberg. Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Sparkasse Nürnberg. Studium der Betriebswirtschaftslehre mit Schwerpunkten Finanzen und Steuern an der Georg-Simon-Ohm-Hochschule Nürnberg. Abschluss mit Auszeichnung. Seit Abschluss des Studiums im Bereich Handel und Eigenanlagen der Sparkasse Nürnberg beschäftigt.

Gedruckt auf holz- und säurefreiem Papier, 100 % chlorfrei gebleicht.

© Weißensee Verlag, Berlin 2010
Simplonstraße 59, 10245 Berlin
Tel. 0 30 / 91 20 7-100
www.weissensee-verlag.de
e-mail: mail@weissensee-verlag.de

Alle Rechte vorbehalten

Umschlagbild: Entwurf des Neubaus der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main
(© Stefan Laub, Wien, www.laublab.com)
Umschlagentwurf: Sascha Krenzin, Weißensee Verlag, Berlin

Printed in Germany

ISSN 1863-7663
ISBN 978-3-89998-177-3

Vorwort

Private Equity hat sich zu einer wichtigen Anlageklasse für Vermögensverwalter und Asset Manager entwickelt. Insbesondere die Korrelation zu anderen Assetklassen wird im Rahmen der Portfoliobildung zur Optimierung der Rendite- und Risikoerwartung bei der Vermögensanlage genutzt. Sebastian Bauer untersucht in seiner Diplomarbeit die Renditechancen von Private Equity Fonds im Rahmen der Asset Allocation.

Zunächst klärt Bauer die theoretischen Grundlagen zu Fondsbeteiligungen, Dachfonds und den Gebührenkonstruktionen. Er erläutert J-Curve, Committed und Invested Capital und untersucht kritisch die Berechnungsmethoden nach IRR, der Multiplikatorenmethode sowie dem Public Market Equivalent.

Anschließend wendet er seine theoretisch fundierte Vorgehensweise auf die Fallstudie eines Private Equity Dachfonds an.

Die Arbeit von Sebastian Bauer ergänzt sehr gut die bestehende Literatur zu Private Equity und Public Equity. Die Analyseergebnisse unterstützen den Vermögensverwalter bzw. den Asset Manager beim Verständnis der Chancen und Risiken einer Investition in Private Equity Dachfonds.

Sebastian Bauer gibt wertvolle Empfehlungen für die Strategieimplementierung einer Dachfondsbeteiligung. Aufgrund seiner empirischen Herangehensweise sowie aufgrund der Konzentration auf für die Praxis der Asset Allocation relevanten Aspekte ist ihm ein wertvoller Beitrag zum besseren Verständnis der Anlageklasse Private Equity gelungen.

Prof. Dr. Matthias Fischer
Georg-Simon-Ohm Hochschule Nürnberg
Fakultät Betriebswirtschaft

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	X
Tabellenverzeichnis	XII
Abkürzungsverzeichnis	XIII
1. Einleitung	1
1.1 Problemstellung, Zielsetzung und Vorgehensweise	1
1.2 Literaturbeschreibung	2
2. Theoretische Grundlagen der Investition in Private Equity	3
2.1 Abgrenzung und Definition von Private Equity	3
2.1.1 Definition von Private Equity	3
2.1.2 Einordnung von Private Equity in die Unternehmensfinanzierung.....	4
2.1.3 Finanzierungsphasen von Unternehmen	5
2.1.4 Private-Equity-Segmente.....	6
2.1.4.1 Venture Capital	7
2.1.4.2 Buyout	8
2.1.4.3 Abgrenzung zwischen Venture Capital und Buyout	9
2.1.4.4 Mezzanine	10
2.1.4.5 Secondaries	11
2.1.5 Exit Strategien	11
2.2 Aktuelle Trends des deutschen Private-Equity-Marktes	13
2.2.1 Entwicklung des Fondsvolumens	13
2.2.2 Entwicklung des Fundraising	14
2.2.3 Entwicklung der Exitkanäle und des Exitvolumens	16
2.3 Investmentstrategien für Private Equity	18
2.3.1 Direktinvestition.....	18
2.3.2 Beteiligung über Fonds.....	19
2.3.2.1 Limited Partnership.....	20
2.3.2.2 Gebühren	21

2.3.3 Beteiligung über Dachfonds	22
2.3.4 Kriterien für die Investitionsentscheidung.....	23
2.4 Besonderheiten bei der Investition in Private-Equity-Fonds.....	27
2.4.1 Lebenszyklus eines Fonds	28
2.4.2 Cashflowstruktur eines Private-Equity-Fonds	29
2.4.2.1 Zugesagtes und Investiertes Kapital.....	29
2.4.2.2 Implementierung eines Private-Equity-Programms	30
2.4.3 J-Curve-Effekt.....	33
2.4.4 Wertschaffung bei Private-Equity-Investitionen	35
2.4.4.1 Earnings, Multiple und Leverage.....	36
2.4.4.2 Endogene, exogene und transaktionsbezogene Faktoren	39
2.4.5 Due Diligence.....	42
3. Performancemessung	45
3.1 Grundlagen der Renditemessung	45
3.1.1 Zeitgewichtete Rendite.....	46
3.1.2 Wertgewichtete Rendite	47
3.2 Grundlagen der Risikomessung	49
3.2.1 Volatilität.....	50
3.2.2 Downside-Risikomaße	52
4. Renditemessung bei Private Equity	55
4.1 Renditemessung auf Basis von Buchwerten.....	55
4.1.1 Bestimmung der Buchwerte	55
4.1.2 Window Dressing und Stale-Pricing-Effekt	57
4.2 Erfolgsmaße für Private Equity.....	57
4.2.1 Internal Rate of Return	58
4.2.3 Modified Internal Rate of Return	61
4.2.3 Multiplikatoren.....	64
4.2.4 Indexmethode	66

4.2.5 Public Market Equivalent	67
4.3 Historische Renditen von Private Equity	69
4.3.1 Vintage Year Return.....	69
4.3.2 Quartile und Average Return.....	71
4.3.3 Kumulierte historische Rendite	73
5. Risikomessung bei Private Equity	76
5.1 Risiko eines entwickelten Private-Equity-Index	76
5.1.1 Konzeption eines Private-Equity-Index.....	76
5.1.2 Jährliche Risikomaße des Private-Equity-Index	78
5.2 Risikomessung auf Basis von Gründungsjahren	80
5.3 Listed Private Equity.....	81
6. Private Equity in der Asset Allokation	84
6.1 Grundlagen der Portfoliotheorie.....	84
6.1.1 Ertrag und Risiko von Anlagen	85
6.1.2 Ertrag und Risiko eines Portfolios.....	86
6.1.3 Kapitalmarktlinie.....	91
6.2 Performance und Korrelation der Anlageklassen	91
6.3 Einbau von Private Equity in das Portfolio	94
6.4 Fazit	95
Anhang	97
Literaturverzeichnis	XV

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Finanzierungsquellen für Unternehmen.....	4
Abbildung 2: Lebenszyklus eines Unternehmens.....	5
Abbildung 3: Private-Equity-Segmente.....	7
Abbildung 4: Unterschiede zwischen Venture Capital und Buyout.....	9
Abbildung 5: Mezzanine-Finanzierung.....	10
Abbildung 6: Verwaltetes Fondsvolumen in Deutschland von 1990 bis 2007....	13
Abbildung 7: Fundraising in Deutschland von 1990 bis 2007.....	14
Abbildung 8: Fundraising 2007 nach Kapitalgebern.....	15
Abbildung 9: Fundraising 2007 nach Finanzierungsphasen.....	16
Abbildung 10: Exitkanäle deutscher PE-Fonds von 2000 bis 2007.....	17
Abbildung 11: Entwicklung des Exitvolumens von 2000 bis 2007.....	17
Abbildung 12: Anlagestrategien des Investors.....	18
Abbildung 13: Aufbau eines Private-Equity-Fonds.....	21
Abbildung 14: Risiko-Renditepotenzial und benötigte Ressourcen.....	27
Abbildung 15: Lebenszyklus eines Fonds.....	28
Abbildung 16: Cashflowprofil eines Private-Equity-Fonds.....	30
Abbildung 17: Investiertes Kapital eines PE-Fonds während der Laufzeit.....	31
Abbildung 18: Investiertes Kapital bei regelmäßigen Kapitalzusagen.....	32
Abbildung 19: J-Curve-Effekt.....	33
Abbildung 20: Verringerung des J-Curve-Effekt.....	34
Abbildung 21: Werttreiber bei Private Equity.....	40
Abbildung 22: Normalverteilung mit Schwankungsintervall.....	50
Abbildung 23: Downside-Risiko.....	52
Abbildung 24: IRRs des Beispielfonds während der Laufzeit seit Auflegung....	61
Abbildung 25: Entwicklung der Multiples des Beispielfonds.....	66
Abbildung 26: Vintage Year Returns.....	70
Abbildung 27: Quartile und Median.....	71

Abbildung 28: Kumulierte historische Fondsperformance USA	73
Abbildung 29: Kumulierte historische Fondsperformance Europa.....	74
Abbildung 30: Private-Equity-Index.....	78
Abbildung 31: Listed Private Equity Index (LPX 50)	82
Abbildung 32: LPX 50 vs. Private-Equity-Index.....	83
Abbildung 33: Ertrags-Risiko-Profil von zwei Anlagen.....	86
Abbildung 34: Kurven für unterschiedliche Korrelationskoeffizienten	89
Abbildung 35: Mögliche Mischungen aus zwei Wertpapieren	89
Abbildung 36: Effiziente Portfolios.....	90
Abbildung 37: Kapitalmarktlinie	91
Abbildung 38: Ertrags-Risiko-Profil der Anlageklassen	92
Abbildung 39: Effizienzlinie vor Einbau von Private Equity	94
Abbildung 40: Effizienzlinie nach Einbau von Private Equity	94

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Risikoeigenschaften von PE-Fonds und Dachfonds	25
Tabelle 2: Investiertes Kapital eines PE-Fonds während der Laufzeit.....	31
Tabelle 3: Investiertes Kapital bei regelmäßigen Kapitalzusagen	32
Tabelle 4: Veränderung der Ertragsstellhebel.....	37
Tabelle 5: DAX-Renditen.....	51
Tabelle 6: Cashflows des Beispielfonds aus Investorensicht.....	58
Tabelle 7: IRR des Beispielfonds	59
Tabelle 8: IRRs des Beispielfonds während der Laufzeit seit Auflegung.....	60
Tabelle 9: IRR verschiedener Investitionen.....	61
Tabelle 10: M-IRR des Beispielfonds.....	63
Tabelle 11: Fondsrenditen mit M-IRR und IRR	64
Tabelle 12: Beispielrechnung Indexmethode.....	67
Tabelle 13: Beispielrechnung Public Market Equivalent.....	68
Tabelle 14: Erstellen eines Index (Auszug)	77
Tabelle 15: Erwartungswert und Standardabweichung (Vintage Years)	80
Tabelle 16: Z-Werte Return und Capital Risk	80
Tabelle 17: Wahrscheinlichkeiten Return und Capital Risk	81
Tabelle 18: Performance von zwei Wertpapieren	85
Tabelle 19: Mischung der Anlagen.....	87
Tabelle 20: Kovarianz von Anlage A und B.....	88
Tabelle 21: Performance der Anlageklassen.....	92
Tabelle 22: Kovarianzen der Anlageklassen.....	93
Tabelle 23: Korrelationen der Anlageklassen.....	93

Abkürzungsverzeichnis

Avg	Average
BME	Bond Market Equivalent
BO	Buyout
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
CF	Cash flow
CVC	Corporate Venture Capital
CWA	Capital Weighted Average
DPI	Distributed to Paid in Capital
EBIT	Earnings before Interest and Tax
EBITDA	Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
FoF	Fund of Fund
GE	Geldeinheiten
GP	General Partner
IPEV	International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
LBO	Leveraged Buyout
LP	Limited Partner
LPX 50	Listed-Private-Equity-Index
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buyout
M-IRR	Modified Internal Rate of Return
MVP	Minimum-Varianz-Portfolio
NPP	Neuer-Produkte-Prozess

NPV	Net Present Value
PE	Private Equity
PME	Public Market Equivalent
PREQIN	Private Equity Intelligence Ltd.
RVPI	Residual Value to Paid in Capital
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
TR	Thomson Reuters
TVPI	Total Value to Paid in Capital
Upper	Upper-Quartile-Rendite
VC	Venture Capital

1. Einleitung

1.1 Problemstellung, Zielsetzung und Vorgehensweise

Private Equity ist trotz der schwierigen Situation an den Kapitalmärkten ein prominentes Thema bei institutionellen Investoren. Eine hohe Rendite bei niedrigem Risiko und niedrige Korrelationen mit anderen Anlageklassen sollen Private Equity auszeichnen. Die Assetklasse prägen aber auch Komplexität und Intransparenz.

Die vorliegende Arbeit soll Assetmanagern und Vermögensverwaltern einen Einblick in diese Anlageklasse geben. Neben den theoretischen Grundlagen werden Ansätze für den Umgang mit den spezifischen Anforderungen aufgezeigt. Die potenziellen Investoren sollen ermutigt werden, sich mit Private Equity auseinanderzusetzen und sie als Alternative für gelistetes Eigenkapital akzeptieren. Die Kernpunkte der vorliegenden Arbeit sind die spezifischen Merkmale der Anlageklasse, die Rendite- und Risikomessung und der Einbau in die Vermögensallokation. Die Arbeit wurde im Sommer 2008 verfasst. Die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Anlageklasse sind in der vorliegenden Arbeit nicht berücksichtigt. Die prinzipiellen Aussagen der Arbeit sollten dennoch gültig sein.

In Kapitel 2 wird Private Equity und dessen Subsegmente definiert und beschrieben. Neben aktuellen Trends werden die verschiedenen Investitionsstrategien dargestellt und Kriterien für diese erläutert. Abschließend wird auf die Besonderheiten bei einer Investition in Private-Equity-Fonds eingegangen. Gegenstand hierbei sind der Lebenszyklus und die Cashflowstruktur von Fonds, sowie die J-Curve, die Werttreiber und die Fondsauswahl.

In Kapitel 3 werden die Grundlagen der Performancemessung dargestellt. Bei der Renditemessung werden die zeitgewichtete und die wertgewichtete Rendite als Erfolgsmaße an Hand von Beispielen erläutert. Für die Risikoquantifizierung erfolgt eine Darstellung der Standardabweichung und der Downside-Risiko- maße.

In Kapitel 4 wird die Erfolgsmessung bei Private Equity thematisiert. Diese ist durch das spezifische Auszahlungsprofil geprägt. Da eine abschließende Messung der Rendite erst zum Laufzeitende des Fonds möglich ist, wird während der Laufzeit auf Buchwerte zurückgegriffen. Es werden daneben die gängigsten Erfolgsmaße für die Assetklasse aufgezeigt und an Beispielberechnungen veranschaulicht. Abgeschlossen wird das Kapitel mit einer Darstellung der in der Vergangenheit realisierten Renditen.

In Kapitel 5 werden Ansätze zur Risikoquantifizierung aufgezeigt. Zu diesem Zweck wird ein Private-Equity-Index entwickelt mit dessen Hilfe das Risiko quantifiziert werden kann. Da eine jährliche Erfolgsmessung auf Grund der J-Curve-Problematik durchaus zu hinterfragen ist, wird das Risiko außerdem auf Basis von Gründungsjahren bestimmt. Daneben wird das Risiko eines Index, der gelistete Private-Equity-Vehikel abbildet, in die Überlegung einbezogen.

Im 6. Kapitel folgt einer kurzen Einführung in die Portfoliotheorie der beispielhafte Einbau von Private Equity in ein Portfolio mit zwei weiteren Anlageklassen. Es werden dabei die Auswirkungen auf das Portfoliorisiko und die Portfoliorendite errechnet.

1.2 Literaturbeschreibung

In den letzten Jahren ist reichlich Literatur zum Thema Private Equity aus Investorsicht entstanden. Neben der Thematisierung in Büchern wird das Thema in der Fachpresse für Asset Management diskutiert. Im Internet stehen zahlreiche wissenschaftliche Arbeiten zum freien Download zur Verfügung.

Auffällig ist, dass in der Wissenschaft, als auch in der Praxis, eine rege Diskussion für oder gegen die Aufnahme von Private Equity in das Portfolio existiert. Dabei geht es meist um die Güte der Rendite- und Risikomaße und um die bei der Ermittlung dieser Maße verwendete Datenbasis. Folglich existieren unterschiedliche Ansichten über die Risiko-Return-Eigenschaften von Private Equity und die Korrelation zu anderen Anlageklassen. Der Effekt einer Beimischung auf das Gesamtportfolio variiert je nach Autor. Bei der Bewertung dieser Ergebnisse sollte Motivationen und eventuelle Interessenkonflikte der Autoren berücksichtigt werden.

Besonders die verwendete englische Literatur zeichnet sich durch eine leicht verständliche Darstellung der Sachverhalte aus. Hervorzuheben sind die Autoren FRASER-SAMPSON, WEIDIG, MATHONET und DILLER. Ebenfalls leicht verständlich und investorenfreundlich geschrieben sind die meisten Artikel in Fachzeitschriften. Auch hier sollte bei der Bewertung der Artikel auf die Verbindung der Autoren mit der Branche geachtet werden. Über das Internet gelangt man ebenfalls gut an Informationen. Mehrere in dieser Arbeit verwendete Papiere stammen von der Seite des SOCIAL SCIENCE RESEARCH NETWORK.

Ein Besonderer Dank gilt THOMSON REUTERS für die zur Verfügung gestellten Daten und das Research.

2. Theoretische Grundlagen der Investition in Private Equity

2.1 Abgrenzung und Definition von Private Equity

Private Equity hat eine lange Geschichte als Anlageklasse. In den USA sind professionelle Private-Equity-Unternehmen schon seit den 60er Jahren aktiv.

Die Terminologie der Anlageklasse ist in den USA und Europa unterschiedlich. In den USA wird die gesamte Anlageklasse als „Venture Capital“ und das Teilssegment der großen Unternehmenskäufe als „Private Equity“ bezeichnet. In Europa hingegen heißt die gesamte Anlageklasse „Private Equity“ und wird in die Subsegmente „Venture Capital“ und „Buyout“ unterteilt.¹ In der vorliegenden Arbeit wird die europäische Terminologie verwendet.

2.1.1 Definition von Private Equity

Private Equity (PE) beschreibt alle Formen der Beteiligungsfinanzierung und ist eine Finanzierungsart, bei der nicht-börsennotierte Unternehmen mittel- bis langfristig in einer entscheidenden Phase ihrer Entwicklung finanziert werden. Ziel der Investoren ist es, den Unternehmenswert zu steigern und einen dem Risiko entsprechenden Gewinn beim vorher schon geplanten Exit zu realisieren. Während der Beteiligung erfolgen i.d.R. keine Ausschüttungen an die Eigenkapitalgeber. Wie der Begriff „Equity“ schon postuliert, werden hierzu Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel (Mezzanine-Kapital) verwendet. Die Investoren gehen je nach Unternehmensphase Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen ein und bieten dem Unternehmen bei Bedarf Managementunterstützung an.²

Private Equity lässt sich unterscheiden in die Finanzierung junger, technologieorientierter Unternehmen (Venture Capital, VC) und die Finanzierung von Käufen reifer Unternehmen (Buyout, BO).

¹ Vgl. FRASER-SAMPSON (2006): Multi Asset Class Investment Strategy, S. 155.

² Vgl. DILLER (2006): Private Equity: Rendite, Risiko und Markteinflussfaktoren, S. 8.

2.1.2 Einordnung von Private Equity in die Unternehmensfinanzierung

Für Unternehmen existieren mehrere Finanzierungsquellen. Private Equity kann die Finanzierungslücke für Unternehmen, die nicht über genügend Eigenmittel verfügen und kein Fremdkapital aufnehmen können, schließen.

Seit Basel II müssen Banken die Kredite an Unternehmen nach deren jeweiliger Bonität mit Eigenkapital unterlegen. Dies hat Banken zu einer restriktiveren Kreditvergabe veranlasst. Vor Allem in Deutschland, wo sich aus steuerlichen Gründen eine starke Fremdkapitalkultur bei den Unternehmen entwickelt hat, besteht Handlungsdruck die Eigenkapitalquoten zu verbessern.³

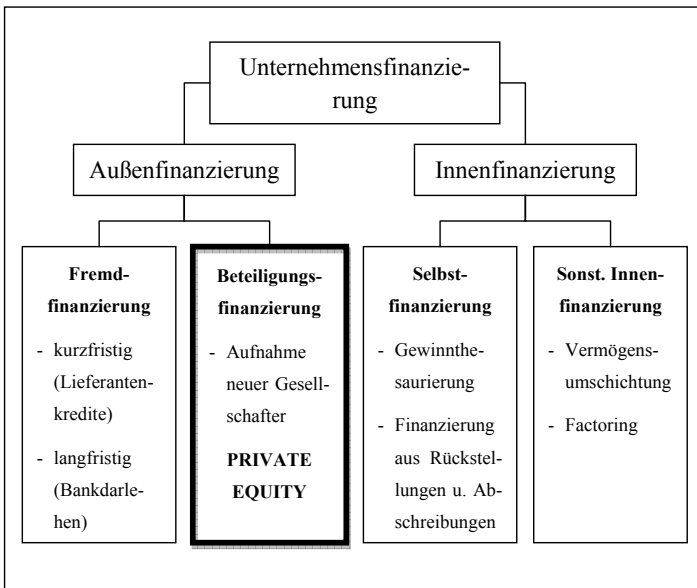


Abbildung 1: Finanzierungsquellen für Unternehmen⁴

³ Vgl. MACKEWICZ & PARTNER (2004): Institutionelle Investoren und deren Aktivitäten im Hinblick auf die alternative Anlageklasse Private Equity, S. 55-56.

⁴ Eigene Darstellung, vgl. MACKEWICZ & PARTNER (2004): Institutionelle Investoren und deren Aktivitäten im Hinblick auf die alternative Anlageklasse Private Equity, S. 55.

2.1.3 Finanzierungsphasen von Unternehmen

Private Equity wird während des gesamten Lebenszyklus eines Unternehmens angewendet. Zur Verdeutlichung und Abgrenzung der verschiedenen Phasen wird im Folgenden der Lebenszyklus eines Unternehmens vorgestellt:

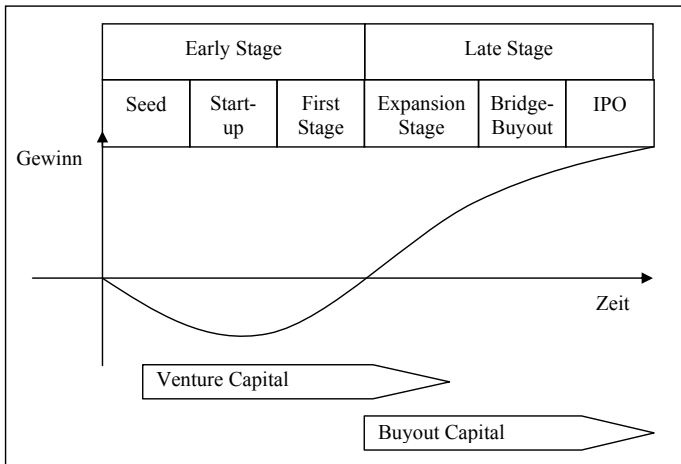


Abbildung 2: Lebenszyklus eines Unternehmens⁵

Abbildung 2 stellt die verschiedenen Lebensphasen und die zu erzielenden Gewinne während der Unternehmensentwicklung dar. Jeder dieser Abschnitte hat spezielle Anforderungen an die Finanzierung.

Die einzelnen Phasen lassen sich folgendermaßen charakterisieren:⁶

Seed Financing: Entwicklung eines Konzeptes, Gründungsvorbereitung und Gründung.

Start-up: Entwicklung des Produktes von der Idee zur Marktreife.

⁵ Eigene Darstellung, vgl. BETSCH et al.(2000): Corporate Finance , S. 311 und BETSCH et al. (2000): Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen, S. 20.

⁶ Vgl. BETSCH et al. (2000): Corporate Finance, S. 311-312.

First Stage:	Markteinführung, Produktionsplanung und erste Wachstumsphase.
Expansion Stage:	Wachstumsfinanzierung zum Ausbau des Vertriebs und der Produktpalette.
Bridge/Buyout:	Börsenvorbereitung und Finanzierung von Übernahmen und/oder Gesellschafterwechseln.
IPO:	Finanzierung des Börsengangs.

Daneben gibt es noch spezielle Arten in der Spätphase des Unternehmenslebenszyklus, wie die Turnaround-Finanzierung, die Finanzierung einer Einstellung der Börsennotierung (Delisting) und die Finanzierung eines Spin Offs (ein Konzern veräußert ein zu ihm gehörendes Unternehmen oder einen Teil eines Unternehmens). In der aktuellen Literatur wird für die Frühphasenfinanzierung der Begriff Venture Capital und für die Spätphasenfinanzierung die Bezeichnung Buyout verwendet.⁷

2.1.4 Private-Equity-Segmente

Die Abgrenzung der Subsegmente der Anlageklasse Private Equity ist schwierig, da der Begriff nicht theoretisch konstruiert wurde, sondern sich in der Praxis entwickelt hat.⁸ Private Equity lässt sich in drei Investitionsmotive unterteilen. Neben der Frühphasenfinanzierung (Venture Capital) und der Finanzierung etablierter Unternehmen (Buyout), wird in Mezzanine-Kapital unterschieden.⁹

Der Private-Equity-Markt ist vor allem in den USA und Europa etabliert. Asien wurde bis dato eher vernachlässigt, rückt jedoch zunehmend in den Fokus. Die guten Wachstumsprognosen dieser Region werden jedoch durch strukturelle und politische Risiken negativ beeinflusst.¹⁰ Da für den asiatischen Markt noch keine ausreichende Datenbasis existiert, bleibt er in der vorliegenden Arbeit unberücksichtigt.

⁷ Vgl. FRASER-SAMPSON (2007): Private Equity as an Asset Class, S. 7-9.

⁸ Vgl. BADER (1996): Private Equity als Anlagekategorie, S. 4-9.

⁹ Vgl. GIER (2007): Großes Potenzial für Private Equity in der Sparkassen-Finanzgruppe, S. 494.

¹⁰ Vgl. HEPP (2007): Private Equity in Asien, S. 39.

Zusammenfassend lässt sich die Assetklasse damit folgendermaßen darstellen:

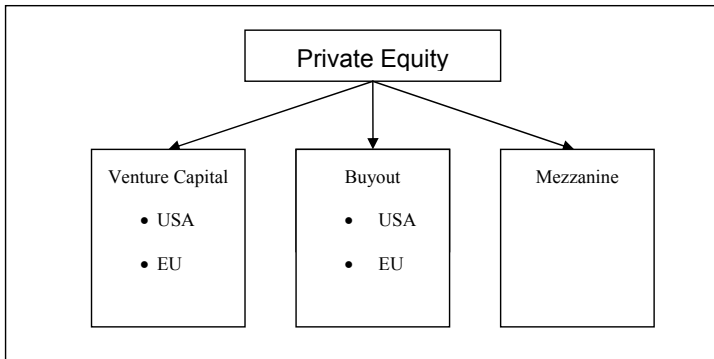


Abbildung 3: Private-Equity-Segmente¹¹

2.1.4.1 Venture Capital

Venture Capital beschreibt die Frühphasenfinanzierung. Die Finanzierung erfolgt i.d.R. nur mit Eigenkapital, da die aktuellen Cashflows nicht ausreichen, um Fremdkapitalzinsen zu bedienen. VC-Gesellschaften investieren nicht, wie der Begriff „Venture“ vermeintlich vermuten lässt, in Unternehmen, die eine neue Technologie entwickeln, sondern in Unternehmen, die eine funktionierende Technologie in einer anderen Form anwenden. Das Risiko, dass die Gesellschaften hierbei eingehen wollen, ist kein Technologierisiko (Wird es funktionieren?) sondern ein Marketingrisiko (Werden die Leute es kaufen?). Die Ausnahme hierbei bilden Unternehmen die Medikamente entwickeln.

VC selbst kann nochmals in Phasen, Sektoren und Regionen unterteilt werden. Da allgemein anerkannte und verwendete Kriterien fehlen, existiert keine einheitliche Terminologie der unterschiedlichen Phasen. Ein Investor sollte deshalb vor einer Investition in bestimmte Phasen deren Definition analysieren, um Missverständnisse auszuschließen. Venture Capital wird vor Allem in den Sektoren Life Science, Telekommunikation und IT angewendet. Auf Grund der unterschiedlichen Anwendung von Venture Capital in den USA und Europa ist zudem eine geografische Unterscheidung notwendig. Während in den USA die Mitarbeiter der VC-Gesellschaften meist selbst Unternehmensgründer waren, arbeiten in den

¹¹ Eigene Darstellung

europäischen Gesellschaften meist Investmentbanker. In Europa agieren die VC-Gesellschaften meist lediglich als Kapitalgeber, wohingegen die Unternehmen in den USA intensiv in ihrer Entwicklung mit Know-how und Kontakten unterstützt werden. Die bessere Performance der US-VC-Gesellschaften lässt eine Angleichung des europäischen an das amerikanische Modell vermuten.¹²

2.1.4.2 Buyout

Als Buyout wird die Finanzierung von etablierten Unternehmen bezeichnet. Im Gegensatz zu VC existieren keine geographischen Unterschiede in der Funktionsweise. Buyouts streben typischerweise eine Mehrheitsbeteiligung an, um die Kontrolle über das Unternehmen zu haben. Der Kaufpreis wird dabei aus Eigen- und Fremdkapital finanziert.¹³

Buyouts lassen sich in verschiedene Typen unterscheiden:¹⁴

- **Management Buyout (MBO):** Der Management Buyout ist die klassische Form des Buyout. Hierbei kauft das Management mit Hilfe eines Private-Equity-Investors das Unternehmen. Beim MBO werden die Manager eines Unternehmens zu Unternehmern. Die Gründe für einen MBO sind meist der Verkauf von Unternehmensteilen (Spin Off), die Nachfolgeproblematik, die Finanzierung eines Turnaround oder eine Expansion.¹⁵
- **Management Buy-In (MBI):** Ähnlich wie beim MBO kauft ein Management-Team mit Hilfe eines Investors das Unternehmen. Das Management kommt dabei jedoch nicht aus dem Unternehmen, sondern tritt von Außen ein.
- **Leveraged Buyout (LBO):** Zur Finanzierung des Kaufpreises bei einem Buyout wird, wie bei anderen Akquisitionen auch, Fremdkapital eingesetzt. Buyout-Transaktionen, die mit einem hohen Fremdkapitalanteil finanziert werden, werden als „Leveraged Buyout“ bezeichnet.

¹² Vgl. FRASER SAMPSON (2006): Multi Asset Class Investment Strategy, S. 156-165 und FRASER-SAMPSON (2007): Private Equity as an Asset Class, S. 115-136.

¹³ Vgl. FRASER SAMPSON (2006): Multi Asset Class Investment Strategy, S. 165-166.

¹⁴ Vgl. WICKENKAMP/YANAR: Private Equity als globale Assetklasse – vom Nischenmarkt zum bedeutenden Investitionsansatz, S. 271.

¹⁵ Vgl. HAMMERMANN/MASER (2004): Private Equity – Added Value für innovative Mittelstandsfinanzierung, S. 545.

2.1.4.3 Abgrenzung zwischen Venture Capital und Buyout

VC und BO unterscheiden sich in vielen Eigenschaften. Das Hauptunterscheidungsmerkmal ist die Konzentration auf die Finanzierung von etablierten Unternehmen aus traditionellen Branchen einerseits und die Finanzierung von jungen technologieorientierten Unternehmen andererseits. Zudem setzt Buyout auf Grund der größeren Transaktionsvolumen Fremdkapital ein.

Zusammenfassend grenzen sich Venture Capital und Buyout folgendermaßen ab:

<i>Venture Capital</i>	<i>Buyout</i>
Geringer Unternehmenswert.	Hoher bis sehr hoher Unternehmenswert.
Keine Einbeziehung von Fremdkapital.	Einbeziehung von Fremdkapital.
Investition in junge Unternehmen oder Firmenneugründungen.	Investition in reife, etablierte Unternehmen.
Technologie und deren zukünftiges Entwicklungspotenzial stehen im Vordergrund.	Gewinne des Unternehmens sind ausschlaggebend.
Zu finanzierendes Unternehmen will eine neue Technologie entwickeln oder anwenden.	Technologische Kriterien sind größtenteils irrelevant.
Investor geht Minderheitsbeteiligungen ein.	Investor geht Mehrheitsbeteiligungen ein, um das Unternehmen zu kontrollieren.
Bewertung der Unternehmen ist schwierig, da eine mathematische Unternehmensbewertung nicht sinnvoll ist.	Bewertung ist verhältnismäßig leicht.
Manager der VC-Beteiligungen haben meist selbst technologisches Spezialwissen.	Manager der BO-Beteiligungen kommen meist aus dem Investmentbanking.

Abbildung 4: Unterschiede zwischen Venture Capital und Buyout¹⁶

¹⁶ Vgl. FRASER-SAMPSON (2007): Private Equity as an Asset Class, S. 9.

2.1.4.4 Mezzanine

Mezzanine ist eine hybride Finanzierungsform. Je nach Ausgestaltung hat es Eigen- (Equity Mezzanine) oder Fremdkapitalcharakter (Debt Mezzanine). Stille Beteiligungen, Wandelanleihen oder Genussrechte sind Equity Mezzanine. Nachrangdarlehen mit festem oder variablem Zins sind Debt Mezzanine. Gewöhnlich wird Mezzanine im Rahmen eines Leveraged Buyout zur Verfügung gestellt, um die Lücke zwischen Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung zu schließen.¹⁷

Strukturell ist Mezzanine zwischen den erstrangigen Verbindlichkeiten und dem Eigenkapital einzuordnen:

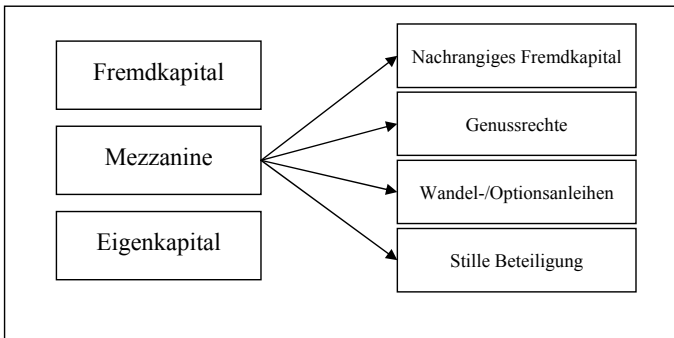


Abbildung 5: Mezzanine-Finanzierung¹⁸

Der Vorteil von Mezzanine gegenüber Venture Capital und Buyout sind die stetigen Zahlungsströme. Im Gegensatz zu den anderen Segmenten, wird die Rendite bei Mezzanine nicht nur durch den Verkaufspreis des Investments generiert. Die Mezzanine-Rendite setzt sich zu je einem Drittel aus einer laufenden Verzinsung, einer Abschlusszahlung und einer Option auf Wandlung in Eigenkapital (Equity-Kicker) zusammen.¹⁹

¹⁷ Vgl. WERNER (2004): Mezzanine-Kapital, S. 13 und WICKENKAMP/YANAR: Private Equity als globale Assetklasse – vom Nischenmarkt zum bedeutenden Investitionsansatz, S. 271.

¹⁸ Eigene Darstellung, vgl. MATHONET/MEYER: J Curve Exposure (2007), S.37 und WERNER (2004): Mezzanine-Kapital, S. 25.

¹⁹ Vgl. EISELE (2006): Gesucht: Liquidität für ein illiquides Asset und eine Abkürzung der J-Curve, S. 26.

2.1.4.5 *Secondaries*

Als Secondary wird der Verkauf einer Private-Equity-Beteiligung über den Sekundärmarkt bezeichnet. Private Equity gilt, wegen der langen Laufzeit und der fehlenden Börsenfähigkeit, als sehr illiquide Anlageklasse. In der Praxis ist dies jedoch nicht ganz richtig, da ein aktiver Zweitmarkt vorhanden ist. Investitionen in Secondaries haben sich in den letzten Jahren zu einem signifikanten Bestandteil des Private-Equity-Marktes entwickelt. Der Grund für den Verkauf einer Beteiligung kann eine Veränderung in der Vermögensallokation oder ein Wechsel der Verantwortlichen sein und muss nicht unbedingt mit einer schlechten Performance zusammenhängen. Für den Käufer der Fondsbeteiligung hat die Investition in ein bestehendes Beteiligungsportfolio den Vorteil, dass er die im Portfolio befindlichen Unternehmen beim Kauf kennt und diese schon weiter entwickelt sind. Dies führt zu einer höheren Transparenz und zu früheren Cashflows an den Investor. Auch Fonds nutzen den Zweitmarkt für Verkäufe ihrer Unternehmensbeteiligungen. Haben sie am Ende ihrer Laufzeit noch Unternehmen oder Beteiligungen im Portfolio, für die sich keine andere Exitstrategie eignet, werde diese über den Zweitmarkt verkauft.²⁰

2.1.5 Exit Strategien

Wie bereits in der Definition genannt, will der Investor seine erworbenen Anteile nicht für immer halten. Nachdem sich die Private-Equity-Gesellschaft an einem Unternehmen beteiligt hat, versucht sie Wert zu schaffen. Mit dem Verkauf will sie diesen Wert heben und für den Investor, durch einen entsprechend hohen Veräußerungspreis, eine dem Risiko entsprechende Rendite erwirtschaften.

Für die Veräußerung der Beteiligung gibt es mehrere Möglichkeiten.²¹

- **Neuemission (Initial Public Offering, IPO):** Der IPO wird oft als „Traum-Exit“ bezeichnet²², da hier auf Grund der hohen Liquidität und Transparenz ein guter Verkaufspreis erzielt werden kann. Daneben erhöhen sich durch einen medienwirksamen Börsengang der Bekanntheitsgrad

²⁰ Vgl. FRASER-SAMPSON (2007): Private Equity as an Asset Class, S. 6-7 und EISELE (2006): Gesucht: Liquidität für ein illiquides Asset und die Abkürzung der J-Curve, S. 24-25.

²¹ Vgl. BADER (1996): Private Equity als Anlagekategorie, S. 136-150.

²² Vgl. BADER (1996): Private Equity als Anlagekategorie, S. 138.

und die Reputation. Nachteilig beim IPO sind die hohen regulatorischen Anforderungen und die Abhängigkeit des Verkaufserfolgs vom aktuellen Börsenumfeld.

- **Trade Sale:** Als Trade Sale bezeichnet man den Verkauf der Beteiligung an ein Unternehmen. Das Portfoliounternehmen hat für den Käufer in der Regel eine strategische Bedeutung. Dies kann beispielsweise der Zugang zu Technologie, zu neuen Forschungsergebnissen oder zu neuen Vertriebswegen sein. Als Käufer kommen somit Konkurrenten, Lieferanten (mit der Absicht zur Vorwärtsintegration) und Kunden (mit der Absicht zur Rückwärtsintegration) in Betracht. Ein Trade Sale kann einen höheren Verkaufspreis als ein IPO erzielen, wenn der Käufer ein Premium für das Unternehmen bezahlt.
- **Secondary Sale:** Die PE-Gesellschaft verkauft ihre Anteile an einen anderen Finanzinvestor. Grund hierfür kann eine positive Entwicklung des Unternehmens (eine andere PE-Gesellschaft zahlt einen entsprechenden guten Preis) oder das Ende der Fondslaufzeit sein. Werte die sich am Laufzeitende noch im Portfolio befinden, werden üblicherweise über diesen Weg an andere PE-Gesellschaft bzw. Fonds verkauft (siehe oben).
- **Company Buy-Back:** Bei dieser Exitmöglichkeit kauft der Unternehmer die Anteile vom Investor zurück. Auf einen Company Buy-Back wird vor allem bei weniger erfolgreichen Unternehmen zurückgegriffen, die sich nicht für ein IPO oder einen Trade Sale eignen, die aber dennoch stabile Cashflows generieren und deren Fortführung sich demnach lohnt. Dieser Exit birgt ein hohes Konfliktpotential zwischen Unternehmer und Investor, da beim Exit die Interessenlage konträr ist (Verkäufer will möglichst hohen Preis erzielen, Käufer möglichst wenig zahlen).
- **Abschreibung:** Entwickelt sich ein Unternehmen nicht positiv, kann es im schlimmsten Fall seinen Wert vollständig verlieren. Muss die PE-Gesellschaft das Unternehmen abschreiben, erleidet sie einen Verlust in Höhe der Beteiligung.²³

²³ Vgl. DILLER (2006): Private Equity: Rendite, Risiko und Markteinflussfaktoren, S. 17-18.