

## Rendite und Risiko: Perspektiven für Private Equity Kapitalanlagen

### **Einleitung**

Nach einem Rückgang der Investitionstätigkeit in den Jahren 2002 bis 2004 hat der Private Equity-Markt im Jahr 2005 eine Renaissance erfahren. Die Kapitalanlage Private Equity hat wieder an Attraktivität gewonnen. Dies zeigt sich an einem Kapitalzufluss in Höhe von knapp USD 200 Mrd. im Jahr 2005.

Private Equity ist eine Anlageform mit einem hohen Renditepotenzial für unternehmerisch orientierte Investoren. Es gibt jedoch kaum eine Anlageklasse, deren tatsächlich erwirtschaftete Renditen eine ähnlich große Bandbreite aufweisen.

In der Vergangenheit zeigten Private Equity-Fonds große Renditeunterschiede unabhängig davon, ob sie in demselben oder in unterschiedlichen Jahren aufgelegt wurden. Eine hohe Markttransparenz und -ineffizienz eröffnet dem erfahrenen Marktteilnehmer zwar ungeahnte Renditechancen, bietet jedoch auch „schwarze Schafe“ unter den Anbietern eine saftige Weide.

Zahlreiche unbeeinflussbare externe Faktoren wirken renditeerhöhend oder -senkend auf Private Equity-Anlagen. Eine Renditeprognose sollte deswegen nicht auf einer einfachen Darstellung empirischer Durchschnittsrenditen basieren. Vielmehr sind sowohl fondspezifische (Finanzie-

rungsphase, Branche, Fondsgröße, Beteiligungsdauer etc.) als auch gesamtwirtschaftliche Einflüsse (Zinsentwicklung, Entwicklung des Brutto Sozialprodukts, Börsengänge etc.) bei der Erwartungsbildung zu berücksichtigen.

CEPRES hat in einer der weltweit umfangreichsten Studien in Zusammenarbeit mit der Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt (Lehrstuhl für Bankbetriebslehre) ein Modell entwickelt, um empirische Venture Capital- und Buyout-Renditen in die Zukunft zu projizieren. Unter bestimmten Erwartungen für die Entwicklung relevanter Marktfaktoren werden Renditeaussichten für Private Equity-Anlagen ermittelt.

### **Das PerFore Projektionsmodell**

In einem ersten Schritt werden die Faktoren, die historisch Einfluss auf Private Equity-Renditen ausübten, identifiziert. Statistische Analysen zeigen, dass Venture Capital- und Buyout-Renditen durch unterschiedliche fondspezifische und gesamtwirtschaftliche Faktoren beeinflusst werden. Es überrascht nicht, dass die Renditen einer durchschnittlichen Venture Capital- oder Buyout-Transaktion u.a. durch das Zinsniveau, die Entwicklungen an den Börsen, volkswirtschaftliche Wachstumsraten oder die Kapitalmengen im Markt beeinflusst werden. Überraschend

mag die unterschiedliche Stärke mancher Einflussfaktoren sein.

Für das Projektionsmodell werden auf der Basis von Annahmen sowie von Erfahrungswerten unterschiedliche Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die jeweiligen Einflussfaktoren definiert. Im Rahmen von Simulationsrechnungen (sogenannten Monte-Carlo-Simulationen, d. h. Simulation von Zufallsprozessen) werden die Auswirkungen der Variation dieser

Einflussfaktoren innerhalb dieser Wahrscheinlichkeitsverteilungen auf die Rendite des Modellportfolios eines Venture Capital- und eines Buyout-Fonds untersucht. Im Ergebnis kann dann eine Aussage über die Bandbreite der zu erwartenden Renditen gemacht werden.

Als Basis für alle Simulationen dient der Datensatz von CEPRES. Dieser umfasst genaue Cash Flow-Informationen für über 13.500 Private Equity-Einzeltransaktionen.

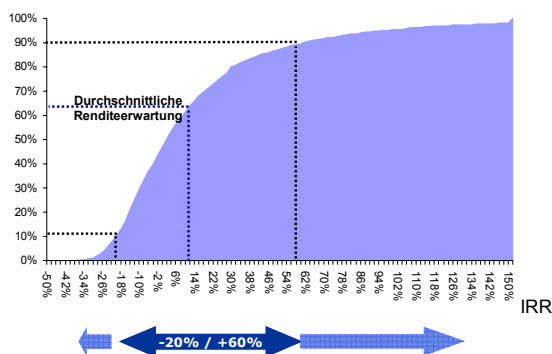
## Venture Capital und Buyout Rendite-Erwartungen von Private Equity-Fonds

Die Ergebnisse bestätigen die unterschiedlichen Charaktere der Anlage-segmente Venture Capital und Buyout.

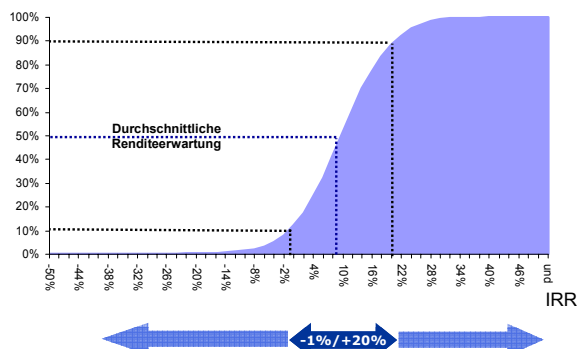
Gemäß dem Projektionsmodell von CEPRES erzielt ein heute aufgelegter durchschnittlicher Venture Capital-Fonds mit 80 %iger Wahrscheinlichkeit (zwischen 10 % und 90 %) eine Rendite zwischen -20 % und +60 % IRR p.a. Diese Bandbreite spiegelt das hohe Renditepotenzial einerseits und die vergleichsweise hohen Ausfallraten andererseits von Finanzierungen sehr junger Unternehmen wider.

Im Buyout-Segment wird die Rendite mit 80 %iger Wahrscheinlichkeit (zwischen 10 % und 90 %) zwischen -1 % und +20 % IRR p.a. liegen. Der Rückgang gegenüber den historischen Durchschnittsrenditen in diesem Bereich spiegelt u.a. die erwarteten renditemindernden Auswirkungen des gestiegenen Kapitalzuflusses wider. Das Buyout-Segment wird sich auch in Zukunft im Vergleich zu Venture Capital durch eine niedrigere Ausfallwahrscheinlichkeit auszeichnen. Jedoch ist das Potenzial, außerordentlich hohe Renditen zu erzielen, erwartungsgemäß geringer.

Wahrscheinlichkeit der Verfehlung bei Venture Capital-Fonds



Wahrscheinlichkeit der Verfehlung bei Buyout-Fonds



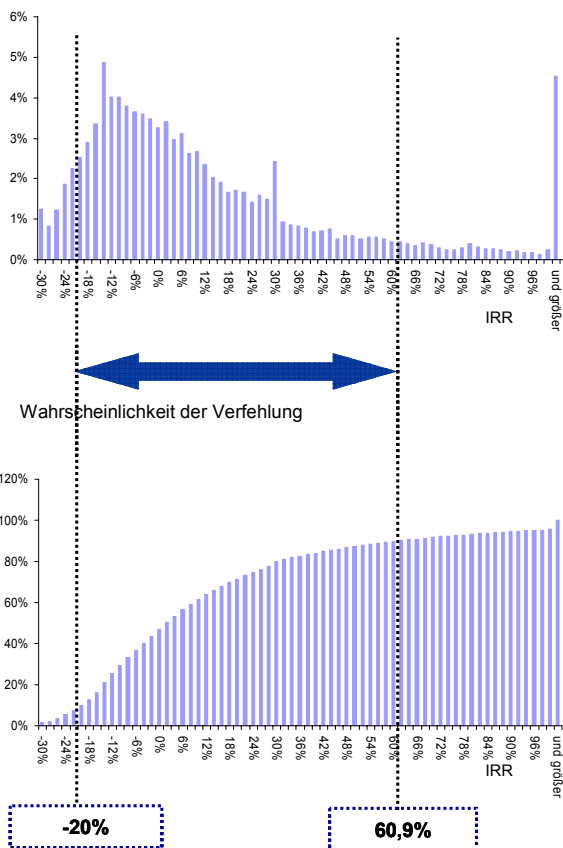
## Rendite- und Risiko-Erwartungen von Venture Capital und Buyout-Dachfonds

Die Simulationsrechnungen zeigen, dass sich das Intervall, in dem sich die erwartete Rendite bewegt, durch eine Erhöhung der Beteiligungen im Portfolio verkleinert. Die Ausfallwahrscheinlichkeit sinkt, gleichzeitig verringert sich die Renditechance etwas. Dies zeigt sich besonders deutlich im Bereich Venture Capital. Nach der

Prognoserechnung von CEPRES wird sich die Bandbreite der Rendite (-20 % bis + 60,9 % bei 80 % Wahrscheinlichkeit) eines durchschnittlichen Venture Capital-Fonds mit 20 Zielunternehmen auf -5,9 % bis + 34,7 % verengen, wenn sich die Anzahl der Zielunternehmen von 20 auf 100 erhöht

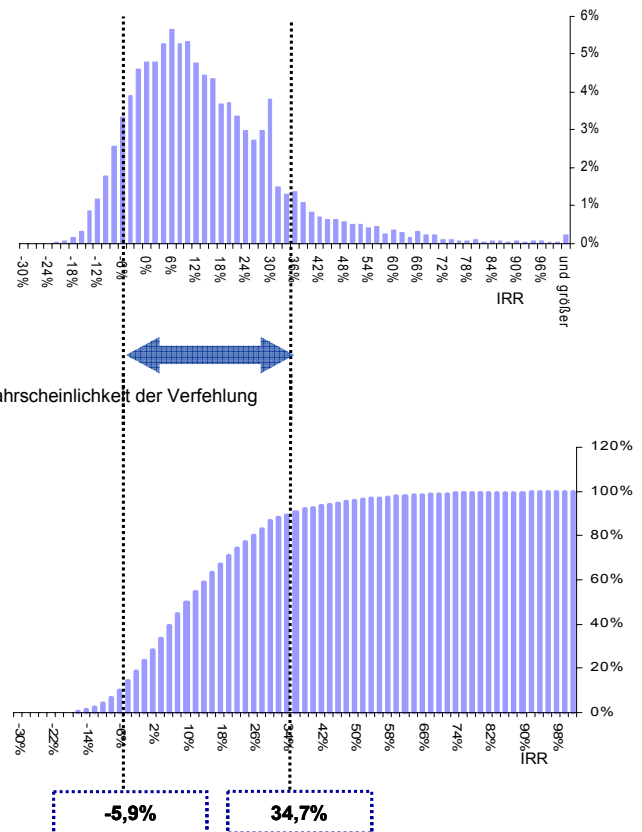
### Venture Capital Fonds (20 Transaktionen)

Wahrscheinlichkeit des Eintritts



### Venture Capital Fonds (100 Transaktionen)

Wahrscheinlichkeit des Eintritts



### **Rendite- und Risiko-Erwartungen von gemischten Dachfonds aus Venture Capital und Buyout**

Eine wirkungsvolle Möglichkeit, ein diversifiziertes Portfolio bestehend aus einer hohen Anzahl von Zielunternehmen und einer Mischung von Private Equity-Fonds unterschiedlicher Investitionsstrategien aufzubauen, bieten Dachfonds-konstrukte.

Der Dachfondsmanager senkt einerseits Risiken, indem er die Anzahl der Zielunternehmen im Portfolio erhöht, und optimiert andererseits Renditechancen, indem er die Anlagensegmente Venture Capital und Buyout ausgewogen mischt. Dabei ist naturgemäß die richtige Auswahl nachhaltig erfolgreicher Fondsmanager von ausschlaggebender Bedeutung. Gerade die Fondsauswahl stellt in dem intransparenten Private Equity-Markt eine besondere

Herausforderung dar und rechtfertigt die Kosten des Einsatzes eines erfahrenen Dachfondsmanagers als Intermediär.

Eine Private Equity-Anlage auch als Beimischung dieser Anlageklasse in ein Vermögensportfolio sollte sorgfältig strukturiert werden. Nur so kann das Risiko minimiert und das Renditepotenzial dieser Anlageklasse ausgeschöpft werden.

Für einen Dachfonds, mit einem Portfolio bestehend aus 100 Venture Capital- und 100 Buyout-Transaktionen durchschnittlicher Private Equity-Fonds, ergibt sich nach der Prognoserechnung des Center of Private Equity Research (CEPRES) mit 80 %iger Wahrscheinlichkeit eine Rendite im Bereich von -1,2 % bis + 20,5 % p.a. IRR.

