

Quants für Private Equity

Die Entscheidungstheorie findet in Private Equity ein neues Anwendungsgebiet. Wurden Commitments in Private Equity bislang eher pauschal für die gesamte Asset-Klasse abgegeben, sucht man heute über Modelle die passenden Subsegmente. Auch die Wahl des Asset Managers erfolgt überlegter.

Zur Private-Equity-Evolution zählt zudem, dass Risikomanagement stärker in den Fokus gerückt ist. Die Fortschritte sind vor allem quantitativer Natur. Die Evolution frisst aber auch ihre Kinder: Das Fundraising erweist sich für viele Fondsanbieter als überaus problematisch.



Der Pubertät entwachsen

Die Private-Equity-Historie in Deutschland ist relativ kurz. Trotzdem blickt die Asset-Klasse bereits auf einige Epochen zurück. Von den Venture-Capital-Ursprüngen ging die Entwicklung hin zu einer Programmwelt mit spezialisierten Segmenten und einem immer mehr quantitativ geprägten Risikomanagement. Private Equity ist erwachsen geworden.

Von Patrick Eisele

Anlegerherz, was willst du mehr? Ein laut Golding Capital Partners und der HEC School of Management langfristiges Durchschnitts-Alpha von 9,7 Prozent, kaum Volatilität in der Bewertung und eine Verlustwahrscheinlichkeit, die ab einem Diversifikationsgrad von zehn Fonds statistisch gegen null geht. Private Equity macht es möglich. Gemäß dem Branchenverband Evca kamen die besten Private-Equity-Fonds im Jahr 2011 sogar auf 22,54 Prozent, die besten Fonds im Segment „Buy-out“ rentierten sogar mit 30 Prozent.

Was das Anlegerherz jedoch weniger erfreut(e): die Exzesse der Vergangenheit sowie derzeit oft lange Fundraising-Perioden, eine immer noch hohe Gebührenbelastung und ein schwieriges regulatorisches Umfeld, welches neue Herausforderungen an das Risikomanagement stellt. Die typischen Kritikpunkte der Vergangenheit –

Ein Rückblick: Die Geschichte der Exzesse der Vergangenheit beginnt in Deutschland mit Venture Capital beziehungsweise der Blase am Neuen Markt. Deren Platzen im Jahr 2000 prägte insbesondere die Einstellung der Versicherer zu Venture Capital nachhaltig negativ. Die Beteiligungsbranche bekleckerte sich damals auch nicht gerade mit Ruhm, da man auch in denjenigen Jahren munter investierte, als Unternehmensbewertungen durch die Decke schossen. „Damals wurden noch Venture Capital Commitments im Golfclub vereinbart. Man kannte halt jemanden“, blickt ein Marktteilnehmer zurück.

Professionellen Kapitalanlageunternehmen waren solche „Strategien“ schon immer fremd. „Seit damals ist die Private-Equity-Lernkurve enorm gestiegen, alles ist erwachsen geworden“, sagt Andreas Binder mit Blick auf den Markt. Der Abteilungsleiter Alternative Investments bei der WAVE Management AG, die die Assets der VHV-Gruppe aus Hannover managt, verweist auf die etablierten Prozesse der WAVE, Due-Diligence-Vorgaben, Scorings und das Risikomanagement insgesamt. Die ältesten Private-Equity-Investments der VHV-Gruppe stammen aus den Jahren 1997, 2006 wurde dann ein strategisches Private-Equity-Programm beschlossen und seither noch systematischer in Private Equity investiert. Der Umfang der jährlichen Commitments ist gemäß der Allokationszielquoten relativ stabil, die Regionen und Segmente können variieren. Kein Platz im Programm ist aber für Venture Capital vorgesehen.



Andreas Binder, WAVE Management AG
Eine steile Lernkurve mündet in Programme mit Prozessen, Due-Diligence-Vorgaben, Scorings und Risikomanagement.

Illiquidität und die J-Curve – haben dagegen in den vergangenen Jahren dank der entstandenen Investitionsmöglichkeiten in Secondaries, Mezzanine und Co-Investments etwas an Bedeutung verloren. Wenn die Bankenkrise etwas Gutes hatte, dann war es die Förderung von Secondary- und Mezzanine-Fonds.

Dass dafür andere Investoren künftig wieder mehr in Venture Capital investieren, ist nicht abzusehen. Statistisch überzeugt der Durchschnitt der Venture-Fonds auch nur in den USA auf Sicht von 20 Jahren. Hier meldet Thomson One eine Nettorendite von 21,5 Prozent. Ansonsten liegt die Rendite um null Prozent. Für die Zukunft

hat Venture Capital aber drei gute Argumente: Für eine renditeträchtige Asset-Klasse wie Venture Capital sprechen die in Solvency II vorgeesehenen pauschalen Eigenmittelunterlegungen viel mehr als für Infrastruktur; das Financial Engineering per Leverage spielt keine Rolle, und die wenigen überlebenden Anbieter in Deutschland, wie Earlybird, Wellington, TVM Capital oder Target Partners, weisen nun einen großen Erfahrungsschatz vor. TVM gab im Januar das erste Investment des TVM Life Science Venture VII bekannt. Interessant an Venture Capital ist auch, dass, anders als häufig bei Buy-outs, Auktionen keine Rolle spielen. Aus Sicht des Fonds besteht ein Käufermarkt. Das große „Aber“: „Die ersten Erfahrungen der deutschen Lebensversicherer mit Private Equity waren bis auf wenige Ausnahmen nicht zufriedenstellend“, stellte Rüdiger Kollmann von der Solutio AG in einer empirischen Analyse fest. Einige Lebensversicherer begannen bereits Ende der 90er Jahre in Private Equity zu investieren, vornehmlich in Venture Capital, und wirkten so an der Technologieblase mit. Diese Erfahrungen prägten. Heute ist Venture Capital bei VAG-Anlegern politisch kaum noch zu vermitteln. Auch sind bei Anlegern personell betrachtet Ressourcen und Kontinuität meist geringer als der für den Aufbau eines wirksamen Exposures erforderliche Zeitraum.

Wolfgang Seibold von Earlybird wird dagegen im Tagesspiegel so zitiert, dass man bei den zuletzt aufgelegten Fonds einen Großteil des Kapitals bei internationalen Anlegern eingesammelt habe. „Darunter waren eine japanische Pensionskasse, ein arabischer Staatsfonds sowie Anleger aus den USA.“ Diese Investoren, so Seibold, würden aber auch erst einmal nach den deutschen Ankerinvestoren fragen. Capital Dynamics hat vor einem Jahr das Final Closing des Champion Ventures VII bei 111 Millionen Dollar bekanntgegeben. Dieser Fonds hat Zugang zu renommierten Venture-Gesellschaften im Silicon Valley. „Für dieses Programm zugesagt haben englische und amerikanische Kunden“, berichtet Markus Langner von Capital Dynamics. „In Deutschland besteht für Venture Capital praktisch keine Nachfrage. Selbst deutsche Venture-Fonds haben kaum deutsche Investoren.“

Doch aus dem verbrannten Boden sprießen auch zarte Hoffnungspflänzchen; zum Beispiel SHS, eine Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Tübingen, die Wachstumskapital für junge Firmen im Gesundheitsbereich im deutschsprachigen Raum bereitstellt: Für den vierten Fonds bekam SHS neben Commitments eines Dachfonds und von Family Offices auch Zusagen der Pensionskasse eines Industrieunternehmens und eines berufsständischen Versorgungswerks. Die Pensionskasse, die ein Life Science Exposure aufbaut, kam über einen Consultant hinzu. Das Fundraising von SHS startete im Juli 2012, Ziel für das erste Closing sind 50 Millionen Euro und für die Abwicklung eine zweistellige Rendite. „Auch weitere VAG-Anleger zeigen Interesse, und wir bekommen Termine. Insgesamt bleibt das Umfeld aber schwierig“, erklärt Partner und Geschäftsführer Hubertus Leonhardt. Leonhardt wirbt um VAG-Anleger unter anderem damit, dass die SHS-Strategie weniger Technologie- als Markteinführungsrisiken aufweist. „Wir machen kein Casino-Venture-Capital.“ In dieses Bild passt, dass SHS in der Vergangenheit zwei Drittel der Zielunternehmen

„durchgebracht“ hat. Entgegen kommt regulierten Anlegern auch, dass Investoren nicht nur quartalsweise ausführliche Berichte erhalten, sondern auch schon im Januar einen geprüften Jahresbericht sowie die entsprechenden steuerlichen Unterlagen im März. Mit Blick hierauf und auf andere bereits bestehende Aspekte, wie ein umfangreiches Organisationshandbuch, sieht Leonhardt in den AIFM-Richtlinien für die Investoren weniger einen Mehrwert als Mehrkosten: „70 Prozent der Anforderungen erfüllen wir bereits heute. Außerdem sitzen wir nicht auf den Antillen, sondern seit 20 Jahren in Tübingen.“ SHS verfügt laut Leonhardt über einen Track Record, der Portfolio-Multiples von etwa dem Dreifachen auf die realisierten Transaktionen ausweist. Für die derzeit noch unrealisierte Fondsgeneration SHS III wird ebenfalls ein Multiple in dieser Höhe erwartet.

Nur kleine und gute Fonds halten hohe Fees konstant

Nach der VC-Episode begann etwa 2006 das Zeitalter der Megafonds. Damit rückten die Themen Gebühren und Financial Engineering in den Vordergrund. General Partner, wie die Texas Pacific Group (heute TPG), Carlyle, Blackstone, KKR oder Permira, konzentrierten ihre Aktivitäten offenbar auf das Fundraising und wetteiferten um den größten Fonds. Das Rennen machte (vorerst) Blackstone, deren Fonds BCP V im August 2007 mit 21,7 Milliarden Dollar final schloss. Dazu darf man vor allem den Blackstone-Eignern und -Mitarbeitern gratulieren. Laut dem Private Placement Memorandum beträgt die Management Fee für ein Fondsvolumen von über 6,5 Milliarden Dollar ein Prozent und nach der Investitionsperiode 0,75 Prozent auf das investierte Kapital. Bei einem Prozent fließen Blackstone in der Investitionsperiode also üppige 217 Millionen Dollar im Jahr zu.

Normalerweise gilt: Je kleiner der Fonds, desto höher die Fees. Für Limited Partners sind bei einem 100-Millionen-Fonds zwei bis 2,5 Prozent akzeptabel. Die Investoren würden sich wohl in das eigene Fleisch schneiden, wenn sie bei den laufenden Kosten für Mitarbeiter, Rechtsanwälte oder Reisen knausern würden. Zwei bis 2,5 Millionen scheinen hier eher eine Mindestgröße zu sein. Mit 217 Millionen lassen sich aber nicht nur operative Kosten, sondern mehr als auskömmliche Gehälter finanzieren. Solche Fees können Anbieter dazu incentivieren, sich zur Verstetigung der laufenden Einnahmen mehr um das Fundraising zu kümmern als um die Fondsrendite und damit um die Erfolgsbeteiligung. Dies fördert weder das von der Branche vielbeschworene Alignment of Interest mit den Investoren noch die Kreativität. Letzteres zeigt sich an der Idee, einen Minderheitsanteil an der Deutschen Telekom zu übernehmen. Die daraus resultierende Nullrendite hätten Anleger auch billiger haben können. Am Rande: Interessanterweise kollabierten Mitte 2007 praktisch zeitgleich mit dem final Closing des BCP V zwei auf Kreditderivate wettende Hedgefonds von Bear Stearns, was den Beginn der Finanzkrise markierte. Diese machte Anleger wenigstens um die Erkenntnis reicher, sich besser wieder stärker der operativen und strategischen Entwicklung der Portfoliounternehmen zu widmen statt Financial Engineering.

Die Hoffnung, dass dieser Wandel zurück zu den Wurzeln tatsächlich eintritt, scheint auch gerechtfertigt. Laut der aktuellen Private-Equity-Studie von Mackewicz & Partner ist der Eigenkapitalanteil der Fonds bei neuen Beteiligungen inzwischen auf über 50 Prozent gestiegen. Außerdem, so der Studienmacher Detlef Mackewicz, sei „unter Berücksichtigung der jüngsten moderaten Fundraising-Erfolge ein erneuter Anstieg der Kapitalüberhänge auf mittlere Sicht nicht zu erwarten“. Weiter konstatiert Mackewicz, dass früher der typische Investment Manager angelsächsischer Prägung eher ein Investment-Banker mit ausgeprägten M&A-Fähigkeiten war, dessen Renditen bei Buy-outs hauptsächlich durch Financial Engineering zustande kamen. „Dagegen muss heute ein erfolgreicher Private-Equity-Manager über ausgeprägte operative Fähigkeiten mit Fachwissen und Netzwerk in den entsprechenden Zielbranchen verfügen, um die Unternehmen im operativen Tagesgeschäft als Sparringspartner auf Erfolgskurs zu führen“, so Mackewicz.

An der Aufgeschlossenheit der Investoren gegenüber Private Equity allgemein hat sich trotz dieser Geschehnisse wenig geändert. Gemäß dem Preqin Global Private Equity Report vom vergangenen Dezember waren 74 Prozent der Investoren mit den Renditen zufrieden. Für weitere elf Prozent lag die Rendite sogar über den Erwartungen. Trotz dieser hohen Zufriedenheit und des Niedrigzinsumfelds gaben 40 Prozent der befragten Limited Partner 2012 aber keine neuen Commitments ab. Laut der Mackewicz-Studie ergab sich anhand einer Umfrage unter 42 einheimischen institutionellen Investoren bei der überwiegenden Mehrheit eine hohe Zufriedenheit mit den bisher erzielten Renditen. Nur ein Fünftel ist eher unzufrieden. Selbstkritisch führen diese Investoren die Underperformance ihrer Private-Equity-Programme auf ein Venture-Capital-Übergewicht oder strukturierte Produkte zurück, die mit einer zu hohen Kostenbelastung verbunden waren. Einige Investoren gaben in der Umfrage auch als Fehler an, dass man mehrere Jahrgänge komplett ausgelassen oder die betreffenden Zielfonds nur oberflächlich selektiert hatte.

Die Renditeerwartungen der von Mackewicz & Partner befragten Investoren liegen nach Abzug aller Kosten für ihre Private-Equity-Programme in einer Bandbreite von acht bis zwölf Prozent. Darüber wird Erwin Krättli, ehemaliger Leiter Kapitalanlagen bei der Ascom Pensionskasse, nur lächeln können. Die Berner Vorsorgeeinrichtung, die auf ein Gesamtvolumen von etwa 1,2 Milliarden Schweizer Franken kommt, weist in ihren Geschäftsberichten für die Jahre 2004 bis 2011 eine Rendite mit Private Equity von im Schnitt 50 (!) Prozent aus. Im besten Jahr waren es 157,5 Prozent und im schlechtesten und einzig negativen Jahr minus 8,9 Prozent. Offenbar gibt es also auch Investoren, die mit Venture Capital gute Erfahrungen gemacht haben. Krättlis Nachfolger kann sich jedoch trotzdem nicht besonders für Private Equity begeistern und hat das Programm auf eine Quote von 0,5 Prozent heruntergefahren.

Studie: Nieder mit der Management Fee!

Da nicht jeder Investor solche Renditen erzielt, wird das Thema Gebühren aktuell bleiben. Schließlich ist keine Interessengleichschaltung mehr gegeben, wenn die Portfoliomanager wie bei den Megafonds schon mit der Management Fee ausgesorgt haben. Aber auch allgemein gilt: „Produkte, mit denen die Anbieter besser verdient haben als die Investoren, haben ihre Spuren hinterlassen“, so Detlef Mackewicz, der dabei insbesondere an strukturierte Produkte und Mezzanine-Dachfonds denkt. Laut der „2012 Global Asset Management Fee Survey“ von Mercer geraten Manager in den Asset-Klassen Hedgefonds, Private Equity und Infrastruktur zunehmend unter Druck, ihre Fee-Strukturen flexibler zu gestalten. Die Verschiebung von Angebot und Nachfrage im Bereich der alternativen Asset-Klassen hat zu reduzierten Gebühren geführt. Während in früheren Jahren eher zwei Prozent fixe Vergütung zuzüglich Performance Fee üblich waren, ist nun eine Bewegung in Richtung 1,5 Prozent bei den fixen Gebühren zu beobachten. Mercer analysiert alle zwei Jahre die

Buy-out Europa hat die Nase vorn

Fund Stage	Region	1-year IRR	3-year IRR	5-year IRR	10-year IRR
Venture	Europe	2,68	4,88	-0,14	-0,94
	USA	11,59	7,87	3,54	-1,01
Buy-out	Europe	5,50	8,34	2,41	8,33
	USA	13,91	13,29	5,50	4,61
All Private Equity	Europe	4,75	7,50	1,55	5,62
	USA	12,8	12,5	5,64	3,54

IRRs zum 31.12.2011 für Europa und die USA; Quelle: Thomson Reuters; © portfolio institutionell

Gebühren von inzwischen mehr als 25.000 Asset-Management-Produkten von über 5.000 Investmentfirmen. „Es ist überraschend, dass die Gebühren für aktive Strategien trotz des starken Wettbewerbs durch passives Management weltweit stabil bleiben. Allerdings beobachten wir, dass Gebühren in Deutschland generell verhandelbar sind und sich der Trend in Richtung Performance-abhängige Gebühren fortsetzt“, sagt Herwig Kinzler. Konkret für Private Equity ergab sich in der Studie, dass seit der Finanzkrise insbesondere in den größeren Buy-out-Fonds die Gebühren unter Druck stehen. Meistens kommen die General Partner laut Mercer ihren Investoren mittels

interessante Änderungen. Für Mercer besonders erwähnenswert ist, dass die Zahl der Fonds gestiegen ist, die ihre Gebühren mit der Höhe der Commitments senken. Dieses Angebot offerierten vor vier Jahren ein Drittel der Dachfonds, heute sind es etwa zwei Drittel. Interessant ist auch, dass eine größere Zahl der Fonds nun für die ersten zwei bis drei Jahre zur Reduzierung der bei Dachfonds besonders langwierigen J-Curve niedrigere Gebühren anbietet. Neu ist ebenfalls, dass die meisten Dachfonds ihre Verwaltungsgebühren jährlich absenken. Performance-Gebühren hängen vom Investmenttyp ab. So werden Primary Investments mit null bis fünf Prozent entgolten, Secondaries auf Dachfondsebene mit 7,5 bis zehn Prozent, Co-Investments auf Dachfondsebene mit mindestens zehn Prozent. Ein Großteil der Fonds legte die Hurdle auf acht Prozent.



Thomas Kubr, Capital Dynamics
Anbieter von Dachfonds müssen
sich strategisch weiterentwickeln.

einer Reduzierung der Management Fee entgegen. Auch relativ hohe Performance Fees wurden an Durchschnittswerte angepasst. Die meisten Buy-out-Manager bieten während der Investmentperiode eine Management Fee von 1,5 bis zwei Prozent pro Jahr auf das zugesagte Kapital, und danach auf das investierte Kapital an. Bei Fonds mit einem Volumen von über drei Milliarden Dollar geht der Trend zu 1,5 Prozent während der Investmentperiode und danach zu einem Prozent. Fonds, die sich einer hohen Nachfrage erfreuen, können aber immer noch höhere Fees durchsetzen.

Typischerweise beträgt gemäß der Mercer-Studie die Performance Fee 20 Prozent. Diese fließt dann, wenn der Investor zunächst eine Vorzugsverzinsung von acht Prozent pro Jahr bekommen hat. Die meisten Venture-Capital-Fonds stellen während der Investmentperiode eine Management Fee von zwei bis 2,5 Prozent auf das zugesagte Kapital in Rechnung. Danach wird diese Gebühr auf das investierte Kapital umgelegt. „Die Management Fee liegt bei uns inklusive Umsatzsteuer bei 2,5 Prozent auf das Committed Capital. Später bezieht sich diese Gebühr auf das investierte Kapital, so dass der Investor im Schnitt in zehn Jahren zwischen 1,5 und 1,75 Prozent brutto jährlich zahlt“, erklärt Hubertus Leonhardt, Partner bei SHS. Bei den meisten Venture-Capital-Fonds beträgt laut Mercer die Performance Fee wie bei den Buy-out-Pendants 20 Prozent. Allerdings chargen manche Venture-Kapitalisten auch bis zu 30 Prozent. Tendenziell wird den Investoren keine Vorzugsverzinsung gewährt.

Bei Dachfonds hat sich auf den ersten Blick wenig geändert. Wie im Jahr 2010 verlangt das Topquartil eine Managementgebühr von einem Prozent, Fonds des schlechtesten Quartils von 0,75 Prozent. Im Schnitt sind die Verwaltungsgebühren um drei Basispunkte auf 87 Basispunkte gesunken. Bei genauerem Hinschauen ergeben sich aber

Fundraising-Menetekel: Konsolidierung gewinnt an Kontur

Welche Seite ihre Gebührenvorstellungen durchsetzen kann, lässt sich am Fundraising ablesen. Die Schere zwischen erfolgreichen und weniger erfolgreichen Fundraisern geht weiter auf. Gemäß der Auswertung des Datenspezialisten Preqin für das Jahr 2012 sammeln weniger Private-Equity-Fonds mehr ein: Im vergangenen Jahr gelang 698 Fonds das Final Closing. 2011 waren es dagegen noch 910 Fonds. Dafür lag das eingesammelte Gesamtvolumen im gerade abgelaufenen Turnus mit 315 Milliarden Dollar um grob drei Milliarden Dollar über dem Niveau von 2011. Zudem konnten viele der Fonds, denen ein Closing gelang, mit einem über den Erwartungen liegenden Volumen abschließen. „Festzustellen ist, dass Limited Partner häufiger mehr Geld mit weniger Managern investieren, was zu einem Zuwachs bei den durchschnittlichen Fondsgrößen führt“, kommentiert Preqin. Eindeutiger Favorit der Anleger ist übrigens das Segment Small/Mid Market Buy-out gewesen. Künftig verschärft sich das Rennen um die Investorengelder noch weiter: Seit 2010 ist laut Preqin nämlich die Zahl der Fonds im Raising stetig auf derzeit 1.940 gestiegen.

Dass das Feld im Rennen um Commitments weiter auseinanderfällt, zeigt sich auch daran, dass bei einer durchschnittlichen Raising-Dauer von 17 Monaten manche Fonds nur einen sehr kurzen Zeitraum brauchen. „Manche Fonds closen sehr schnell, andere brauchen zwei Jahre, um wenigstens am Minimum zu schließen“, bestätigt Jeremy Golding. Der Gründer von Golding Capital Partners nennt einen Grund, warum das Raising sehr zäh sein kann: „Keiner will der Erste sein.“ Dadurch dauert oft gerade das First Closing sehr lang. „Manchmal will man zum Beispiel abwarten, ob eine kritische Masse zusammenkommt oder noch die weitere Performance des Vorgängerfonds beobachten“, erklärt Golding.

Der Preqin-Report nennt einige Beispiele für ein gelungenes Raising. So konnte Sycamore Partners als First Timer eine Milliarde Dollar im dritten Quartal 2012 einsammeln – 250 Millionen über dem Ziel. Nur zwei Monate brauchte der Distressed Debt Fonds Centerbridge Special Credit Partners II, um sein Volumenziel von zwei



portfolio institutionell Awards 2013 mit freundlicher Unterstützung von:



AM 25. APRIL IST ES SOWEIT DIE 7. PORTFOLIO INSTITUTIONELL AWARDS WERDEN VERGEBEN

portfolio institutionell Awards – Die wichtigste Auszeichnung für
institutionelle Investoren in Deutschland

portfolio-institutionell-awards.de



Milliarden Dollar zu erreichen. Ein weiteres Highlight setzte der Advent Global Private Equity VII, der bei 8,5 Milliarden Euro schloss. Dieser Private-Equity-Fonds ist damit der größte seit der Verschuldungskrise. Dem Axa Secondary Fund V gelang ein Final Closing bei 7,1 Milliarden Dollar und damit 3,6 Milliarden über dem Ziel. Auch im laufenden Jahr sind Secondaries äußerst gefragt. DB Private Equity & Private Markets konnte 614 Millionen Dollar für den DB Secondary Opportunities Fund II einsammeln. Das Ziel waren 500 Millionen Dollar. Gezeichnet haben alte und neue Investoren. Egeria gelang nach etwa drei Monaten ein Closing am Hard Cap von 600 Millionen. Dagegen musste der eigentlich renommierte Fondsanbieter Duke Street das Raising für den Duke Street Capital VII mangels Erfolg abbrechen. „Anbietern, denen das Fundraising schwerer fällt, sind oft, zum Beispiel aus regulatorischen Gründen, bisherige Ankerinvestoren abgesprungen“, erklärt Britta Lindhorst von Auda. „Ein typisches GP-Statement lautet darum in diesen Tagen, dass man die Investorenbasis stärker diversifizieren möchte.“

Dazu passen die Preqin-Statistiken, wonach im Juni 2008 elf Prozent des in Private Equity investierten Kapitals von Banken und 13 Prozent von Versicherungen kam. Im Juni 2012 waren es nur noch sechs Prozent von Banken und acht Prozent von Versicherungen. Dafür stieg der Anteil der Staatsfonds in diesem Zeitraum von fünf auf acht Prozent.

Noch schwerere Zeiten durchlebte die Branche aber während der Finanzkrise. Damals musste Permira sogar wieder Commitments zurückgeben. 2006 stellte der Buy-out-Spezialist mit einem für den

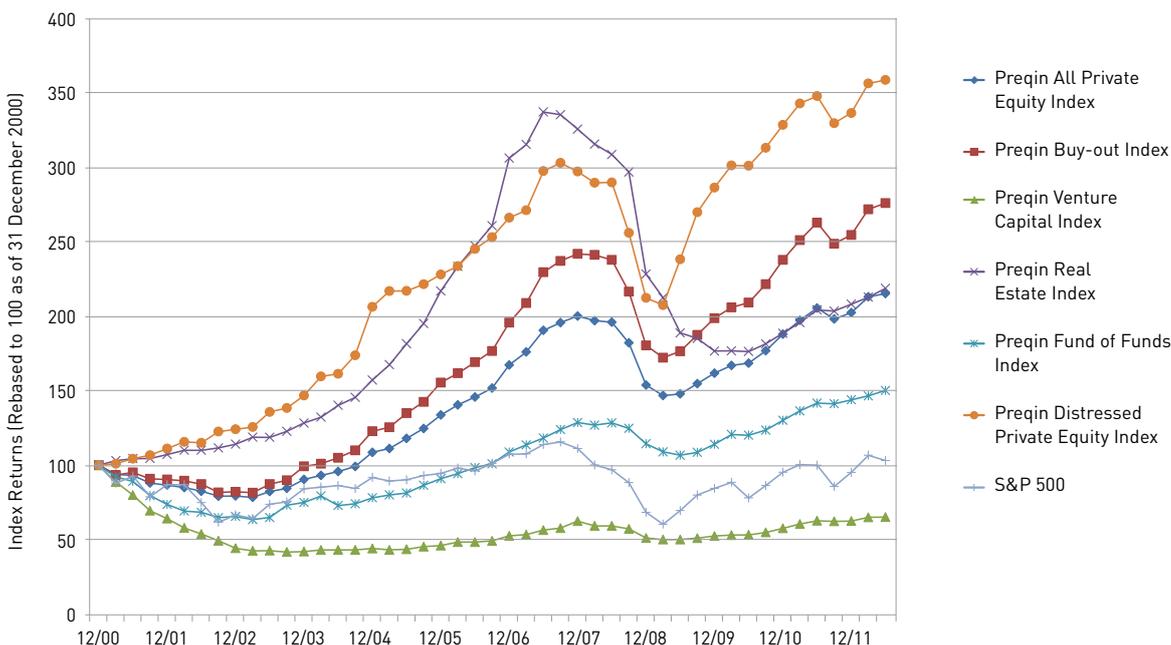
Permira IV eingesammelten Volumen von 11,1 Milliarden Euro einen europäischen Rekord auf. Dann brachte die Finanzkrise die Investorenschaft in arge Liquiditätsnöte, und die Investoren machten Permira Druck, ihnen die noch nicht abgerufenen Commitments zu erlassen. Prinzipiell haben Investoren hier eine schlechte Verhandlungsposition.



Britta Lindhorst, Auda
Für Secondaries spricht im Vergleich zu Primaries die höhere IRR bei verkraftbar niedrigeren Multiples.

Doch laut Financial Times zählen LP-Schwergewichte wie Calpers, Calstrs und Washington State zu den Anlegern, und außerdem musste Permira schon bei vier Investments – unter anderem ProSiebenSat.1 – Abschreiber vornehmen. Permira gab daraufhin Ende 2008 nicht abgerufene Commitments an die Investoren zurück, wodurch das Fondsvolumen auf 9,6 Milliarden Euro sank. Dies gab es zuvor nur bei Venture-Capital-Fonds vor etwa zehn Jahren. Richtig grämen musste sich Permira aber nicht: Als Gegenleistung für erlassene Commitments müssen die Investoren ein Viertel der Gewinne des Permira IV an die restlichen Anteilseigner abgeben. Zudem wird die Management Fee weiter auf das ursprüngliche Commitment berechnet. Ob die Investoren diese Bedingungen als Alignment of Interest inter-

Finanzkrise verschafft Distressed-Strategien eine Sonderkonjunktur



Private Equity Quarterly Index: All Strategies; Quelle: Preqin; © portfolio institutionell

pretieren? Dieses Geschäftsgebaren scheint sich nun zu rächen: Wie englische Medien berichten, läuft das Fundraising des Permira V nicht rund: Nach 18 Monaten konnte Permira etwa zwei Milliarden Euro einsammeln, angepeilt waren jedoch 6,5 Milliarden. Dieses Ziel wurde nun auf vier bis fünf Milliarden gesenkt, das Closing-Datum auf April 2014 verschoben.

Eigentlich haben im Fundraising die bekannten Namen gerade im gegenwärtigen Umfeld einen Startvorteil gegenüber Neugründungen. „In unsicheren Zeiten neigt der Mensch zu bekannten Marken. Diese suggerieren Sicherheit“, merkt Philippe Roesch von Riam Alternative Investments an. Besser wäre es aus Sicht von Roesch, bei Anbietern nüchtern Faktoren, wie unter anderem Investitionsstrategie, Investment Track Record, Deal-Sourcing-Kapazität, die internen Incentive-Strukturen, die Qualität des Reportings und der Investorenbetreuung, zu analysieren. „Nicht bei jedem Anbieter, dem das Closing gelingt, kann allein der Track Record den Fundraising-Erfolg erklären. Andererseits gibt es Anbieter mit einem guten Track Record, aber Schwächen in der Vermarktung, als Folge dessen mussten einige eigentlich soliden Manager trotz aller Bemühungen teilweise weit unterhalb des eigenen Zielfondsvolumens close.“

Schwere Zeiten für Dachfonds

Besonders herausfordernd war laut Preqin das Umfeld für Dachfonds. 2012 entfielen gerade einmal vier Prozent des eingesammelten Kapitals auf diese Vehikel. 72 Dachfonds gelang im vergangenen Jahr ein Closing mit insgesamt 14 Milliarden Dollar, nach 82 Fonds mit 16 Milliarden Dollar im Jahr zuvor. Verschärfend kommt hinzu, dass derzeit 162 Dachfonds versuchen, insgesamt 40 Milliarden Dollar einzusammeln. „Wenn man die Asien-Dachfonds abzieht, ist der Einbruch noch größer“, kommentiert Thomas Kubr von Capital Dynamics. „Wer sich strategisch nicht weiterentwickelt hat, hat verloren. Dann hilft auch kein Preisnachlass mehr. Selbst ein guter Track Record hilft nur wenig.“ Capital Dynamics hat 2012 zum Beispiel einige Direktinvestments im Bereich Energien getätigt. Konsolidierungstendenzen sind im Lager der Dachfonds bereits klar zu erkennen. So schluckte Blackrock neben Swiss Re Private Equity Partners auch Flag Capital Squadron Capital sowie Stepstone Parish Capital. In München strichen Von Braun & Schreiber die Segel, zuvor zum Beispiel auch Equity Partners aus dem Dunstkreis der Stadtparkasse Düsseldorf. Zurückzuführen ist diese Entwicklung unter anderem auf das gestiegene Know-how der institutionellen Investoren und deren Wunsch, mehr Kontrolle zu bekommen. „Family Offices wollen derzeit grundsätzlich keine Dachfonds mehr. Family Offices schätzen Kontrollrechte und investieren darum gerne auch direkt in ihrem näheren Umfeld“, so Philippe Roesch, aus dessen Sicht Dachfonds aber trotzdem ihre Berechtigung haben. „Mit Fund-of-Funds lassen sich auch kleinere Beträge in Spezialthemen oder in anderen Weltregionen investieren.“ Im institutionellen Lager führt der Drang zu mehr Kontrollrechten dagegen eher zu Managed Accounts.

Regional führte der Wunsch nach einer optimierten Administration der alternativen Anlagen einige Investoren, wie beispielsweise die Bayerische Versorgungskammer, die Ärzteversorgungen Nordrhein und Westfalen-Lippe oder die Öffentliche Versicherung aus Braunschweig, nach Luxemburg. Diesen Weg gingen auch die Private-Equity-Investments der VHV-Gruppe. „Wir haben seit 2011 eine eigene Luxemburger Sicav, womit wir nun auch relativ einfach investieren und administrieren können“, sagt Andreas Binder von der WAVE. „Dadurch sinken unsere Kosten deutlich. Wenn wir uns an ein paar Zielfonds im Jahr beteiligen, sparen wir uns mittelfristig einen Dachfonds.“ Bei der Selektion wird die WAVE dabei von ihren Dachfondspartnern unterstützt. Dass die WAVE damit über ihre Dachfonds und direkt in einem Zielfonds investiert ist, sieht Binder mit Blick auf die unterschiedlichen Exposures nicht als Problem an: „Bei einem Zielfondsinvestment spreche ich ja deutlich kleinere Commitments aus. Dieses ist unter Risikoaspekten gut zu vertreten.“

Dank der Schweizer Adressen Partners Group, Adveq und LGT, die bereits viele Commitments bei deutschen VAG-Anlegern eingesammelt haben, sowie britischen Anbietern, wie zum Beispiel Pantheon, oder aus Frankreich Access, vertreten durch Bernhard Fink (ex-Gerling) und Thomas Kohlmeyer (ex-Extorel-Family-Office), ist das Angebot an Dachfonds hierzulande nicht gesunken. Weitere bekannte Argumente gegen Dachfonds sind die zweite Gebührenebene und die J-Curve, die sich durch Dachfonds noch einmal verlängern kann. Für Ralph Günther, Principal bei Pantheon, sind diese Argumente bei deutschen Investoren zumeist nicht stichhaltig: „Die Dachfondsgebühren sind günstiger als für eine relativ geringe Beteiligungsquote eigene Ressourcen aufzubauen, und die Duration der Verbindlichkeiten ist sehr lang. Die J-Curve-Problematik besteht auch deshalb bei den meisten deutschen Investoren weniger, weil bereits ein reifes Portfolio besteht.“ Günther fügt hinzu, dass von Investoren auch die Selektionsfähigkeiten eines Spezialisten geschätzt werden. Und zudem schütze ein Dachfonds auch vor Reputationsrisiken, die aus einer schlechten Presse für einen Zielfonds entstehen können. „Deutschland ist ein Fund-of-Funds-Markt“, schließt Günther seine Argumentationskette ab. Pantheon ist 2011 von der Bayerischen Versorgungskammer als Manager eines Separate Account für eine Private-Equity-Anlagestrategie mandatiert worden. Wie die Mackewicz-Analysen ergeben haben, verfügen hierzulande nur wenige institutionelle Investoren über Teams mit mindestens drei Fachleuten, die den größten Teil ihrer Arbeitszeit für die Betreuung des Private-Equity-Programmes aufwenden können. Als Beispiele führt die Studie auf: Allianz, Bayerische Versorgungskammer, Meag, Signal Iduna, Talanx und W&W Asset Management. Zur notwendigen Evolution der Dachfonds gehört die Weiterentwicklung des Service zum Separate Account einschließlich der Administrations- und Reporting-Aufgaben.

Wichtig sind auch Anpassungen der Investmentstrategie in dem derzeit niedrigen Zinsumfeld. „Im heutigen Zinsumfeld sind bei Investoren Produkte mit laufenden Ausschüttungen gefragt. Darum wird es für die klassischen Primärfonds schwieriger. Gefragt sind

dafür Fonds, die auf Debt, Mezzanine, Infrastruktur und vor allem Secondaries spezialisiert sind“, sagt Britta Lindhorst von Auda. „Anbieter von Secondary-Fonds sind am Markt sehr erfolgreich unterwegs. Das gilt auch für uns.“ Investoren schätzen an Secondaries die kürzeren Haltedauern und die schnelleren Ausschüttungen. „Die Performance ist sehr attraktiv: Die IRR ist dank der kürzeren Laufzeit höher als bei Primaries, während die Multiples von Secondaries im Vergleich zu Primaries in der Regel niedriger sind, aber nicht so signifikant, dass Letztere deutlich attraktiver wären“, so Britta Lindhorst, die zuvor das Private-Equity-Programm der Generali verantwortete.

Audas Wurzeln reichen 24 Jahre zurück und lagen ursprünglich in Investments in US-Buy-out-Fonds. Später kamen europäische und asiatische Investments hinzu. Auda bietet ein Co-Investmentprogramm an und investiert seit über zehn Jahren in Secondaries. Heute hat Auda 58 Mitarbeiter und 4,8 Milliarden Dollar unter Management. Britta Lindhorst: „Dieses Volumen passt sehr gut zu unserer Ausrichtung auf kleinere und mittelgroße Fonds.“ Bei Pantheon ist im Laufe der Jahre neben Secondaries und Co-Investments auch Infrastruktur hinzugekommen. Hierfür wurde im Januar Andrea Echberg als Head of European Infrastructure Investments engagiert. Andrea Echberg soll sich neben den Primary Infrastructure Funds in Europa auch um Infrastruktur-Secondaries und -Co-Investments kümmern.

Pantheon und Auda betonen die Synergien, die daraus entstehen, dass man sowohl in Primär- als auch in Sekundärfonds investiert. Ein großer Vorteil ist, dass man mögliche Secondaries schon aus den Primary-Fonds kennt. Zweiter großer Vorteil ist, dass der Manager gerne Käufer sieht, die im Gegenzug – im Rahmen von Staple Deals – auch gleich Commitments für das nächste Primärfonds-Raising abgeben könnten. Secondary-Spezialisten wie Coller oder Lexington sind aber auch ohne diese Betriebsgrößenvorteile groß geworden.

Breitere und tiefere Segmente öffnen Raum für Taktik

Das granularer gewordene Beteiligungsfeld bietet nicht nur Möglichkeiten, die J-Curve zu verkürzen. Co-Investments, Secondaries, Mezzanine, Debt, Infrastruktur oder Private Equity Real Estate und Timber in den verschiedensten Regionen ermöglichen es auch, spezialisierter und taktischer vorzugehen. „Früher dominierten undifferenzierte Fonds. Heute gehen die Investoren nach dem Baukastenprinzip vor. Dafür müssen wir klar fokussierte Strategien anbieten“, sagt Jeremy Golding. Golding Capital Partners versucht dieser Erwartung zu entsprechen und sammelt im laufenden Jahr parallel Commitments für mittelgroße Buy-outs in Europa, für einen Private-Debt-Fonds und für Infrastruktur. 2012 lief das Raising recht erfolgreich. Jeremy Golding: „Im vergangenen Jahr bekamen wir über 500 Millionen Euro an neuen Assets zugesagt.“ Auch die WAVE denkt heute in Segmenten und investiert entsprechend. „Man muss aber genau hinschauen, ob ein Anbieter nur ein schickes Thema schnell besetzt oder ob tatsächlich ein spezialisiertes Team besteht“, so Binder.

„Es gibt immer mehr Investoren, die darauf drängen, bestimmte Themen aufzulegen beziehungsweise präzisere Ansagen zur Fondsausrichtung zu machen. Dies gilt sowohl für Buy-outs als auch für Venture Capital“, hat Dr. Wolf Christian von Arnswaldt, zuvor bei Hamilton Lane und heute bei Idivest Partners, beobachtet. „Investoren machen sich viel mehr Gedanken über den Portfolioaufbau.“ Für diese Anforderung scheint das französische Haus gut gerüstet zu sein. Seit 1997 macht Idivest Primaries, Secondaries und Co-Investments, 2007 kam Direct Mezzanine hinzu, und der nächste Schritt ist jetzt ein Direct Senior Loan Fund. Venture Capital – in Frankreich eine steuerlich bevorteilte Asset-Klasse – hat Idivest in die beiden Sektoren Cleantech einerseits und Medien, IT sowie Internet andererseits unterteilt. In beiden Sektoren investiert Idivest direkt in Venture-Unternehmen. Für Cleantech besteht eine Kooperation mit dem Versorger EDF. Als Vorteil eines solchen mehrdimensionalen Ansatzes verweist von Arnswaldt unter anderem auf das Deal Sourcing. Idivest hat seine Ursprünge in der französischen Landesgesellschaft der Allianz und zählt heute über drei Milliarden Euro Assets.

Die verschiedenen Segmente geben auch einen taktischen Spielraum. „Statt die Höhe der gesamten jährlichen Commitments zu steuern, würden wir eher die Quoten für die einzelnen Segmente steuern und adjustieren“, sagt von Arnswaldt. „Es reicht ja nicht, eine Gelegenheit zu sehen. Man muss sie ja auch nutzen können.“ Philippe Roesch zieht dagegen auch die Zusagen in taktische Überlegungen ein. Roesch empfiehlt eine regelmäßige Überprüfung der strategischen und taktischen Portfolioallokation sowohl bezüglich der Höhe der jährlichen Commitments als auch der Allokation zu den einzelnen Subsegmenten: „Jedes Jahr sollte man Geografie, die Sub-Asset-Klassen, die Aufteilung auf die unterschiedlichen Fondsgrößen und die Durchführungswege der angepeilten Investitionen feinjustieren. Eine rasche und relativ effiziente Umsetzungsmöglichkeit ist über Secondaries möglich“, so Roesch.

Aber auch die „Allwetterfonds“ finden immer noch den Zuspruch der Investoren. Die Partners Group gab im März das Closing ihres dritten Global Value Programms bei 680 Millionen Euro bekannt. Daran zeige sich, so die Partners Group, die anhaltende Nachfrage der Investoren nach einem integrierten und globalen Investitionsansatz für Private Equity. Die Partners Group konnte mehr als mit den Vorgängerprogrammen einsammeln, allerdings ging das Closing des 2011 aufgelegten Programms auch nicht besonders schnell über die Bühne. 50 Prozent der Gelder seien bereits Investitionen zugesprochen worden, die global breit nach Regionen, Branchen und Transaktionsarten diversifiziert sind.

AIFMD: Mehr Kosten statt mehr Vorteile

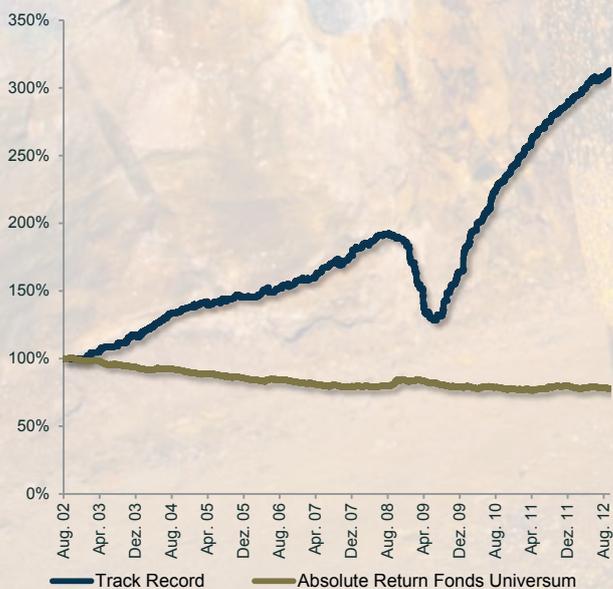
Umgesetzt werden muss bis zum 22. Juli 2013 aber noch ein ganz anderes Thema: die AIFM-Direktive. Die Anbieter erkennen in dieser eigentlich für Hedgefonds gedachten Weisung für die Investoren

„Du kannst nicht erfolgreich investieren,
wenn Du nicht unabhängig denkst.“

nach Warren Buffett

Sie suchen...

- ... überdurchschnittliche Renditen
- ... konstante Zahlungsströme
- ... wertstabile Bewertungen
- ... regulatorische Entlastungen (z.B. Solvency II)
- ... den Aufbau stiller Reserven



Quelle: Morningstar, Eagle Investment Monitor, CIS AM

Die CIS Asset Management (Deutschland) GmbH:
Ihr Spezialist im aktiven Management
von illiquiden Kreditprodukten.

**Sind Sie ein unkonventioneller Querdenker,
kompetent und motiviert?
Wir suchen Sie als Mitarbeiter.**

www.cisamag.com

© 2010–2013 CIS Asset Management (Deutschland) GmbH | alle Rechte vorbehalten



cis asset management

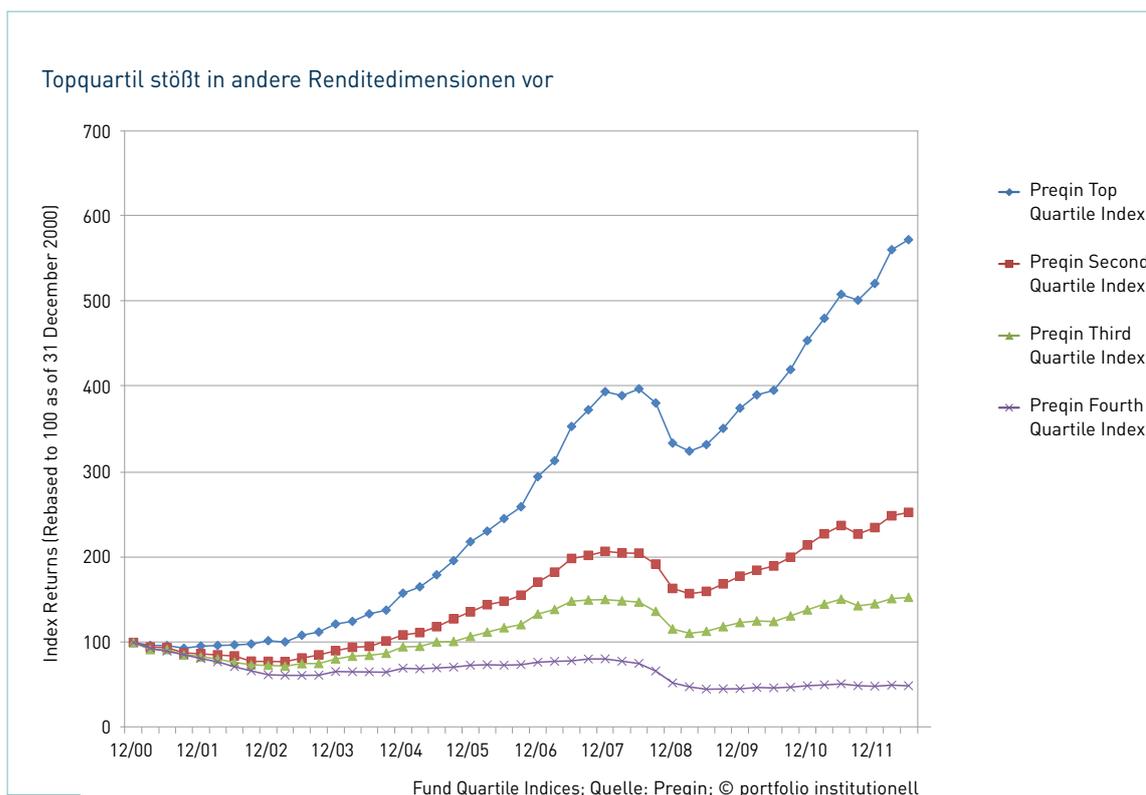
in search of alpha

kaum Vorteile, dafür aber Mehrkosten. Insbesondere der Depotbankfunktion können die Fondsanbieter nichts abgewinnen. Mit der Umsetzung wird noch wegen mancher Unklarheiten gezögert. Die persönliche, aber auch ungeschminkte Meinung eines Anbieters: „Sich mit der AIFMD zu beschäftigen, bevor alles klar ist, ist Zeitverschwendung. Darum sollen sich erst einmal die Rechtsanwälte kümmern.“ Trotzdem wollen aber alle von portfolio befragten Anbieter bis zum 22. Juli liefern. Auch die Investoreseite gibt sich wenig begeistert. „Die Grundgedanken der AIFM-Richtlinie zum Beispiel hinsichtlich Transparenzerhöhung und einheitlicher regulatorischer Rahmenbedingungen in Europa sind gut – und auch machbar. Aber diese Umsetzung wird Investoren letztlich auch einiges an Gebühren kosten. Grundsätzlich sind wir darauf gut vorbereitet“, so Binder, der unter anderem auf seine Sicav mit Depotbank in Luxemburg verweist.

Quantitatives Risikomanagement auf dem Vormarsch

Was die Richtlinie übersieht, ist die Tatsache, dass die Branche in Sachen Risikomanagement große Entwicklungssprünge gemacht hat. „Das Risikomanagement hat sich qualitativ und vor allem quantitativ weiterentwickelt. Quantitativ wird heute viel mehr aufbereitet“, erklärt Jeremy Golding und verweist zum Beispiel auf Dashboards in den Quartalsberichten von Golding Capital Partners. Investoren bekommen einen Tag nach Monatsende nicht nur Angaben zu Anteilswertermittlungen, sondern auch zum Beispiel zu Barbewegungen. Die Anforderungen der Investoren sind auch deshalb gestiegen, weil für das Risiko-Controlling ebenfalls nutzbare Daten erstellt werden müssen.

„Im Vergleich zu vor fünf Jahren haben sich sehr große Änderungen ergeben. Was vor fünf Jahren noch nicht möglich war, ist heute Standard“, sagt Carsten Huwendiek von Pantheon. „Bei Pantheon laufen verschiedene Risikomanagementprojekte. Eines befasst sich zum Beispiel mit dem Forecasting von Cashflows. Insgesamt geht der Trend hin zu einer täglichen Bewertung.“ Was vor fünf Jahren angestoßen wurde, waren unter dem Druck der anstehenden Einführung der MaRisk, von Basel III und Solvency II Anstrengungen, einen Value-at-Risk für Private Equity zu berechnen. Damals beschränkte sich Risikomanagement noch auf eine Streuung der Segmente, Regionen, Branchen und Vintage-Jahre sowie auf eine mehr oder minder tiefgehende Due Diligence bei der Fondsselektion. Qualitative Faktoren dominierten, es gab nur wenige Risikokennzahlen, wie die Total-Value-to-paid-in-Capital-Ratio und das Distributed-value-to-paid-in-Capital, zwei Indikatoren für den Reifegrad des Fonds. Capital Dynamics und der damaligen CAM, beides Anbieter von Private-Equity-Dachfonds, zählen zu den Ersten, die den Value-at-Risk in die Welt der geschlossenen Beteiligungen gebracht haben. CAM hatte sich damals dann auch gemeinsam mit dem Münchner Dachfonds VCM und der Alternative-Investments-Abteilung von Sal. Oppenheim unter der Marke Sal. Oppenheim Private Equity Partners (Sopep) zusammengeschlossen. Etwas später ging die Unternehmung dann in die Deutsche Bank über. Der Ansatz von Capital Dynamics – wie bereits in portfolio institutionell, Ausgabe März 2009 beschrieben – basiert auf historischen Portfoliozusammenstellungen. Anhand der Ergebnisse dieser Daten der Vergangenheit wird ein Value-at-Risk für bestehende Portfolios abgeleitet. Die Schweizer Gesellschaft bezeichnet die Kennzahl als Invested-Capital-at-Risk. Diese vermittelt dem



Investor, wie hoch sein Risiko bei einer bestimmten Portfoliokomposition von Segmenten, Commitment-Anzahl und Vintage-Jahren über die Gesamtlaufzeit der Private-Equity-Fonds ist. Fat-Tail-Risks seien durch die Verwendung von echten Daten berücksichtigt. Ziel ist, Aussagen über das Risiko-Exposure über die Fondslaufzeit hinweg zu treffen. Neben diesen rein historischen Modellen benutzt Capital Dynamics auch Simulationen, die die Risiken unter gewissen Stress-

betrachteten Private-Equity-Segmente unter Berücksichtigung der jeweiligen Altersstufe der Private-Equity-Fonds. Auf Basis der Datenreihen einzelner Fonds simuliert das Modell Randverteilungen für die Renditestreuung der Fonds. Der Value-at-Risk (VaR) beziehungsweise das Risiko – definiert als Schwankung der Rendite um die segment-spezifische Markterwartung – wird in diesem Modell über eine Monte-Carlo-Simulation modelliert und unter Verwendung einer Extremwertverteilung zur Schätzung der Kurve im äußerst linken Verteilungsende bestimmt. Dabei kann der Value-at-Risk auf die für die Bilanzierung relevante Quartals- oder Jahressicht simuliert werden. Das Modell ermöglige aber auch Aussagen über längere Zeiträume bis hin zur Gesamtlaufzeit.



Jeremy Golding, Golding Capital Partners
Risikomanagement hat sich qualitativ und vor allem quantitativ weiterentwickelt.

szenarien berücksichtigen. „Der Invested-Capital-at-Risk ist nur ein Teil unseres Risikomanagements. Für unsere interne Arbeit und unsere Kunden ist Risikomanagement sehr wichtig. Wir unterstützen die Investoren dabei, Risiken langfristig zu erkennen“, erklärt Thomas Kubr von Capital Dynamics.

Das Risikomodell von CAM beruhte hingegen neben allgemeinen Marktdaten im Wesentlichen auf einzelfondsbezogenen Daten. Das Value-at-Risk-Modell ermittelte auf Basis der Cashflows und Net Asset Values Renditeverläufe und Korrelationen für die unterschiedlichen

LPFFX statt LPX50

Für Value-at-Risk-Berechnungen spricht die Möglichkeit, die Risiken des Beteiligungsportfolios in die Gesamtallokation einzubinden, und dass interne Modelle für Solvency II erstellt werden können. Aber auch die Standardformel stützt sich auf die einzelnen VaR-Werte der einzelnen Anlageklassen sowie deren Korrelationen. Stark kritisiert wird, dass das mit Private-Equity-Investments verbundene Risiko europäischer Versicherer anhand des LPX50 Total Return Index gemessen wurde. Dieser umfasst die 50 größten börsennotierten Private-Equity-Fonds und Fondsmanager, die bestimmte Liquiditätskriterien erfüllen. Etwa 20 Prozent der im LPX50 enthaltenen Beteiligungen entfallen auf Fondsmanagersgesellschaften, die fundamental anderen Renditefaktoren unterliegen als ihre Fonds. Dieser Index

spiegelt somit nur sehr bedingt das Private-Equity-Risiko einer Versicherung wider. Markus Landes von Solutio, Professor Stefan Mittnik, Joseph Reiter von Swiss Life und Dr. Rüdiger Stucke von der Oxford University stellten darum 2012 einen alternativen Index vor. Das Projekt wurde von Michael Stark-Urzendnik, damals bei der Versam und heute beim CLO-Spezialisten CIS Asset Management, mit angeschoben. Mit Blick auf den Mangel an Daten zu nichtgelisteten Fonds musste man wieder bei an der immer wieder zu Übertreibungen neigenden Börse gelisteten Fonds fündig werden. Der Listed Private Equity Funds of Funds Index (LPFFX) beinhaltet 24 nach ihrer Marktkapitalisierung gewichtete Dachfonds. Die 24 Dachfonds sind laut den Autoren in über 800 verschiedene europäische und amerikanische Buy-out und Venture-Capital-Fonds investiert, deren Gesamtvolumen mehr als 1.100 Milliarden Dollar beträgt. Damit spiegelt der LPFFX ein Versicherungsportfolio besser wider und ist auch besser zur Nutzung für die Standardformel geeignet. Zu kritisieren bleibt, dass auch im LPFFX teilweise die Gesellschaften und nicht deren Fonds gelistet sind und somit kein direkter Zusammenhang mit der Wertschöpfung bei den Beteiligungen besteht. Außerdem stammen die Daten von 15 Mitgliedern erst aus der vergangenen Dekade. „Da es aber um aktuelle Bewertungen geht und die Laufzeit der Beteiligungen begrenzt ist, ist dieser Punkt nicht wirklich relevant“, entgegnet Markus Landes.

In welcher Form und wann Solvency II nun wirklich kommt, steht in den Sternen. Derzeit wird mit dem Jahr 2017 gerechnet. Bleibt zu hoffen, dass bis dahin doch noch die grundsätzlichen Schwächen ausgemerzt werden: die Unstimmigkeiten bei der Berechnung des Value-at-Risk und der Korrelationen für die Kategorien „other Equities“ und „globale Aktien“ von 0,75 und der perfekten Korrelation innerhalb von other Equities. Zweitens stört die Wahl des LPX50. Die finale Solvency-II-Version abzuwarten, ist jedoch auch keine Alternative. „Wir haben Solvency II natürlich im Blick, wir können aufgrund der zahlreichen Unsicherheiten aktuell aber nur bedingt danach steuern“, lautet der pragmatische Ansatz von Andreas Binder.

Gegen Value-at-Risk-Berechnungen sprechen auch ohne Solvency-II-Betrachtungen sich ändernde Rahmenbedingungen, mögliche Fat Tails und eine eventuell geringe Datenqualität durch Biase oder die kurze Historie der neueren Subsegmente. Wer mehr Daten möchte, und zwar auch unabhängig, ist möglicherweise mit Cepres besser bedient. Cepres, seit einem Buy-out Ende 2010 von der Deutschen Bank unabhängig, verfügt über 30.000 Transaktionen von 1.600 Fonds. Die Hälfte der Transaktionen stammt aus den USA, ein Drittel aus Europa und der Rest aus den Schwellenländern. Für die Emerging Markets ist die Datenhistorie kaum überraschend noch geringer. „Wichtig ist der Durchblick auf die Asset-Ebene“, sagt Dr. Daniel

Schmidt, der dies mit den im Vergleich zu vor drei Jahren stark gestiegenen Transparenzanforderungen und Co-Investments begründet. Die oben erwähnten Ansätze basieren auf Fondsebene. Der Durchblick auf die Assets macht das eigene Branchen-Exposure klar und ermöglicht dann auch Vergleiche von einzelnen Segmenten, wie Automobilzulieferer oder Skandinavien. Zu Recht kann hier aber eingewendet werden, dass Risiken auch wieder nur durch den Rückspiegel betrachtet werden. Allen, die mehr vorausschauend fahren möchten, empfiehlt Schmidt die Software „Perfore“. Perfore berücksichtigt auch makroökonomische Daten, wie das Zinsniveau oder die Arbeitslosenquote, und ermöglicht dadurch Szenarioanalysen für Renditen und Cashflows von zum Beispiel kleineren Buy-outs im Konsumsektor. Für die meisten Investoren ist eine solche Anwendung aber überdimensioniert. Die Hauptnutzer von Cepres sind die großen Pensionsfonds im Ausland oder Dachfonds. Was bleibt da eigentlich noch vom berühmten Bauchgefühl? „Bauchgefühl ist dann gefragt, wenn die quantitativen Fragen beantwortet sind“, so Schmidt.

Das makroökonomische Umfeld zu berücksichtigen, ist auch Teil des Private-Equity-Quartals-Research bei WAVE. Der eigenentwickelte Ansatz unterstützt die Entscheidungsfindung. Andreas Binder nennt als zu berücksichtigende Faktoren zum Beispiel Leverage- und Kaufpreis-Multiples, Fundraising- und Transaktionsvolumina oder das Kreditumfeld – und das jeweils pro Segment, pro Region und pro Zugangsweg. Dies wird dann überblicksartig im sogenannten Wape-Meter (Wave-Private-Equity-Meter) zusammengefasst. „Wichtig ist zum Beispiel, schon heute zu analysieren, welche Implikationen das Kreditumfeld für Private Equity in den nächsten Jahren hat“, so Binder. „Denn gerade bei den langjährigen, relativ illiquiden PE-Investments habe ich nur durch eine fundierte Analyse im Vorfeld eines Commitments die Chance auf die richtige Entscheidung.“

Fortschrittsoptimismus in der Private-Equity-Neuzeit

Fortschrittsoptimismus ist trotz der ungünstigen Rahmenbedingungen für Versicherungen erlaubt. Von den Ursprüngen der spontanen Venture-Capital-Commitments im Golfclub sind die Anleger über eine steile Lernkurve in der Private-Equity-Neuzeit angekommen, die durch Rationalismus und prozessorientierte Programme geprägt ist. Einhergehend mit dieser Entwicklung entstanden auch Verbände sowie ein größeres Verständnis in der Aufsicht und in Gremien. Die AIFM-Richtlinie sollte zumindest keinen Rückschritt bedeuten. Künftige Aspekte dürften ein weiteres Fortschreiten von quantitativen Analysen und der Fungibilität sein. Die Hoffnung scheint berechtigt, dass Private Equity künftig sein Potenzial besser als in den Ursprungszeiten entfaltet.