

# Das überschätzte Risiko von Private Equity

Dr. Christoph Jäckel, Director, Montana Capital Partners

Für ein breit diversifiziertes Portfolio an Private-Equity-Fonds ist das Risiko, das eingesetzte Kapital nicht zurückzuerhalten, quasi nicht vorhanden – selbst in Portfolios, die von der Dotcom-Blase oder der Finanzkrise um 2008/09 betroffen waren.

## Private Equity: Investoren brauchen langen Atem

Sobald Investoren ihre Kapitalzusage gegenüber einem Private-Equity-Fonds abgegeben haben, kann es Jahre dauern, bis der Fonds das Geld tatsächlich von den Investoren abrufen und in Unternehmen investiert. Noch länger kann es dauern, bis die Unternehmensanteile wieder veräussert werden und das Geld an die Investoren zurückfliesst. Im Vergleich zu den Aktienmärkten, an denen man seine Anteile täglich handeln kann, ist Private Equity daher deutlich illiquider. Zwar gibt es auch hier einen stark wachsenden Sekundärmarkt, der es auch heute schon ermöglicht, Fondsanteile zu kaufen und zu verkaufen. Jedoch ist dieser bei weitem nicht so effizient wie die weltweiten Börsen und charakterisiert durch relativ hohe Transaktionskosten. Ist Private Equity im Vergleich zu Public Equity also deutlich illiquider, so wurde im Gegenzug jedoch in vielen Studien gezeigt, dass die erzielbaren Renditen höher sind als jene am Aktienmarkt – typischerweise um 3% p.a.

## Risiko und Rendite: zwei Seiten derselben Medaille

Dass Risiko und Rendite zwei Seiten derselben Medaille sind, ist in der Finanzwelt weithin bekannt. Aus Sicht von Private-Equity-Investoren stellt sich nun aber die Frage, ob sich die höheren Renditen alleine aus der höheren Illiquidität und dem damit verbundenen Risiko ergeben (ein für langfristig orientierte Investoren wie Pensionskassen und Lebensversicherungen weniger relevanter Faktor) oder ob auch das Risiko über längere Betrachtungszeiträume und damit bei Nichtbeachtung der Illiquidität hoch für diese Anlageklasse ist.

Zur Beantwortung dieser Frage wird in diesem Beitrag eine Monte-Carlo-Simulation verwendet, da man dadurch am besten die Besonderheiten der Anlageklasse wie beispielsweise die Gebührenstruktur, das Ein- und Auszahlungsmuster und das Diversifikationslevel auf der Fondsebene berücksichtigen kann. Das Vorgehen ist wie folgt: Aus einem breiten Universum an historischen Private-Equity-Fonds wird zufällig ein Portfolio zusammengestellt und die Performance sowie das Zahlungsprofil dieses Portfolios berechnet. Da für die Berechnung nur Zahlungen verwendet werden, die nach Abzug aller Gebühren und Kosten tatsächlich von den Investoren getätigt und an diese zurückgeflossen sind, handelt es sich bei den modellierten Portfolios um solche, die Investoren in der Vergangenheit tatsächlich hätten aufbauen können.

Dieser Schritt wird zigtausend Mal wiederholt, um das komplette Spektrum möglicher Private-Equity-Portfolios evaluieren zu können. Um den Diversifikationseffekt aufzeigen zu können, wird diese Simulation für Portfolios mit einer unterschiedlichen Anzahl an Fonds wiederholt.<sup>1)</sup>

## Diversifikation: das wichtigste Werkzeug zur Risikoreduzierung

Abbildung 1 zeigt die Spanne des TVPI (Total Value to Paid in Capital) nach zehn Jahren zwischen den schlechtesten 5% und den besten 5% der Portfolios in Abhängigkeit der Anzahl an Fonds. Das TVPI ist ein zentrales Performance-mass in Private Equity und definiert das Verhältnis zwischen allen Ausschüttungen sowie dem verbleibenden Restwert des Portfolios einerseits und allen Einzahlungen andererseits. Es handelt sich um den Faktor, mit dem das investierte Kapital vermehrt (im Fall  $TVPI > 1x$ ) beziehungsweise vermindert (im Fall  $TVPI < 1x$ ) wird.

## Risikoreduzierung von Private-Equity-Portfolios durch Diversifikation

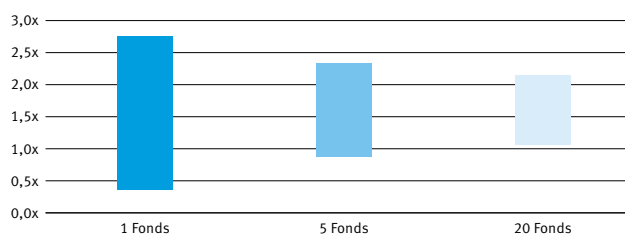


Abbildung 1: Spanne zwischen dem 5. und 95. Perzentil des TVPI nach zehn Jahren für simulierte globale Private-Equity-Portfolios mit jeweils unterschiedlicher Anzahl an Fonds. Pro Portfoliogröße wurden 5000 Läufe simuliert. Basierend auf mcp-Berechnungen mit Prequin-Daten.

<sup>1)</sup> Für eine detailliertere Beschreibung des Vorgehens wird auf die Studien verwiesen, die diesem Beitrag zu Grunde liegen: Diller/Jäckel (2015): «Risk in Private Equity», in: BVCA Research Paper, October 2015 und Diller/Jäckel (2016): «Systematisches Risiko von Private Equity in volatilen Zeiten», in: Absolut|report, 2|2016.

Die Ergebnisse erlauben einige interessante Aussagen:

- Investiert man lediglich in einen Private-Equity-Fonds, ist die erwartete Performancespanne, und damit das Risiko, relativ hoch. Beispielsweise zahlen die schlechtesten 5% der Fonds nur 0,36x oder weniger des eingesetzten Kapitals zurück.
- Nichtsdestotrotz ist das Totalverlustrisiko selbst bei einem Investment in lediglich einen Private-Equity-Fonds nahezu 0%, da ein Private-Equity-Fonds in mehrere unterliegende Unternehmen investiert und der gleichzeitige Verlust all dieser Investments sehr unwahrscheinlich ist.
- Wie in anderen Anlageklassen auch ist Diversifikation das wichtigste Werkzeug zur Risikoreduzierung: Bereits mit einem recht konzentrierten Portfolio von fünf Fonds kann die Spanne deutlich reduziert werden und mit einem Portfolio von 20 Fonds wird sie mehr als halbiert. Zudem liegt das TVPI selbst im 5. Perzentil bei einem 20-Fonds-Portfolio über 1x. Somit ist das Risiko, sein eingesetztes Kapital in Private Equity nicht zurückzuerhalten, sehr gering, solange man gut diversifiziert ist.

### Risiko eines diversifizierten Private-Equity-Portfolios sehr gering

Zur Verdeutlichung des letzten Punktes wird in der unteren Abbildung für die verschiedenen Portfoliogrößen der Anteil an Simulationsläufen gezeigt, in denen das TVPI unter 1x liegt. Dies sind jene Fälle, in denen ein Investor tatsächlich Geld verloren hätte.

Das Risiko sinkt mit zunehmender Diversifikation rapide. Während knapp ein Drittel aller Private-Equity-Fonds ihren Investoren nicht das eingesetzte Kapital zurückzahlen, liegt die Wahrscheinlichkeit dafür bei einem Private-Equity-Portfolio mit 20 Fonds bei knapp über 1%. Im nicht gezeigten Fall von 50 Fonds fällt diese Wahrscheinlichkeit sogar auf deutlich unter 1%.

### Verlustrisiko für unterschiedlich diversifizierte Private-Equity-Portfolios

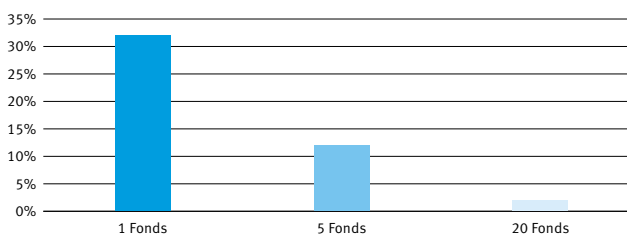


Abbildung 2: Anteil der Simulationsläufe, in denen das TVPI nach zehn Jahren unter 1x liegt. Pro Portfoliogröße wurden 5000 Läufe simuliert. Basierend auf mcp-Berechnungen mit Preqin-Daten.

Zusammengefasst zeigen die Ergebnisse, dass ein Investor in Private Equity auf eine ausreichende Diversifikation achten sollte. Tut er dies und hat er zudem noch einen langfristigen Anlagehorizont, so kann er beruhigt schlafen. In diesem Fall haben selbst suboptimal zusammengestellte und in schwierigen Marktphasen investierte Portfolios in der Vergangenheit nie Geld verloren.<sup>2)</sup>

Zum Schluss soll noch erwähnt werden, dass zwar das Verlustrisiko für breit diversifizierte Portfolios vernachlässigbar ist, die Performancespanne jedoch noch relativ breit ausfällt. Um attraktive Renditen in dieser Anlageklasse zu erzielen, kommt daher der richtigen Fondsauswahl grosse Bedeutung zu. Dieser Auswahlprozess bedarf eines hohen Expertenwissens. Falls intern nicht verfügbar, ist die Zusammenarbeit mit einem verlässlichen Partner zu empfehlen. Dann kann Private Equity als eine der attraktivsten Anlageklassen betrachtet werden, die die höchsten Renditen bei gleichzeitig geringem Risiko verspricht.

### Fallbeispiel: Krisenfonds mit Gründungsjahr 2006

Im Jahr 2006 aufgelegte Private-Equity-Fonds hatten mit harten Startbedingungen zu kämpfen: Die Wirtschaft war überhitzt, wodurch Unternehmen für Rekordbewertungen gekauft werden mussten. Gleichzeitig wurde Fremdkapital zur Transaktionsfinanzierung massiv genutzt, damals jedoch noch mit deutlich höheren Zinskosten als heutzutage. Kurz nachdem die Fonds den Grossteil ihrer Gelder in Unternehmensanteile investiert hatten, kollabierte der Markt aufgrund der Finanzkrise. Banken gaben keine Kredite mehr, Bewertungen fielen in den Keller und strategische Investoren tauchten unter.

Daher dienen 2006er-Private-Equity-Fonds als hervorragendes Beispiel, das Risiko von Private Equity auch in extrem negativen Marktphasen zu beurteilen. Die Abbildung 3 auf Seite 5 zeigt die Entwicklung des Median-TVPI für alle in der Preqin-Datenbank vorhandenen Fonds aus dem Jahr 2006.

<sup>2)</sup> Das Fallbeispiel illustriert dies am Beispiel der 2006er-Fonds.

Nicht überraschend wurden Fonds von der Krise stark beeinflusst. Nach drei bis vier Jahren, also mitten in der Krise um 2009 herum, standen die typischen 2006er-Fonds nur noch bei 80% vom bis dahin investierten Kapital. Private-Equity-Bewertungen sind lediglich um 20% gefallen, während Aktienindizes in diesen Jahren mitunter mehr als 30% an Wert verloren haben. Jedoch wurden damals Fonds mit hohen Abschlägen zu ihrem Buchwert gehandelt, so dass Investoren, die in dieser Zeit zum Verkauf gezwungen waren, grosse Verluste hinnehmen mussten. Allerdings haben sich die Fonds seitdem stark erholt und sind auf gutem Weg, attraktive Renditen für ihre Investoren zu erzielen. Ebenfalls sind in den letzten Jahren viele Portfolio-unternehmen veräussert worden, weshalb mittlerweile ein Grossteil dieser Wertgenerierung realisiert werden konnte.

### Performance-Entwicklung der 2006er-Private-Equity-Fonds über Zeit

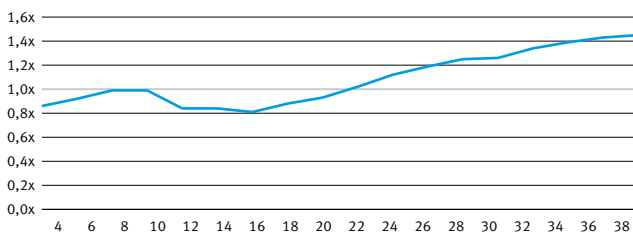


Abbildung 3: Median-TVPI über Zeit für alle in der Preqin-Datenbank vorhandenen Private-Equity-Fonds mit Gründungsjahr 2006.

Die Analyse bestätigt die zuvor präsentierten Ergebnisse. Selbst in einem schwierigen Umfeld schaffen es sogar durchschnittliche Private-Equity-Fonds, attraktive Renditen zu generieren. Dies, wenn die Investoren bereit sind, die kurzfristigen Marktschwankungen auszusitzen. Die Abbildung 3 zeigt, dass der durchschnittliche Fonds bisher eine Performance von rund 1,5x TVPI erzielt hat. Für eines der «risikoreichsten» Jahre ist dies ein hervorragendes Ergebnis.

Aus Investorensicht ist es wichtig, ein ausreichendes Diversifikationslevel zu erreichen. Dies kann beispielsweise durch das Kommittieren in Dach- oder Sekundärfonds erreicht werden. Schafft es der Investor zudem noch, Manager zu wählen, die besser als der Durchschnitt sind, oder hat er hierbei den richtigen Partner, so lassen sich in der Anlageklasse Private Equity attraktive Renditen erzielen.