

# Der erfolgreiche Aufbau eines Private Equity-Portfolios

*Überdurchschnittliche Rendite erzielen durch disziplinierte Investition in eine kleinere Anzahl von Fonds*

Der Schlüssel zur Erzielung von überdurchschnittlichen Renditen eines Private Equity-Portfolios liegt in der Auswahl einer relativ kleinen Anzahl von überragenden Investmentmanagern („General Partner“ oder kurz „GPs“ genannt), in deren Fonds über einen langen Zeitraum investiert wird. Im Allgemeinen kann eine gute Diversifikation des Portfolios durch Investition in 15 bis 25 GPs erreicht werden. Dies muss jedoch mit Langfristperspektive geschehen. Sobald ein Investor einen guten Zugang zu diesen Investmentmanagern aufgebaut hat, stiftet eine weitere Diversifikation des Portfolios keinen Zusatznutzen.

## Diversifikationskriterien

Wir schätzen, dass Investitionen in 15 bis 25 GPs ein Exposure von ca. 250 bis 500 Portfoliofirmen, an denen sich die Private Equity-Fonds in der Folge beteiligen, nach sich zieht. Der Gesamtprozess vom Start des Programms bis zur Vollinvestition kann bis zu vier Jahre dauern. Die Anzahl der Portfoliofirmen nimmt von Jahr eins bis zum Jahr sechs zu, um sich dann zu stabilisieren, vorausgesetzt natürlich, dass die Investitionszusagen kontinuierlich erfolgen. Investitionen in 15 bis 25 GPs ermöglichen dem Portfolio eine Diversifikation nach Lebenszyklus, Geografie, Jahr der Lancierung, Branche und Investmentmanager:

- **Lebenszyklus:** Zwischen den einzelnen Phasen der Private Equity-Finanzierung, nämlich Venture Capital, Buyout und Sondersituationen, besteht eine negative Korrelation. Eine Diversifikation nach Lebenszyklusphasen reduziert daher das Risiko eines Private Equity-Portfolios und sollte besonders beachtet werden.
- **Geografie:** Eine geografische Diversifikation kann in Europa durch Auswahl von länderspezifischen, regionalen oder paneuropäischen Fonds erzielt werden. Auf

globaler Ebene kann eine geografische Diversifikation erreicht werden durch Investitionen in globale Fonds mit Exposure gegenüber den USA, Europa und Emerging Markets oder Investitionen in Fonds mit besonderem regionalem Fokus.

- **Vintage Year:** Um sicherzustellen, dass man bei Investitionen die guten Jahre erwischt, ist es angeraten, eher kontinuierlich zu investieren, als sogenanntes Market Timing zu versuchen. Damit ist gemeint, Lancierungsjahre zu identifizieren, die in Zukunft überdurchschnittliche Performance liefern. Das ist in der Regel ein unmögliches Unterfangen.
- **Branche:** Bei Venture Investments liegt der Fokus in der Regel auf technologieorientierten Branchen. Diese können weiter untergliedert werden, z. B. in Gesundheitswesen/Biowissenschaften (Life Sciences) oder Informations- und Kommunikationstechnologie. Buyout-Fonds sind weniger technologie-, sondern eher branchenfokussiert, z. B. auf Sektoren wie Finanzinstitute, Einzelhandel, Konsumgüterindustrie, Transportwesen, Ingenieurwesen oder Chemieindustrie. Einige Fonds sind nur auf einen Sektor spezialisiert.
- **Investmentmanager:** Die Auswahl einer Reihe von Managern reduziert das Risiko, das bei einem einzelnen Manager gegeben wäre.

## Weniger Fonds bringen mehr Performance

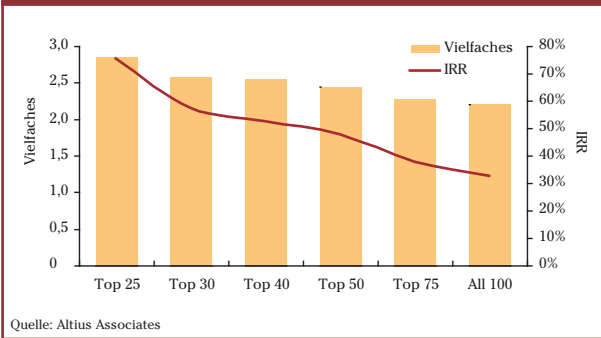
Um zu zeigen, wie weniger Fonds mehr Performance bringen, ziehen wir die Transaktionsdatenbank von Altius heran und betrachten das Segment europäischer Buyout-Investmentmanager. Diese Transaktionsdatenbank wurde seit Gründung von Altius im Jahre 1998 ständig erweitert und enthält ca. 10.000 Transaktionen von dem Lancierungsjahr 1984 bis heute. Es ist zu beachten,

### KONZENTRATION SCHAFFT BESSERE RENDITE: ERFOLGSERGEBNISSE DER DARGESTELLTEN SZENARIEN

	ANZAHL GPs	IRR (BRUTTO)	VIELFACHES DES KAPITALS
GESAMTHEIT DER ALTIUS TRANSAKTIONS DATENBANK	100	32,3%	2,20x
SCENARIO 1: TOP 25 GPs DER GRUNDGESAMTHEIT	25	75,3%	2,85x
SCENARIO 2: ERSATZ VON 20% DER TOP 25 GPs (ZUFALLSPRINZIP) DURCH MANAGER 26-30	25	52,3%	2,55x
SCENARIO 3: ERSATZ VON 40% DER TOP 25 GPs (ZUFALLSPRINZIP) DURCH MANAGER 26-35	25	47,1%	2,58x
SCENARIO 4A: GPs MIT RANG 11-35	25	47,3%	2,62x
SCENARIO 4B: GPs MIT RANG 11-35, MIT 10 ZUSÄTZLICHEN GPs (5 PER ZUFALLSPRINZIP OBERHALB UND 5 PER ZUFALLSPRINZIP UNTERHALB DER SELEKTIERTEN GRUPPE GEREIHT)	35	38,6%	2,54x
SCENARIO 4C: GPs MIT RANG 6-40	35	46,4%	2,56x

Quelle: Altius Associates

#### AUSWIRKUNG AUF RENDITE DURCH STEIGERUNG DER ANZAHL VON GPs



dass diese Transaktionsdatenbank keine direkte Abbildung des gesamten Private Equity-Universums darstellt (im Gegensatz zu Benchmark-Datenbanken wie VentureXpert), sondern eine Übergewichtung von Investmentmanagern aufweist, die oberhalb des Medians liegen.

Die Transaktionsdatenbank umfasst im Segment der europäischen Buyouts über 100 GPs und mehr als 250 Fonds, also durchschnittlich 2,5 Fonds pro GP. Wir wählen aus den Fonds jene älteren Jahrgangs aus (bis 2001), um das Problem der Bewertung unrealisierter Investments zu vermeiden. Die Fonds, die für die Szenarioanalysen ausgewählt wurden, haben ihre Investments zum allergrößten Teil bereits realisiert. Die Bruttorendite betrug für die Jahre 1984 bis 2001 rund 32,3% (IRR), das Vielfache des eingesetzten Kapitals betrug im Vergleichszeitraum 2,2.

Die 25 besten GPs (Szenario 1) der untersuchten Gruppe generierten im Vergleichszeitraum eine Bruttorendite von 75,3% IRR und ein Vielfaches vom eingesetzten Kapital von 2,85 und somit eine um 43 Prozentpunkte höhere Rendite als die Grundgesamtheit. Die Identifikation und Auswahl der 25 besten GPs war und ist das Hauptziel eines jeden Dachfondsmanagers. Selbst bei größter Disziplin werden die Auswahl und der Zugang zu den besten 25 GPs nicht immer gelingen. Daher haben wir die zwei folgenden Szenarien getestet:

#### Szenario 2:

Wie verändern sich die Renditen, wenn 20% der Topmanager (nach dem Zufallsprinzip) durch Manager auf den Plätzen 26 bis 30 ersetzt werden?

#### Szenario 3:

Wie verändern sich die Renditen, wenn 40% der Topmanager (nach dem Zufallsprinzip) durch Manager auf den Plätzen 26 bis 35 ersetzt werden?

In Szenario 2 fällt die Bruttorendite (IRR) von 75,3% auf 52,3%, das Vielfache des eingesetzten Kapitals von 2,85 auf 2,55. In Szenario 3 fällt die Bruttorendite von 75,3% auf 47,1%, das Vielfache des eingesetzten Kapitals von 2,85 auf 2,58. In beiden Fällen übertreffen die Renditen immer noch deutlich jene der Grundgesamtheit.

#### Konzentration auf wenige Manager schafft Rendite

Die Szenarien 4a und 4b zeigen, dass durch Hinzunahme von zehn weiteren Managern zu den 25 GPs sowohl die Bruttorendite als auch das Vielfache des eingesetzten Kapitals fallen, wodurch bewiesen ist, dass durch die Konzentration auf eine kleinere Anzahl von Managern eine bessere Rendite des Portfolios gewährleistet sein sollte. Selbst nach Hinzunahme von Managern, die dem ursprünglichen Portfolio am nächsten liegen (Manager, die auf Rang sechs bis 40 liegen, wie in Szenario 4c dargestellt ist), zeigt sich eine Verschlechterung der Performance. Wichtig ist dabei zu beachten, dass die ausgewählte Vergleichsgruppe aus den Top 50-Managern besteht. Daraus ergeben sich die sehr nahe beieinander liegenden Renditen.

Schlussendlich zeigt die nebenstehende Abbildung, welche Renditeauswirkung die Ausweitung der Zahl der GPs von 25 auf 100 hat. Die Bruttorendite des Portfolios sinkt von 75,3% auf 32,3% und das Vielfache des eingesetzten Kapitals sinkt von 2,85 auf 2,20.

#### Fazit:

Altius schätzt, dass 15 bis 25 GP-Beziehungen ausreichen, um ein nach Lebenszyklus, Geografie, Lancierungsjahr, Branche und Manager ausgewogen diversifiziertes Private Equity-Portfolio zu bauen. Die Hinzufügung von weiteren GP-Beziehungen hat eine negative Auswirkung auf die Rendite. Die Auswahl der besten GPs und das Vermeiden von Engagements bei zu vielen Managern ist für den Aufbau eines erfolgreichen Private Equity-Programms erster Qualität daher von allergrößter Bedeutung. ■

#### Zu den Autoren



**Elvire Perrin** ist Partnerin und Leiterin Research, **John Hess** CEO von Altius Associates, einem unabhängigen Manager alternativer Anlagen. Altius wurde vor kurzem zum zweiten Mal in Folge von Financial News zum Gatekeeper des Jahres gewählt. Die Gesellschaft wird im deutschsprachigen Raum durch DC Placement Advisors aus München vertreten.