



TAM FUNDRESEARCH

Bei Private Equity bleibt der - Manager der Erfolgsfaktor



Investments in nicht börsennotierte Unternehmensbeteiligungen liefern langfristig eine deutlich höhere Rendite als Aktien, jedoch je nach Marktphase unterschiedlich ausgeprägt. Wichtigster Alpha-Treiber sind weiterhin die Dealmaker. Das zeigt eine neue Auswertung von mehr als 4000 Transaktionen.

12.10.2022 | 07:30 Uhr von «O. Gottschalg & J. Schramm»

In Zeiten zunehmender Volatilität an den Aktienmärkten wenden sich institutionelle Investoren verstärkt Private Equity zu – also Investments in Unternehmensbeteiligungen abseits der Börsen. Sie nehmen den höheren Aufwand, der mit solchen Transaktionen verbunden ist, in Kauf, weil sie sich davon bessere und stabilere Erträge versprechen als an den liquiden Märkten zu erwarten sind.

Der Asset-Manager Golding Capital Partners und die HEC School of Management Paris untersuchen seit Jahren empirisch den Erfolg von Private-Equity-Investments. Das Maß dafür ist das Alpha gegenüber einem vergleichbaren Investment am Aktienmarkt. Dabei geht es auch um die Persistenz – die Frage, wie sehr ein Investitionserfolg in der Vergangenheit als Indikator dafür dienen kann, ob die entsprechende Fondsgesellschaft diesen Erfolg in Zukunft wiederholen kann.

4300 Transaktionen analysiert

Die „Alpha-Studie 2022“ widmet sich erstmals auch der Frage, welches der wichtigere Faktor für den Investitionserfolg und dessen Wiederholbarkeit ist: die Fondsgesellschaft oder die handelnden Personen dahinter. Hierfür haben Golding und die HEC 4300 Private-Equity-Transaktionen untersucht, die zwischen 2000 und 2021 in den USA und Europa durchgeführt wurden, was valide Schlussfolgerungen ebenso erlaubt wie differenzierte Aussagen zu unterschiedlichen Marktphasen, da der Untersuchungszeitraum stabile Perioden ebenso wie Boomphasen und schwere Krisen wie die von 2008 umfasst.

Um die beiden Anlageklassen miteinander vergleichbar zu machen, wurde für jeden betrachteten Private-Equity-Deal eine entsprechende Aktieninvestition hergeleitet, die unterschiedliche Effekte abbildet: die jeweiligen Zeitpunkte der Zu- und Abflüsse (Timing-Effekt), die Entwicklung der Branche, in der das Unternehmen tätig ist (Branchen-Effekt) und den Verschuldungsgrad des Investments (Leverage-Effekt).

Zur Analyse der Persistenz von Alpha wurde die Korrelation der untersuchten Variable in der Vorperiode mit der gleichen Variable in der Folgeperiode ermittelt. Voraussetzung für die Ermittlung auch auf Ebene der individuellen Dealmaker war, dass ausreichend Daten von Managern vorlagen, die bei mehreren Fondshäusern tätig waren.

Private Equity liefert Alpha

Die Untersuchung ergab – unter Berücksichtigung aller erforderlichen Korrekturen für Timing, Branchenmix und Leverage – ein durchschnittliches Alpha von 9,9 Prozent über den gesamten Zeitraum von 2000 bis 2021 hinweg. Langfristig liefern Private-Equity-Transaktionen also eine erheblich höhere Rendite als der Aktienmarkt. Auch in jeder einzelnen Marktphase ist die Überrendite positiv, jedoch stark unterschiedlich ausgeprägt. So ist das Alpha in Krisenzeiten mit 35,4 Prozent besonders hoch, aber auch in Boomphasen mit 25,7 Prozent sehr deutlich. In stabilen Phasen ist es mit 4,99 Prozent am geringsten, aber immer noch positiv.

Unterschiede zeigen sich auch bei der Branchenbetrachtung. Am höchsten ist das Alpha bei Versorgern mit 17,2 Prozent und Kommunikationsdiensten mit 15,5 Prozent. Die mit Abstand geringste Überrendite brachte der Immobiliensektor.

Wenn Investoren einen Fondsmanager mandatieren wollen, ziehen sie meist die absolute Rendite, die dieser in der Vergangenheit erzielt hat, als Entscheidungsgrundlage heran. Sie gehen davon aus, dass eine positive Performance in der Vergangenheit dafür steht, auch in Zukunft erfolgreiche Deals zu tätigen. Allerdings deuten Analysen darauf hin, dass künftige Erfolge gemessen an absoluten Performancekennzahlen wie IRR oder Multiple nicht mit vergangenen korrelieren.

Top Dealmaker treiben Alpha hoch

Bei relativen Outperformance-Kennzahlen wie Alpha dagegen sieht es anders aus. Die

vorliegende Studie zeigt eine positive Korrelation zwischen früherem und künftigem Alpha. Das heißt, dass Fonds, die in der Vergangenheit ein überdurchschnittliches Alpha erzielt haben, dies auch in Zukunft mit höherer Wahrscheinlichkeit tun werden als andere Fonds. Das bedeutet, dass das Alpha von Private-Equity-Transaktionen im Wesentlichen von einzelnen Dealmakern getrieben ist.

Für Investoren hat das erhebliche Konsequenzen, denn die Schlussfolgerung ist, dass es nicht ausreicht, auf in der Vergangenheit erfolgreiche Fondsgesellschaften zu setzen. Investoren sollten vielmehr die Teamzusammensetzung genau unter die Lupe nehmen und über den persönlichen Track Record der einzelnen Mitglieder informiert sein. Wenn das Management wechselt, besteht das Risiko, dass sich die Performance eines zuvor erfolgreichen Fonds verschlechtert. Das gilt insbesondere bei stark wachsenden Gesellschaften.

Die Marke ist zweitrangig

Für die Entscheidung von Investoren, an wen sie ein Mandat vergeben, bleibt der Track Record zwar ein wichtiges Tool, doch der übliche Blick auf absolute Returns und die Fondsgesellschaft greift zu kurz. Die Strahlkraft der Marke allein kann sich als leere Hülle erweisen, wenn Top-Performer das Haus verlassen.

Es verändert sich aber auch der Blick auf die Leavers. Üblicherweise gilt es als negatives Ereignis, wenn Teammitglieder eine Fondsgesellschaft verlassen. Sind es jedoch Mitarbeiter mit schwacher Performance, kann das die Gesamtperformance des verbleibenden Teams verbessern.

Aus der Perspektive der Fondshäuser relativiert sich die Bedeutung der Marke zugunsten der handelnden Personen. Die Studie betont stärker, als es den Verantwortlichen in den Unternehmen bewusst sein mag, wie wichtig es ist, die stärksten Leistungsträger an sich zu binden. Boni, die vom Erfolg einzelner Deals abhängen, können dafür ein geeignetes Instrument sein.

Für First-Time-Fonds und -Fondsgesellschaften ergibt sich eine Neubewertung. Solche neu am Markt agierenden Player gelten gemeinhin als schwer zu beurteilen und daher als risikoreich. Wenn jedoch bekannt ist, dass die einzelnen Mitglieder einen guten Track Record vorweisen können, kann ein Investment in solche Fonds aussichtsreicher sein als in eine etablierte Marke mit großer Fluktuation im Team.

Die dargelegten Schlussfolgerungen gelten analog auch für Co-Investments. Die Prüfung solcher Investments sollte sich nicht nur auf die Transaktion selbst und das Unternehmen beschränken, sondern auch die handelnden Personen umfassen. Anders als bei Fonds-Commitments ist es bei Co-Investments möglich, gezielt auf bestimmte Deal-Teams zu setzen und so das Rendite-Risiko-Profil des Investments zu verbessern.