

PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch



Eine Annäherung

SCHWIERIGKEITEN BEI DER PERFORMANCE-MESSUNG BEI PRIVATE EQUITY-ANLAGEN

Lukas Riesen, CFA, und Dr. Diego Liechi, PPCmetrics AG

Der J-Curve Effekt von nicht börsennotierten Private Equity-Fonds, d.h. die Tatsache, dass Kapitalabrufe zu Beginn und Ausschüttungen ab Mitte der Laufzeit des Fonds anfallen, erschwert die Performancemessung (vgl. folgende Abb. 1). Der General Partner oder Private Equity-Manager ruft bei den Investoren über die ersten drei bis fünf Jahre Kapital ab („Capital Calls“, „Drawdown“), das er danach in das Eigenkapital von nicht börsennotierten Unternehmen investiert. Als Besitzer des Unternehmens nimmt der General Partner anschließend Einfluss auf die Geschäftsstrategie und setzt diese um, bevor nach profitablen Desinvestitionsmöglichkeiten gesucht wird.

Sobald diese Desinvestition durch einen Börsengang oder Verkauf an ein anderes Unternehmen („Trade Sale“) realisiert wird, führt dies zu Rückzahlungen zugunsten der Investoren („Distributions“). Nach der Desinvestition des letzten Investments wird der Fonds geschlossen. Der gesamte Prozess dauert in der Regel zwölf bis fünfzehn Jahre und führt für den Investor zu Beginn zu Kapitalabflüssen und nach rund fünf Jahren zu Kapitalzuflüssen. Somit steigt meist zu Beginn der Wert des investierten Kapitals (Net Asset Value bzw. NAV), aufgrund der Einzahlungen und der Aufwertung der Firmenbeteiligungen, bevor der Wert infolge Auszahlungen wieder sinkt. Deshalb ist bei Private Equity-Anlagen im Gegensatz zu „tradi-

tionellen“ Anlageklassen, wie börsennotierten Aktien oder Obligationen, die zeitgewichtete Rendite nicht besonders aussagekräftig. Weiter ist auch die Illiquidität von nicht börsennotierten Private Equity-Anlagen, d.h. die fehlende Marktbewertung, ein Problem bei der Performancemessung, da die beobachteten Preise resp. NAV der Fonds nur bedingt aussagekräftig sind.¹



Lukas Riesen



Dr. Diego Liechti

Aufgrund der für Private Equity typischen Auszahlungsstruktur wird bei der Performancemessung primär auf eine kapitalgewichtete Rendite, nämlich den jährlichen Internal Rate of Return (IRR) nach Gebühren, zurückgegriffen. Diese Kennzahl wird auch kurz als Net IRR bezeichnet. Ebenfalls weit verbreitet sind Multiples als Performancemaße, wie beispielsweise der Total Value to Paid in Capital (TVPI). Dieser ergibt sich, wenn die Rückzahlungen zum aktuellen Net Asset Value addiert und durch die Summe Kapitaleinzahlungen (inklusive Gebühreneinzahlungen) dividiert wird. Jedoch weisen diese Performancemaße ver-

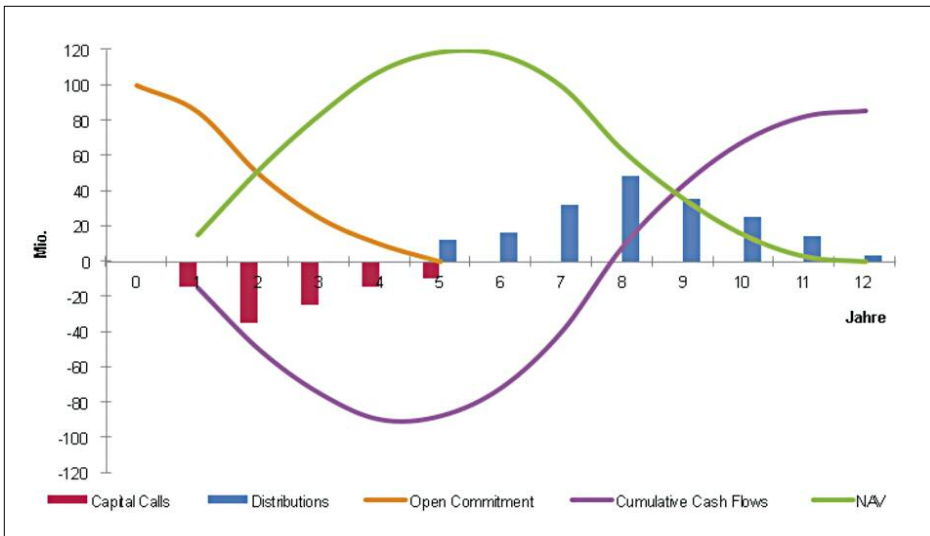


Abb. 1: J-Curve Effekt

¹ Ein extremes Beispiel für den Einfluss des Vintage Years sind Venture Capital-Fonds, welche um 1998 gegründet wurden und während der Internetbubble ihre Investments durch Börsengänge zu einem hohen Preis verkaufen konnten.

schiedene Nachteile, wie beispielsweise die fehlende Berücksichtigung der Marktperformance und des eingegangenen Risikos, die Abhängigkeit vom Gründungsjahr des Fonds („Vintage Year“)² oder die fehlende Vergleichbarkeit mit Renditen anderer Anlageklassen auf. Diese Performancemessungsprobleme führen mitunter auch zu interessanten Marketingmöglichkeiten für die Private Equity-Manager. So zeigen 75% der Private Equity-Manager, dass der Net IRR ihrer Produkte im Vergleich zu anderen Private Equity-Produkten im oberen Drittel der Performance liegen („Top Quartile“). Was theoretisch unmöglich erscheint, so kann ein Private Equity-Manager durch die gezielte Auswahl des Datenproviders und eine breitere Auslegung von Vintage Years den Net IRR im Vergleich beschönigen.

Aus diesen Gründen wurden neue Performancemaße wie beispielsweise der Public Market Equivalent (PME) entwickelt. Diese Kennzahl vergleicht die Private Equity-Anlage mit einer Investition in den Aktienmarkt mit den gleichen Ein- und Auszahlungen resp. Cash In- und Outflows. Ein PME größer als 1 bedeutet, dass die Private Equity-Anlage eine höhere Rendite als der börsennotierte Aktienmarkt erzielt hat. Obwohl das PME Marktbewegungen bzw. Opportunitätskosten berücksichtigt, zeigt auch dieses Maß keine risiko-adjustierte Sichtweise. Beispielsweise kann ein Private Equity-Manager mehr Fremdkapital einsetzen, was im Durchschnitt zu einer Erhöhung des PME sowie der anderen Performancemaße führt. Zudem ist die Wahl der Benchmark beim PME für das Ergebnis wichtig. Die Aufzählung der verschiedenen Performancemaße IRR, TVPI und PME für Private Equity-Anlagen führt unvermeidlich zur Frage, auf welches dieser Maße man sich stützen sollte.

Um diese Frage zu beantworten, betrachten wir den Teil des Portfolios eines globalen segregierten Mandats eines unserer Investment Controlling-Kunden, welcher primär Anlagen in Euro tätigt. Der Grund hierfür ist, dass wir deshalb von Währungsentwicklungen abstrahieren können. Konkret handelt es sich bei diesem Teilportfolio um 20 europäische Single Funds, bei denen die erste Kapitaleinzahlung Ende 2006 erfolgte. Dieser Teil des Portfolios wurde vor rund acht Jahren aufgesetzt und ist deshalb noch in der ersten Phase der Desinvestition. Dieser Umstand führt, neben den großen Kapitalflüssen, zu einem weiteren zentralen Problem bei der Performancemessung von Private Equity-Investments: Die Berechnung der effektiven Performance kann letztlich erst nach der Schließung des Fonds erfolgen. Wir lösen dieses Problem in unserer Analyse pragmatisch, indem wir annehmen, dass der Fonds jeweils zum Net Asset Value (NAV) liquidiert werden kann, obwohl auf dem Sekundärmarkt die Fonds mit einem Abschlag von 10% bis 20% gehandelt werden. Die Annahme einer Liquidation zum NAV ist implizit auch im Performancemaß TVPI vorhanden. Der Vorteil dieser Annahme ist, dass die verschiedenen Performancemaße auch über die Zeit betrachtet werden können.

² Risikomaße, wie z.B. die Volatilität, welche mit historischen Daten berechnet werden, unterschätzen das effektive Risiko aufgrund der Illiquidität.

Datum	IRR	DPI	RVPI	TVPI	PME MSCI Euro	PME MSCI Euro SC
31.12.06		0,00	1,43	1,43	1,43	1,41
31.12.07		0,00	1,06	1,06	1,08	1,19
31.12.08		0,02	0,84	0,86	1,16	1,29
31.12.09		0,01	0,80	0,81	0,80	0,75
31.12.10	0,12%	0,01	0,99	1,00	0,91	0,79
31.12.11	5,65%	0,09	0,98	1,07	1,08	1,07
31.12.12	7,17%	0,18	0,96	1,14	1,01	0,94
31.12.13	7,86%	0,26	0,95	1,21	0,94	0,81
30.09.14	4,26%	0,35	0,77	1,11	0,86	0,78

Abb. 2: Performancemaße eines europäischen Teilportfolios

Die Tabelle zeigt die entsprechenden Resultate. Zusätzlich zu den erläuternden Performancemaßen werden noch das Distribution to Paid In (DPI) und das Residual Value To Paid In (RVPI) aufgezeigt. Während das DPI angibt, wie viele der Einzahlungen bereits zurückerstattet wurden, zeigt das RVPI an, wie viele der Einzahlungen noch im Fonds verblieben sind.

Bei der Interpretation der Ergebnisse wird zuerst das letzte Datum, d.h. der 30.09.2014, betrachtet. Dieses zeigt, dass der Net IRR des Fonds 4,26% ergibt, während der TVPI 1,11 anzeigt. Es wurde demnach eine positive Rendite erwirtschaftet respektive bei einer sofortigen Liquidation der Anlagen zum NAV würde man mehr Geld erhalten als eingezahlt wurde. Wie schneidet das Investment hingegen im Vergleich zu einem Aktienmarktinvestment ab? Da es sich um ein Portfolio aus europäischen Single Funds handelt, liegt es nahe, den MSCI Europe Index als Benchmark zu verwenden. Da Private Equity-Fonds jedoch eher in kleinere Unternehmen investieren, wäre der MSCI Europe Small Cap Index wohl die adäquatere Wahl. Zusätzlich könnte noch eine Kompensation von beispielsweise 2% p.a. für Illiquiditätsrisiken verlangt werden, wobei wir vereinfachend hiervon absehen. Der PME per 30.09.2014 zeigt, dass das Private Equity Investment schlechter rentiert hat als ein Aktienmarktinvestment in europäische Large Caps (MSCI Euro) oder in europäische Small Caps (MSCI Euro Small Caps).

Die verschiedenen Performancemaße müssen mit Vorsicht interpretiert werden, da die Fonds erst mit der Desinvestition begonnen haben und die berechnete Performance stark von der Bewertung des NAV abhängt. Trotz der Richtlinien zur Bewertung des NAVs von Private Equity-Fonds wie beispielsweise die „International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines“ bestehen weiterhin hohe Freiheitsgrade für deren Bestimmung. Beispielsweise unterliegt jegliche Bewertung verschiedenen direkt oder indirekt getroffenen Annahmen, die sehr unterschiedlich festgelegt werden können. Dennoch kann die Aussage

getroffen werden, dass dieses Teilportfolio bis anhin weder stark abfällt noch eine große Zusatzrendite abwirft.

Interessant ist auch die Betrachtung der verschiedenen Performancemaße über die verschiedenen Zeitpunkte. Dies illustriert teilweise die typische Entwicklung der beiden Performancemaße IRR und TVPI, welche eigentlich über die Zeit zunehmen sollten. Jedoch bestehen hohe Schwankungen in den verschiedenen Maßen, abhängig von der Bewertung und den Realisationspreisen bei Desinvestitionen. Zusätzlich schwankt der PME umgekehrt zur Aktienmarktperformance, was teilweise die Illiquidität des Investments resp. potenzielle Bewertungsprobleme beim NAV offenbart. Theoretisch sollte sich die NAV-Bewertung von Private Equity-Investments parallel zur Bewertung von börsennotierten Aktien bewegen.³

Fazit

Generell veranschaulichen aber alle Maße, dass die Performance erst nach der Desinvestition der Fonds abschließend beurteilt werden kann. Trotzdem ist eine laufende Performancebeurteilung zweckmäßig, insbesondere bei einem segregierten Mandat, das für längere Zeit fortgeführt werden soll. Somit wird sichergestellt, dass der Private Equity Fund of Funds Manager laufend überwacht und gegebenenfalls ersetzt werden kann. Auch bei einer Investition in Fund of Funds oder Single Funds ist die Performancemessung elementar, da oftmals vor Schließung des Fonds entschieden werden muss, ob in den Nachfolgefonds oder in andere Fonds des entsprechenden Anbieters investiert werden soll. Neben der anhaltenden Performancemessung sollten aber auch weitere Aspekte, wie die Fremdfinanzierungsquote, die Allokation über die Finanzierungsstadien oder die Sektorallokation, überwacht werden.

³ Bei einem Aktienmarkt-Crash ist es beispielsweise auch nicht möglich, mit einem Börsengang oder auch Trade Sale einen hohen Preis bei der Desinvestition zu realisieren.

Impressum

**IPE Institutional Investment
Jahrbuch 2015**
10. Jahrgang

Verlag:
IPE Institutional Investment GmbH
Moosbauerweg 1
D-82515 Wolfratshausen
Tel.: +49 (0) 8171 9119-0
Fax: +49 (0) 8171 9119-29
E-Mail:
info@institutional-investment.de
Internet:
www.institutional-investment.de

Redaktion:
Frank Schnattinger (Chefredakteur),

Nicole Bartel, Liam Kennedy,
Sophie Müller, Barbara Ottawa

Editorial Committee:
Katja Lammert, BayernInvest
François Rimeu, La Française
Asset Management
Evi C. Vogl und Matteo Germano,
Pioneer Investments

Redaktionsanschrift:
Siehe Verlag
Tel. +49 (0) 8171 9119-20
redaktion@institutional-
investment.de

Gesamtgestaltung:
designconcept.krön KG
D-82178 Puchheim
info@designconcept-kroen.de

Druck:
Kreiter Druckservice GmbH
D-82515 Wolfratshausen

Preis:
Einzelverkaufspreis 39,- Euro
inkl. Versand und 7 % MwSt.

Haftung und Hinweise:
Allen Daten, Artikeln und Tabellen
liegen Quellen zugrunde, welche die
Redaktion für verlässlich hält. Eine
Garantie für die Richtigkeit kann jedoch
weder seitens des Verlags noch der
Autoren abgegeben werden.

Nachdruck:
© 2015 IPE Institutional Investment
GmbH, Wolfratshausen. Alle Rechte
vorbehalten.



Publika-
tionen



Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Videos



Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.



Tagungen

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.



Website



PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**