

## Ist Erfolg in Private Equity wiederholbar? – Eine Untersuchung zur Persistenz von Alpha

### Executive Summary

Die Idee der Wiederholbarkeit ist eines der Kernelemente einer Investition in Private Equity. Jüngste Untersuchungen haben allerdings gezeigt, dass die Persistenz absoluter Private Equity-Renditen deutlich weniger ausgeprägt ist, als zuvor angenommen wurde. In einer neuen Studie zeigt Golding Capital Partners gemeinsam mit Prof. Oliver Gottschalg von der HEC School of Management, dass eine Persistenz auf IRR-Ebene tatsächlich schwer nachzuweisen ist, dafür aber starke Hinweise auf eine Persistenz auf Alpha-Ebene existieren – bestimmte Private Equity-Fondsmanager sind in der Lage, wiederholt mehr Alpha gegenüber einer vergleichbaren Aktienanlage zu erzielen als der Markt. In der Vergangenheit erzielt Alpha erlaubt nicht nur Prognosen über das künftige Alpha, sondern auch über die künftigen absoluten Renditen.

In einer neuen Runde ihrer gemeinsamen Untersuchungen zum Thema Alpha haben Golding Capital Partners und die HEC die folgenden Fragen behandelt:

- Bleiben die Resultate für langfristiges Alpha, Alpha über den Zyklus und Alpha während der Krise basierend auf der erweiterten Datenbasis stabil?
- Ist Erfolg in Private Equity wiederholbar?

### Erweiterte Datenbasis – rund 5.600 realisierte Transaktionen

Der Ausgangspunkt der Untersuchung war die Ermittlung der Überrendite von Private Equity gegenüber dem Aktienmarkt durch Berechnung des bei Private Equity-Transaktionen erzielten Alpha. Die Renditen aus Aktien und Private Equity sind aus verschiedenen Gründen nicht direkt vergleichbar. Die Studie folgt der bewährten Methodik der drei Vorgängerstudien, bei der durch verschiedene Anpassungen ein Vergleich der beiden Anlageklassen ermöglicht wurde. Hierbei wird für jede Private Equity-Transaktion eine vergleichbare Aktieninvestition hergeleitet, die folgende Effekte abbildet: (1) den Timing-Effekt, also die jeweiligen Zeitpunkte der Zu- und Abflüsse, (2) den Brancheneffekt, also die Entwicklung der Branche, in der das Unternehmen tätig ist, und (3) den Leverage-Effekt, also den Verschuldungsgrad des Private Equity-Investments im Vergleich zum börsennotierten Unternehmen. Gleichzeitig wird die Rendite der Private Equity-Transaktion unter Verwendung des modifizierten IRR (M-IRR) angepasst, um realistische Wiederanlagemöglichkeiten abzubilden. Der Anteil der angepassten Private Equity-Rendite, der nicht durch eine vergleichbare Investition am Aktienmarkt erzielt werden kann, ist das Alpha von Private Equity.

Basierend auf der Alpha-Methodik wurden die beiden folgenden Methoden für die Analyse der Persistenz genutzt: (1) die Korrelation der untersuchten Variablen in der Vorperiode mit der gleichen Variable in der Folgeperiode und (2) der Beitrag zur Portfoliorendite durch die gezielte Auswahl von Fondsmanagern, deren Performance in einem bestimmten Quartil liegt (in unserem Fall im Top-Quartil), bei anschließender Berechnung der Wirkung dieser Auswahl gegenüber einer Investition in den Gesamtmarkt.

In der Analyse der Persistenz von Private Equity übertrifft diese Untersuchung deutlich den Umfang früherer Studien. Die wesentlichen Unterschiede gegenüber anderen Studien zu diesem Thema sind:

(1) Wir untersuchen nicht nur absolute Renditemaße wie IRR oder TVPI (Netto-Multiple), sondern auch die relative Outperformance (Alpha), das Risiko (Verlustquote, Renditestreuung) und die Haltedauer (Duration), (2) erstmals werden Daten auf Transaktionsebene analysiert, und (3) es existiert eine Datenbasis mit einer signifikanten Anzahl von Datenpunkten aus jüngerer Zeit, also nach dem Jahr 2000.

Die Grundlage der Studie bilden rund 5.600 relevante realisierte Transaktionen aus der Transaktions-Datenbank von Golding Capital Partners, die insgesamt den Zeitraum 1977–2014 abdecken. Gegenüber der Vorgängerstudie aus dem Jahr 2013 bedeutet dies eine Erweiterung der Datenbasis um rund 7%. Die Studie kann damit nicht den Gesamtmarkt abbilden, da sie vor allem etablierte Fondsmanager erfasst und insbesondere Transaktionen ausschließt, die nicht realisiert waren. Die Datenbasis ist aber deutlich größer als bei vergleichbaren früheren Studien. Dadurch können nicht nur Durchschnittswerte für Alpha ermittelt, sondern auch einzelne Marktphasen und -segmente differenziert betrachtet werden.

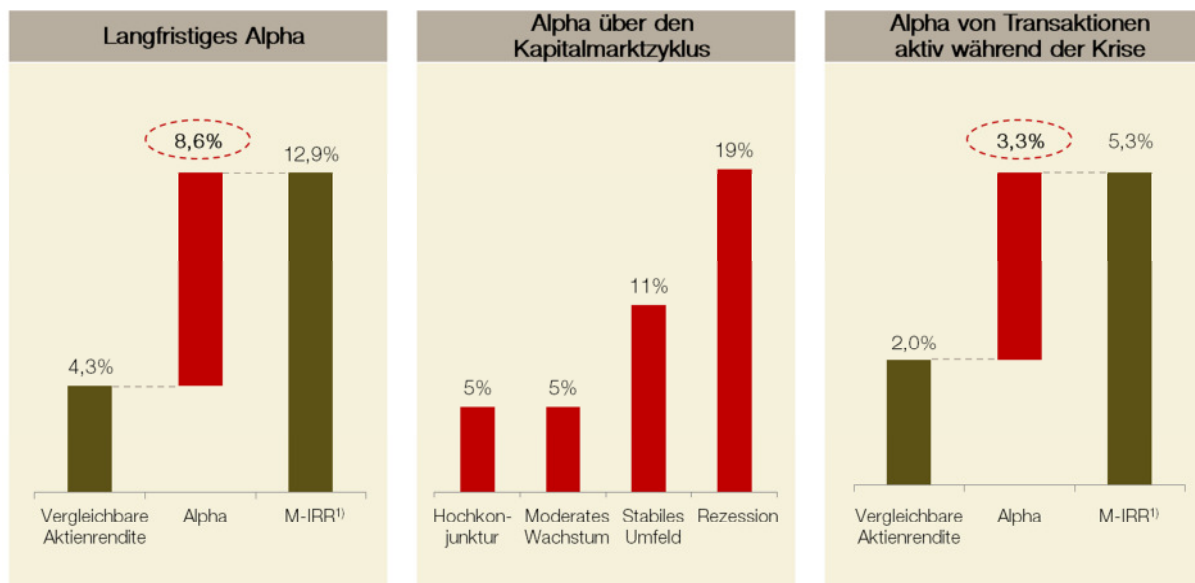
### **Positives Alpha von Private Equity – über längeren Zeitraum bestätigt**

Aus der aktualisierten Analyse ergeben sich folgende empirischen Ergebnisse: Die Private Equity-Transaktionen des Gesamtzeitraums 1977–2014 haben im Durchschnitt – unter Berücksichtigung aller erforderlichen Korrekturen für Timing, Branchenmix und Leverage – ein positives Alpha von 8,6% über der vergleichbaren Rendite am Aktienmarkt erzielt.

In der differenzierten Betrachtung des Alpha für einzelne Marktphasen kann zwischen Boomzeiten, relativ stabilen Phasen und Perioden des Rückgangs an den Aktienmärkten unterschieden werden. In schwierigen Zeiten mit schlechter Aktienmarkt-Performance erzielt Private Equity ein besonders hohes Alpha von durchschnittlich 19% über einer vergleichbaren Rendite am Aktienmarkt. In Hochkonjunkturphasen bei einem Wachstum des Aktienmarktes von über 15% pro Jahr ergibt sich dagegen ein Alpha von 5%. In einem Umfeld mit moderatem Wachstum erzielt Private Equity ein Alpha von 5%. In einem stabilen Umfeld mit gering positiver oder negativer Aktienmarktrendite ergibt sich ein Alpha von 11%.

Die Renditeuntersuchung zeigt, dass die auf dem Höhepunkt der Finanzkrise aktiven Transaktionen ein Alpha von 3,3% gegenüber der vergleichbaren Rendite am Aktienmarkt erzielen konnten. Die absolute Rendite für diese sehr schwierigen Transaktionen bewegt sich unter dem langfristigen Durchschnitt, bleibt mit 5,3% (M-IRR) aber positiv, während die vergleichbare Aktienrendite im negativen Bereich liegt. Eine verstärkte Krisenanfälligkeit von Private Equity-Unternehmen kann anhand der Datenlage also nicht bestätigt werden.

Die Datenbasis belegt damit erneut zwei wesentliche und für die Aufnahme in ein Portfolio höchst relevante Eigenschaften von Private Equity für institutionelle Investoren: erstens ein insgesamt positives Alpha über den gesamten Zyklus hinweg und zweitens die antizyklische Entwicklung und Stabilität dieses Alpha in einem krisenhaften Umfeld wie 2008.



1) Modifizierter IRR: Zinssfaktor für die Wiederanlage ist ein Aktienmarktindex und nicht (wie für den Standard-IRR) der interne Zinsfuß

## Die Wiederholbarkeit des Erfolgs mit Private Equity

Private Equity-Investoren treffen ihre Anlageentscheidungen zumeist auf Basis der Performance eines Fondsmanagers in der Vergangenheit. Dies setzt voraus, dass zwischen dem zurückliegenden Erfolg eines Managers und seiner Fähigkeit, künftig vergleichbare Erfolge zu erzielen, eine Verbindung besteht.

Diese Idee steht im deutlichen Widerspruch zu der allgemein anerkannten Tatsache, dass Fondsmanager mit Aktienanlagen nach einiger Zeit der Rückkehr zum Mittelwert unterliegen – empirische Analysen haben wiederholt gezeigt, dass an den Aktienmärkten die Performance in der Vergangenheit keine Hinweise auf die künftige Wertentwicklung gibt. Dies hat zu einer Abwendung von aktiven Strategien geführt, hin zu Strategien, die sich auf die Abbildung eines Marktindex konzentrieren.

Im Gegensatz hierzu haben akademische Studien lange Zeit betont, dass sich die künftige Performance von Private Equity aus der vergangenen Performance ableiten lässt. Jüngste Untersuchungen (einschließlich dieser Studie) haben aber gezeigt, dass sich diese Behauptung in ihrer stark vereinfachten Form kaum statistisch belegen lässt.

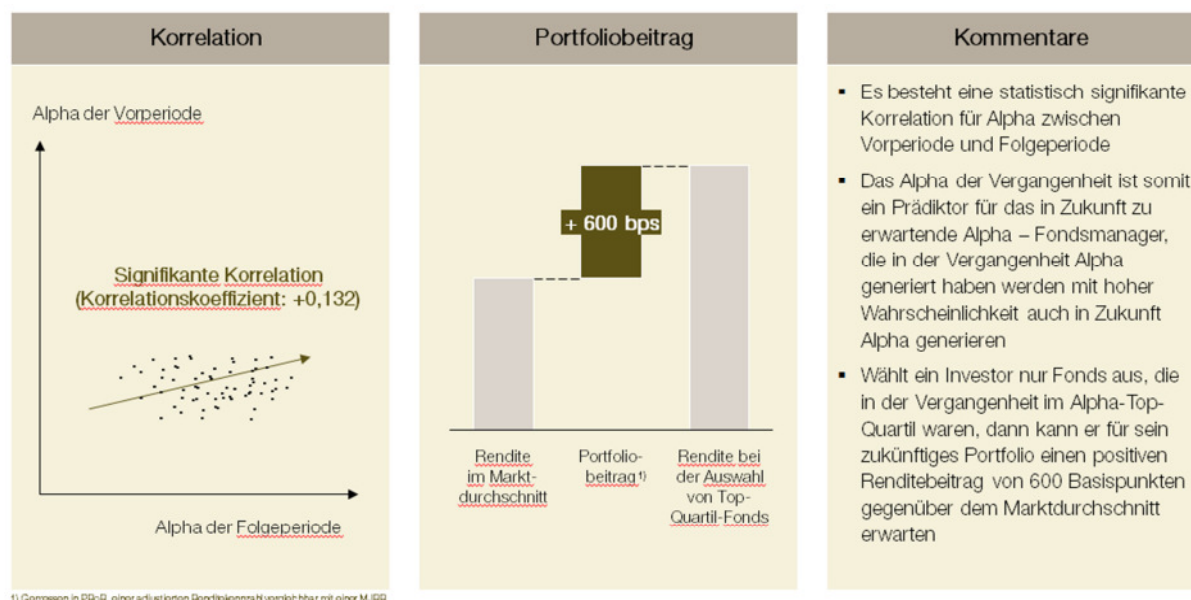
Die absoluten Renditen von Private Equity zeigen keine statistisch signifikante Persistenz – die Betrachtung früherer Renditen eines Fondsmanagers gibt keinen Hinweis auf seine Fähigkeit, in der Zukunft überdurchschnittliche (oder unterdurchschnittliche) Renditen zu erzielen.

Ist damit die Analyse historischer Track Records reine Zeitverschwendung? Nein. Zwar haben absolute Renditemaße wie IRR oder Multiple keine Vorhersagekraft für die künftige Performance, sehr wohl trifft dies aber auf relative Outperformance-Kennzahlen wie Alpha zu.

In dieser Studie kann gezeigt werden, dass Alpha ein statistisch signifikanter Prädiktor für künftiges Alpha ist – es existiert eine positive Korrelation zwischen früherem und künftigem Alpha, und Fonds, die in der Vergangenheit ein überdurchschnittliches Alpha erzielt haben, werden mit höherer Wahrscheinlichkeit als andere Fonds auch in der Zukunft ein überdurchschnittliches Alpha

aufweisen. Alpha erlaubt außerdem nicht nur Prognosen über künftiges Alpha, sondern auch über die künftige absolute Performance – Investoren können ihre zukünftig erwartete Portfoliorendite deutlich steigern, wenn sie nur in Fondsmanager investieren, die mit ihrem Alpha in der Vergangenheit das Top-Quartil erreichten. Auf Basis der von uns verwendeten Daten kann die Performancesteigerung durch ausschließliche Investition in Alpha-Top-Quartil-Manager die durchschnittliche Portfoliorendite um 600 Bp. anheben.

Über die Alpha-Persistenz hinaus zeigt die Studie eine signifikante Persistenz beim Risiko und der Haltedauer. Die durchschnittlichen Kennzahlen für Haltedauer, Renditestreuung und Verlustquote sind alle im Zeitverlauf positiv korreliert – den Fondsmanagern, die hier in der Vergangenheit gute Werte erreichten, gelingt dies tendenziell auch in der Zukunft. Dies zeigt, dass gute Fondsmanager nicht nur in der Lage sind, vergangene Erfolge zu wiederholen, sondern dass sie auch in konsistenter Weise Risiken besser kontrollieren als ihre Wettbewerber, was zu niedrigeren Verlustquoten und einer geringeren Abhängigkeit von einzelnen „Ausreißern“ zur Steigerung der Gesamterendite führt.



## Die Bedeutung für Fondsmanager und Investoren

Was bedeuten diese Ergebnisse zum Thema Persistenz für (1) Fondsmanager in der Anlageklasse und (2) Private Equity-Investoren?

Fondsmanagern zeigt die Studie, wie wichtig die Eckpfeiler des Private Equity-Geschäftsmodells sind – also Konzentration auf die Bildung stabiler Teams mit der richtigen Interessenangleichung, Konzentration auf effiziente und stringente Prozesse für die Ausführung der Investments und die Entscheidungsfindung, Konzentration auf Differenzierungsstrategien, die dem Manager einen nachhaltigen Vorteil gegenüber seinen Wettbewerbern verschaffen, und Konzentration auf Investitionen in die Marke und das öffentliche Ansehen des Fondsmanagers –, um eine nachhaltige Wertschöpfung für Investoren in der Anlageklasse zu erzielen.

Investoren zeigt die Studie, dass eine Persistenz zwar existiert, es jedoch schwieriger ist, gute Manager zu identifizieren, als bislang gedacht – ein oberflächlicher Blick auf die IRR reicht nicht aus,

um gute von schlechten Managern zu unterscheiden. Mit einem tiefen Verständnis der Anlageklasse und einer detaillierten Due Diligence, die sich nicht nur auf absolute Renditen beschränkt, sondern auch relative Renditekennzahlen und die Analyse der zugrunde liegenden Risiken einbezieht, können Investoren ihre Chancen deutlich steigern, die Performance ihres Private Equity-Portfolios zu verbessern und den Marktdurchschnitt zu übertreffen.

## Fazit

Zusammenfassend können die eingangs gestellten Fragen wie folgt beantwortet werden:

- Aktualisierung der Alpha-Berechnungen
  - Die etablierten Private Equity-Fondsmanager, auf denen diese Studie basiert, erzielten mit ihren Transaktionen ein positives Alpha von 8,6% gegenüber der vergleichbaren Rendite am Aktienmarkt.
  - Private Equity entwickelte sich während der Krise sehr stabil. Investitionen, die zum Zeitpunkt des Zusammenbruchs von Lehman Brothers aktiv waren, zeigten ein positives Alpha von 3,3%.
  - Das Alpha von Private Equity verläuft antizyklisch, das heißt, es ist besonders hoch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten mit rückläufigen Kapitalmärkten. Private Equity-Fonds sind in der Lage, ihre Unternehmen genau dann besonders wirksam zu unterstützen, wenn diese am dringendsten darauf angewiesen sind.
- Neue Ergebnisse zur Persistenz von Private Equity
  - Es besteht keine Persistenz für absolute Performance-Kennzahlen wie IRR und TVPI (Netto-Multiple).
  - Es besteht eine Persistenz auf Alpha-Ebene – Fondsmanager, die in der Vergangenheit überdurchschnittliches Alpha erzielt haben, werden dies mit größerer Wahrscheinlichkeit auch in Zukunft tun.
  - Eine Persistenz kann auch für einige andere Kennzahlen nachgewiesen werden, darunter Risikomaße (Verlustquote, Renditestreuung) und Haltedauern (Duration).

Insgesamt gibt die Untersuchung starke Hinweise, dass eine Persistenz in der Performance von Private Equity-Fonds tatsächlich existiert. Somit lässt sich ein entscheidendes Bindeglied zwischen bestehenden Track Records und den Erwartungen an künftige Fonds herstellen – doch müssen Fondsmanager und Investoren gleichermaßen über IRRs und Multiples hinausschauen, um dieses Bindeglied zu erkennen und es zur Unterstützung ihrer Investitionsentscheidungen zu nutzen.