

GOLDING



Studie zum Alpha von Private-Equity-Investments

Oliver Gottschalg, HEC School of Management Paris
Jakob Schramm, Golding Capital Partners

April 2022

Einführung

In der fünften Auflage ihrer „Alpha-Studie“ haben Golding Capital Partners und Professor Oliver Gottschalg von der HEC School of Management Paris den relativen Investitionserfolg historischer Private-Equity-Transaktionen untersucht. Wie bei den vier Vorgängerstudien ist das Maß dafür die Überrendite (Alpha), die solche Transaktionen im Vergleich zu analogen Transaktionen am Aktienmarkt erzielt haben. Die Studie beziffert das Alpha differenziert nach Marktphasen, Haltedauer, Dealvolumen, Region und Branche.

Die Autoren widmen sich auch der Persistenz von Alpha, also der Frage, ob ein hohes Alpha in der Vergangenheit als Indikator dafür dienen kann, dass der entsprechende Fondsmanager auch in Zukunft ein hohes Alpha erzielen wird. Erstmals konnte diese Untersuchung nicht nur auf Ebene der Fondsgesellschaften, sondern auch mit Blick auf die einzelnen handelnden Personen durchgeführt werden. Die Ergebnisse der Auswertung haben weitreichende Implikationen für die Strategie von Private-Equity-Investoren.

Wichtigste Ergebnisse

- Private-Equity-Transaktionen erzielen über alle Marktphasen hinweg eine deutliche Überrendite (Alpha) von 9,9 Prozent gegenüber vergleichbaren Transaktionen auf dem Aktienmarkt.
- Das Alpha ist in jeder einzelnen Marktphase deutlich positiv, mit Abstand am höchsten ist es in Krisenperioden mit 35,4 Prozent.
- Bei der Betrachtung der individuellen Dealmaker zeigt sich eine starke Korrelation zwischen früherem und zukünftigem Dealerfolg. Auf Ebene der Fondsgesellschaften gilt das in geringerem Maße.

Studiendesign

Die Datenbasis der Untersuchung ist die Datenbank von Golding Capital Partners mit rund 4.300 Private-Equity-Transaktionen, die zwischen 2000 und 2021 in den USA und Europa durchgeführt wurden. Die Gesamtheit der untersuchten Deals ist damit groß genug, um valide Aussagen abzuleiten, und der Untersuchungszeitraum umfasst relativ ruhige Marktphasen ebenso wie Boomphasen oder schwere Krisen wie die von 2008.

Bei der Ermittlung der Überrendite von Private Equity gegenüber dem Aktienmarkt haben die Studiendesigner entsprechend der bewährten Methodik der vorherigen Studien verschiedene Anpassungen vorgenommen, um die beiden Anlageklassen vergleichbar zu machen. Hierbei wird für jede Private Equity-Transaktion eine vergleichbare Aktieninvestition hergeleitet, die folgende Effekte abbildet:

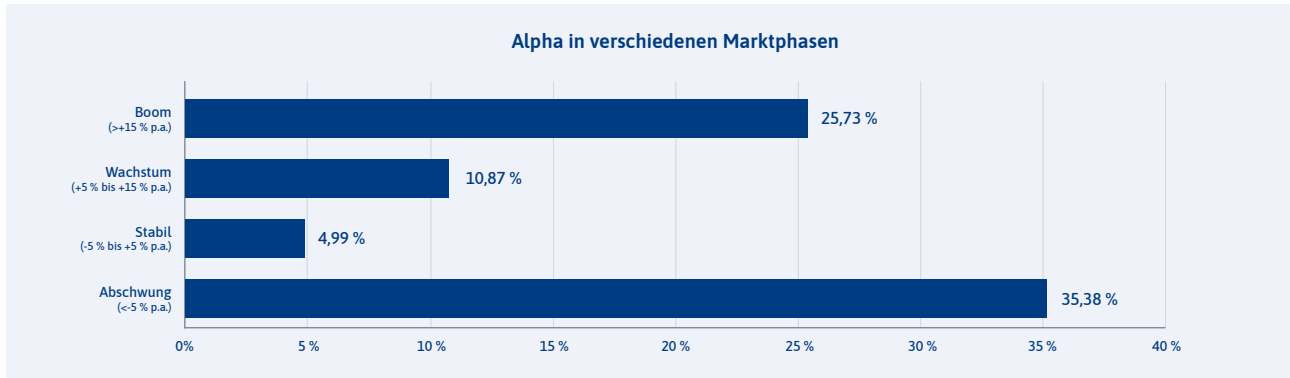
- (1) den Timing-Effekt, also die jeweiligen Zeitpunkte der Zu- und Abflüsse,
- (2) den Brancheneffekt, also die Entwicklung der Branche, in der das Unternehmen tätig ist, und
- (3) den Leverage-Effekt, also den Verschuldungsgrad des Private-Equity-Investments im Vergleich zum börsennotierten Unternehmen.

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.

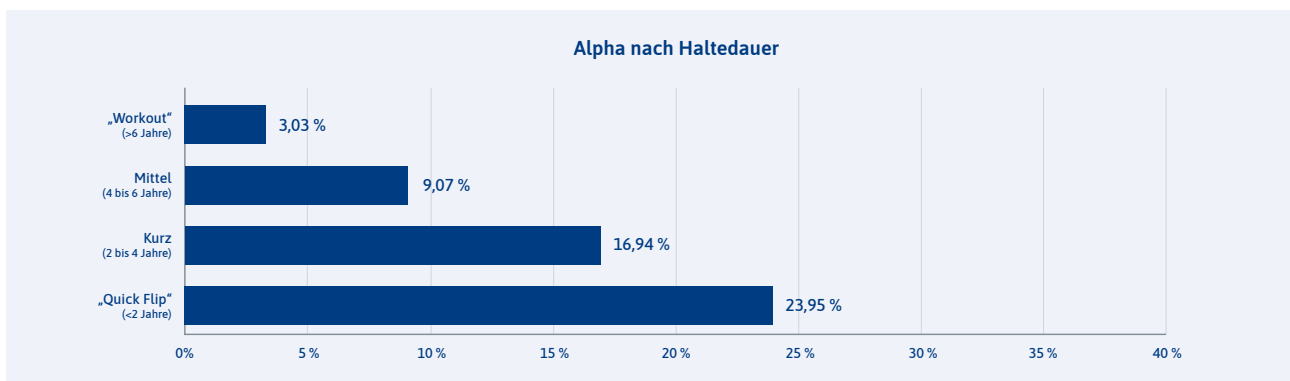
Zur Analyse der Persistenz von Alpha ermittelt die Studie die Korrelation der untersuchten Variable in der Vorperiode mit der gleichen Variable in der Folgeperiode. Neben der Ebene der Fondsgesellschaften wird die Persistenz auch auf Ebene der individuellen Dealmaker ermittelt. Voraussetzung dafür war, dass ausreichend Daten von Personen vorlagen, die bei mehreren Fondsmanagern tätig waren. Bei der Ermittlung der Persistenz wurden 2.200 Datenpunkte berücksichtigt.

Ergebnisse

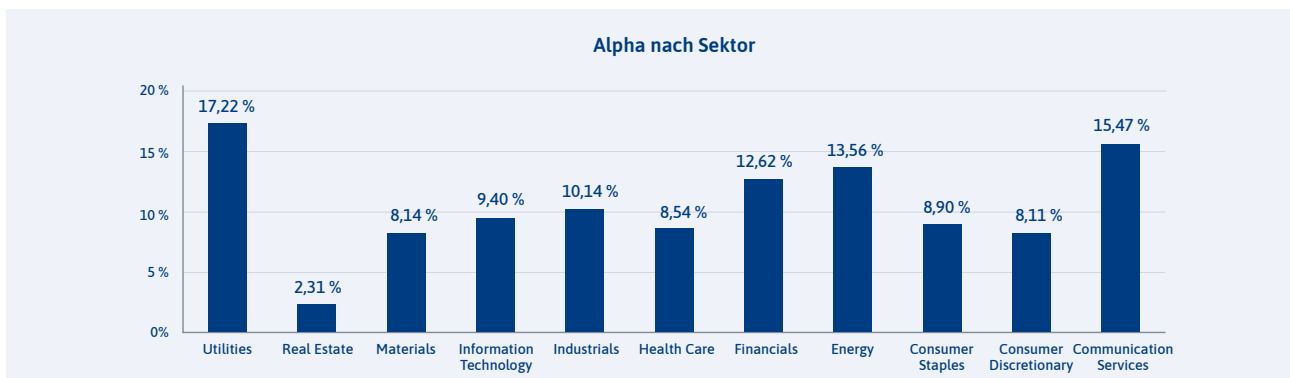
Die Untersuchung bekräftigt das Ergebnis der Vorgängerstudien: Private-Equity-Transaktionen erzielen langfristig eine deutliche Überrendite gegenüber vergleichbaren Transaktionen am Aktienmarkt. Über den Zeitraum von 2000 bis 2021 lag das Alpha im Durchschnitt – unter Berücksichtigung aller erforderlichen Korrekturen für Timing, Branchenmix und Leverage – bei 9,9 Prozent.



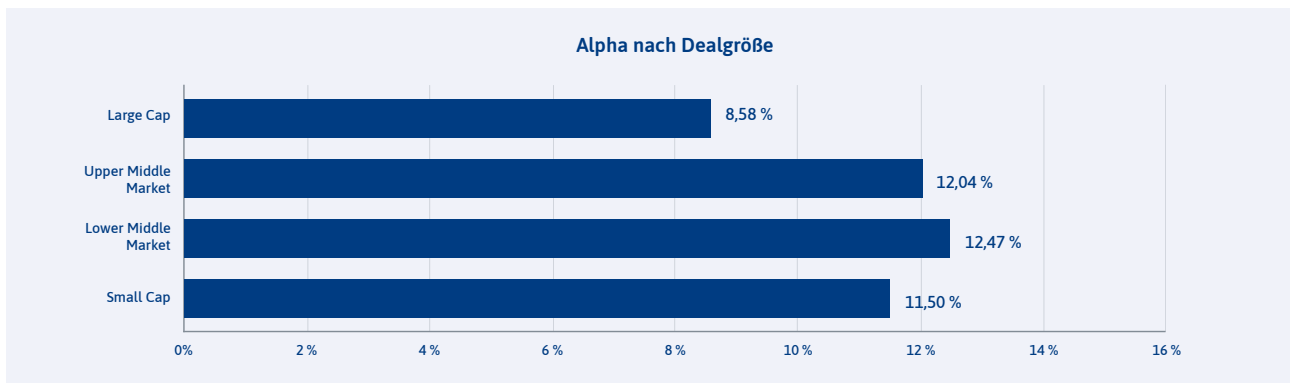
Differenziert man zwischen Marktphasen unterschiedlichen Wachstums, so zeigt sich, dass das Alpha in Krisenzeiten mit 35,4 Prozent besonders hoch ist. Auch in Boomphasen kann Private Equity eine deutliche Überrendite von 25,7 Prozent erzielen. Am geringsten ist die Differenz in Zeiten eines sich seitwärts entwickelnden Markts. In allen Marktphasen jedoch liefert Private Equity ein positives Alpha.



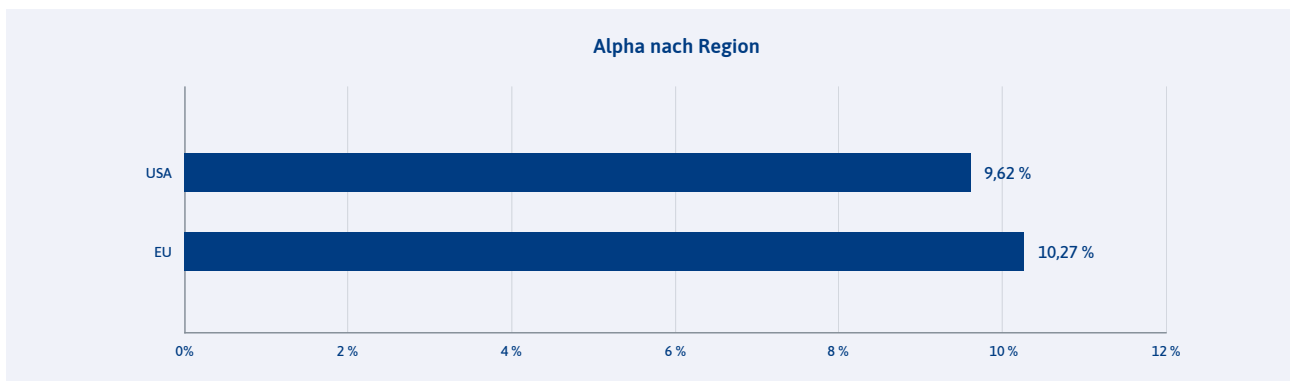
Deutliche Unterschiede zeigen sich auch bei der Differenzierung nach der Haltedauer der Private-Equity-Investments. Bei sogenannten Quick-Flip-Transaktionen mit einer kurzen Haltedauer von weniger als zwei Jahren ist das Alpha mit 24,0 Prozent am stärksten ausgeprägt. Mit zunehmender Haltedauer nimmt das Alpha ab, ist aber auch bei sogenannten Workout-Deals mit mehr als sechs Jahren Haltedauer weiterhin positiv.



Deutliche Unterschiede zeigen sich bei der Differenzierung nach Branchen. Am höchsten ist das Alpha in den Branchen „Versorger“ mit 17,2 Prozent und „Kommunikationsdienste“ mit 15,5 Prozent. Mit Abstand die geringste Überrendite erzielten Private-Equity-Transaktionen im Immobiliensektor.



Bei der Betrachtung nach Dealgröße zeigt sich ein leichter Vorteil von mittelgroßen Transaktionen gegenüber solchen mit besonders hohem oder niedrigem Volumen.



Die Betrachtung nach Regionen zeigt praktisch keinen Unterschied beim Alpha bei Transaktionen in der Europäischen Union gegenüber solchen in den USA.

Persistenz von Alpha belegt

Bei der Entscheidung für oder gegen einen Private-Equity-Fondsmanager richten Investoren ihr Augenmerk in der Regel auf dessen absolute Renditeperformance in der Vergangenheit. Dabei gehen sie davon aus, dass ein positiver Track Record ein Indikator für die Fähigkeit des Managers ist, auch in Zukunft renditebringende Entscheidungen zu treffen.

Jüngste empirische Analysen deuten allerdings darauf hin, dass sich diese Annahme kaum statistisch belegen lässt. Stattdessen zeigt sich, dass im Private-Equity-Bereich zukünftige Erfolge nicht mit vergangenen korrelieren – analog zum Aktienmarkt, wo diese Erkenntnis dazu geführt hat, dass sich Investoren von aktiven Strategien abwenden und sich zunehmend darauf konzentrieren, passiv Aktienindizes abzubilden.

Während der Track Record bei absoluten Performancekennzahlen wie IRR oder Multiple nicht als Prädiktor für die Zukunft dienen kann, gilt das bei relativen Outperformance-Kennzahlen wie Alpha durchaus. Die aktuelle Untersuchung zeigt eine positive Korrelation zwischen früherem und künftigem Alpha. Fonds, die in der Vergangenheit ein überdurchschnittliches Alpha erzielt haben, werden dies also auch in Zukunft mit höherer Wahrscheinlichkeit als andere Fonds erreichen.

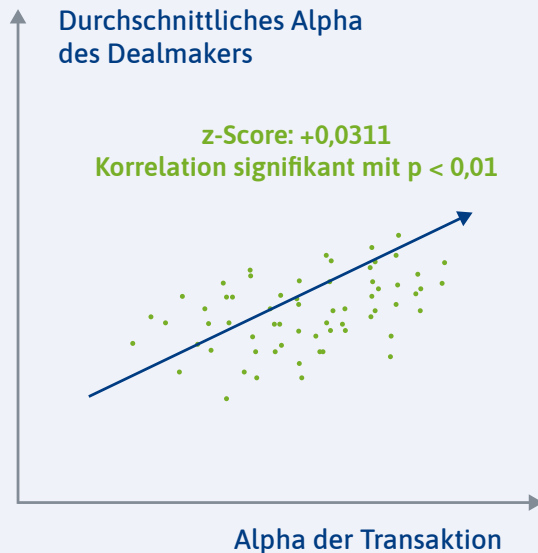
Mensch schlägt Maschine

Erstmals wurde diese Analyse auch auf der Ebene der einzelnen individuellen Fondsmanager durchgeführt. Hier zeigte sich eine noch stärkere Korrelation als auf der Ebene der Fondsgesellschaften. Daraus ergibt sich, dass das Alpha von Private-Equity-Transaktionen im Wesentlichen von der Person des einzelnen Dealmakers getrieben ist.

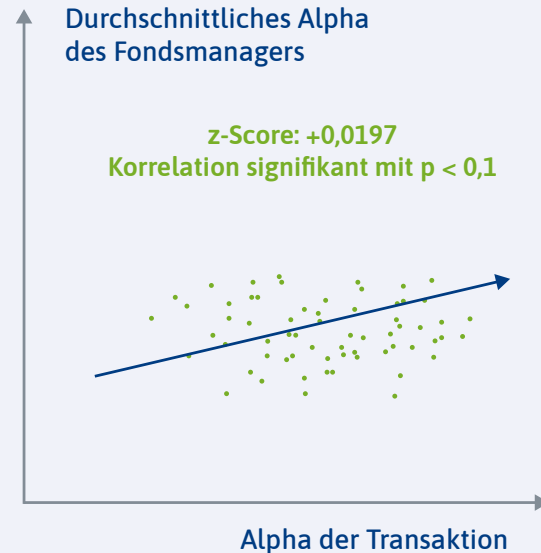
Für die Anlagestrategie von Private-Equity-Investoren ergibt sich daraus, dass es nicht ausreicht, auf in der Vergangenheit erfolgreiche Fondsgesellschaften zu setzen. Entscheidend ist vielmehr, die Teamzusammensetzung genau zu prüfen und den persönlichen Track Record der einzelnen Personen zu kennen. Hat das Management gewechselt, besteht die reale Gefahr, dass ein ehemals erfolgreicher Fonds seine bisherige Performance nicht halten kann. Dieses Risiko besteht gerade auch bei stark wachsenden Gesellschaften.

Korrelationen

Persistenz auf Ebene des Dealmakers – „Man“



Persistenz auf Ebene des Fondsmanagers – „Machine“



- Das durchschnittliche Alpha eines Dealmakers ist ein Prädiktor für das Alpha seiner aktuellen Transaktion – Dealmaker, die in der Vergangenheit Alpha generiert haben, werden mit hoher Wahrscheinlichkeit auch in Zukunft Alpha generieren.
- Auch für Fondsmanager besteht ein positiver Zusammenhang zwischen dem durchschnittlichen Alpha des Fondsmanagers und dem Alpha der aktuellen Transaktion – jedoch ist sowohl die Korrelation wesentlich geringer (niedrigerer Z-Score) als auch das Signifikanzniveau niedriger (höherer p-Wert).
- Im direkten Vergleich dominiert die Persistenz auf Ebene des Dealmakers; die Persistenz auf Ebene des Fondsmanagers wird v.a. durch die Persistenz der unterliegenden Dealmaker getrieben.

Erhebliche Implikationen für Fondsgesellschaften und Investoren

Für Fondsgesellschaften wie für Investoren liefert die Studie Erkenntnisse, die in der Praxis höchst relevant sind. Aus der Perspektive der Fondsgesellschaften relativiert sie die Bedeutung der Marke zugunsten der handelnden Personen. Gerade bei erfolgreichen und stark wachsenden Fondsgesellschaften besteht die Gefahr, dass die Performance leidet, weil neue Mitarbeiter frühere Erfolge nicht wiederholen können. Sie betont, stärker als es den Verantwortlichen im Unternehmen bewusst sein mag, wie wichtig es ist, Top-Leistungsträger an sich zu binden. Boni, die sich am Erfolg einzelner Deals orientieren, können dafür ein geeignetes Instrument sein.

Auch für Investoren und ihre Entscheidungsprozesse, an wen sie Mandate vergeben, haben die Ergebnisse der Studie wichtige Implikationen. Um abzuschätzen, ob eine Fondsgesellschaft vergangene Erfolge wiederholen wird, sind Track Records zwar weiterhin ein wichtiges Tool, doch der übliche Blick auf absolute Returns und die Fondsgesellschaft greift zu kurz. Anstatt in Marken sollten Investoren in Individuen investieren. Die Strahlkraft ihrer Marke allein kann sich bei Fluktuation im Team als leere Hülle erweisen, da der Erfolg des Unternehmens stark vom Talent Einzelner abhängt. Daraus ergibt sich ein differenzierterer Blick auch auf sogenannte Leavers. Üblicherweise gilt es als negatives Ereignis, wenn Teammitglieder eine Fondsgesellschaft verlassen. Doch tatsächlich ist das nur der Fall, wenn Top-Performer gehen; wenn dagegen ein Manager mit schwachem Track Record das Haus verlässt, kann das die Performance des verbleibenden Teams verbessern. Um das beurteilen zu können ist es jedoch notwendig, kontinuierlich zu beobachten, wie sich die Teams in den Fondsgesellschaften entwickeln, und die Performance der einzelnen Personen zu kennen.

Die Erkenntnisse führen auch zu einer Neubewertung von neu am Markt agierenden Fonds und Fondsgesellschaften. Nach herrschender Meinung gelten solche First Time Fonds als risikoreich und schwer zu beurteilen. Doch wenn deren Management aus Individuen mit jeweils gutem Track Record besteht, können sie aussichtsreicher sein, als eine etablierte Marke mit großer Fluktuation im Team. Auch hier gilt wieder: Es kommt nicht auf die Marke an, sondern auf die Individuen, die sie repräsentieren.

Die genannten Schlussfolgerungen gelten nicht nur für Investments in Private-Equity-Fonds, sondern analog auch für Co-Investments. Die Prüfung durch den interessierten Co-Investor sollte sich nicht auf die Transaktion selber und das Unternehmen beschränken, sondern sich auch auf die handelnden Personen erstrecken. Auch hier sollte der Investor den Track Record des Deal-Teams genau unter die Lupe nehmen. Anders als bei Fondscommitments ist es bei Co-Investments möglich, gezielt auf bestimmte Deal-Teams zu setzen und so das Rendite-Risiko-Profil des Investments zu verbessern.



Oliver Gottschalg

Professor Oliver Gottschalg ist Head of Research bei MJHudson Performance Analytics, ehemals PERACS, einem spezialisierten Beratungsunternehmen, das fortschrittliche Due-Diligence- und Benchmarking-Dienstleistungen für Private-Equity-Fonds anbietet. Zurzeit ist er Co-Head der Strategieabteilung der HEC School of Management, Paris. Er ist akademischer Dekan des TRIUM Global Executive MBA-Programms, leitet das HEC Private Equity Observatory und lehrt Strategie, Unternehmertum, Risikokapitalfinanzierung und Management Buyouts. Er besitzt ein Wirtschaftsingenieur-Diplom der Universität Karlsruhe, einen MBA der Georgia State University sowie einen M.Sc. und einen Dokortitel des INSEAD. Sein derzeitiger Forschungsschwerpunkt liegt auf der strategischen Logik und den leistungsbestimmenden Faktoren von Private-Equity-Investments.



Jakob Schramm

Jakob Schramm, Partner, Head of Credit und Head of US Office, ist seit 2004 bei Golding und verantwortlich für die Identifizierung, Prüfung und Auswahl von Fonds-, Secondary- und Co-Investments sowie das anschließende Portfoliomanagement.

Jakob Schramm hat sein Studium der Volkswirtschaftslehre als Diplom-Volkswirt an der Ludwig-Maximilians-Universität München abgeschlossen und ist Mitglied des CFA Institute. Während seines Studiums war er am ifo Institut für Wirtschaftsforschung in den Bereichen Research und Analyse tätig.

Golding Capital Partners GmbH

Einsteinstraße 172
81677 München
Deutschland

Telefon: +49 89 419 997-0
Telefax:+49 89 419 997-500

info@goldingcapital.com
www.goldingcapital.com