

Listed Private Equity – eine praktikable Alternative für Private Equity-Investoren?

Von Matthias Huss
und Heinz Zimmermann¹

Private Equity gilt unter professionellen Anlegern verbreitet als eine attraktive Anlageklasse: Hohe erwartete Renditen bei einer vergleichsweise geringen Volatilität versprechen ein einzigartiges Risiko-Rendite-Profil. Dennoch sind mit einer Investition in Private Equity auf dem „klassischem Weg“ über spezielle Beteiligungsvehikel häufig Schwierigkeiten verbunden. Eine hohe Heterogenität zwischen den Renditen einzelner Fonds, verbunden mit einer gemeinhin geringen Persistenz der Top-Performer sowie eine mangelnde Transparenz in dieser Anlageklasse erschweren die Auswahl der ‚richtigen‘ Anlage.

Im Schatten der klassischen Form der Private-Equity-Anlage hat sich eine alternative Investitionsmöglichkeit am Markt etabliert. Listed Private Equity (LPE) scheint eine Lösung für die Schwierigkeiten, die mit einem klassischen Engagement in Private Equity verbunden sind, zu bieten. So ‚verpacken‘ LPE Unternehmen ihr Portfolio von Private Equity-Beteiligungen in börsengängige Anlagevehikel und bieten Investoren damit verbesserte Liquidität – zudem sind sie deutlich transparenter als ihre nicht börsennotierten Pendanten.

So verlockend die Vorteile eines LPE Investments klingen: sie sind hinfällig, wenn LPE Unternehmen auf Grund ihrer Börsennotierung die attraktiven Risiko-Rendite-Eigenschaften, die Private Equity zugesprochen werden, verlieren. Für den Investor liegt hier ein kritischer Punkt, der sein Kalkül über den Weg in die Anlageklasse beeinflussen wird.

Die Hypothese ist theoretisch zumindest fraglich, da beide Formen der Private Equity-Finanzierung dasselbe Kerngeschäft darstellen, eine Auffassung, die vielfach geteilt wird. Banz, Eberle-Haeringer und Häflinger (2005) schreiben: „Die Kritik, dass es sich bei Private Equity im eigentlichen Sinn gerade nicht um börsengehandelte Beteiligungen handelt, ist eigentlich irrelevant. Es geht ja nicht um die Organisation des Fonds, sondern um die Natur der Anlagen, welche sowohl bei börsenkotierten als auch traditionellen Fonds im nicht-kotierten Bereich zu finden sind“².

Einem anderen, durchaus weit verbreiteten Missverständnis, nämlich dass nicht börsennotiertes Private Equity sehr tiefe Korrelationen zu anderen Assetklassen aufweist, begegnet Gompers (2004) mit der Feststellung: “[...] there appear to be many linkages between the public and private equity market values. Thus, the stated returns of private equity funds may not accurately reflect the true evolution of value, and the correlations reported by Venture Economics (1997) and other industry observers may be deceptively low. To ignore the true correlation is fraught with potential dangers”. Gompers schliesst weiter: “In a preliminary analysis using data from one venture group, Gompers and Lerner (1997) find that the correlation between venture capital and public market prices increases substantially when the underlying venture portfolios “marked-to-market”. An alternative approach is to examine the relatively modest number of publicly traded venture capital funds [...]”³.

¹ Prof. Dr. Heinz Zimmermann ist Ordinarius für Finanzmarkttheorie am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum (WWZ) der Universität Basel. Matthias Huss ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am gleichnamigen Lehrstuhl.

² Banz, R., B. Eberle-Haeringer, T. Häflinger, 2005. Pictet BVG Index 2005 – Die neue Indexfamilie für Schweizer Pensionskassen.

³ Gompers, P., 2004. "Venture Capital and Private Equity." In The Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, edited by Espen Eckbo. New York: Elsevier/North Holland, 2002.

Direkter Vergleich

Mit einem Cash-Flow basierten Ansatz analysiert der vorliegende Artikel die relative Performance klassischer Private Equity-Anlagen im Verhältnis zu einer Benchmark aus LPE Unternehmen.

Der gewählte Ansatz umgeht viele inhärente Probleme, die mit der Renditebestimmung eines illiquiden Wertpapiers verbunden sind. Die Rendite wird aufgrund der tatsächlich realisierten Zu- und Abflüsse der (nicht börsennotierten) Funds, die in die Benchmark investiert werden, bestimmt. Dies ist allerdings abschliessend nur für bereits liquidierte Funds möglich. Um eine potentielle Verzerrung zu vermeiden und die Analyse auf eine möglichst breite Datenbasis zu stützen, werden in der Studie auch „reife“ Funds, die kurz vor der Liquidation stehen, betrachtet. Bei diesen Funds spielt der unrealisierte Net Asset Value (NAV), der notwendigerweise eine subjektive Schätzgrösse darstellt, eine untergeordnete Rolle.

Datenbasis

Die verwendeten Daten wurden von Private Equity Intelligence Ltd. (PREQIN), London, UK bezogen. Im Verlauf der letzten Jahre hat PREQIN eine Datenbank zusammengestellt, die unter anderem auch die Zahlungsströme zahlreicher nicht börsennotierter Private Equity Funds umfasst. Da die Informationen sowohl seitens der General Partner als auch von Limited Partnern zur Verfügung gestellt werden, sollte die Datenbank nach Aussage von PREQIN weitgehend frei von potentiellen systematischen Verzerrungen hinsichtlich der Repräsentativität der erfassten Daten sein.

Als Benchmark dient der LPX 50 TR Index. Der globale Index bildet die Wertentwicklung der 50 grössten und liquidesten börsennotierten Private Equity Vehikel ab. Er wird von der LPX GmbH, Basel, Schweiz auf täglicher Basis berechnet und publiziert. Die Gewichtung der einzelnen Indexkonstituenten erfolgt nach deren relativer Marktkapitalisierung; ausgeschüttete Dividenden werden in den Index reinvestiert.

Public Market Equivalent: Methodik

Die relative Performance wird mit dem Konzept des Public Market Equivalent (PME) gemessen. Intuitiv liegt dem PME- Ansatz der Kauf eines Aktienindex zum Zeitpunkt des Kapitalabrufs eines privaten (nicht-börsennotierten) PE-Funds respektive der Verkauf des Index zum Zeitpunkt der Kapitalausschüttung des Funds zugrunde. Der Wert der Investition entspricht dabei in jedem Zeitpunkt dem Zahlungsstrom des privaten Funds. Fordert also ein nicht-börsennotierter Fund von einem Investor einen Kapitaleinsatz, wird das angezogene Kapital im selben Zeitpunkt und in selber Höhe in die Benchmark investiert. Fliesst dem Investor wiederum Kapital aus seiner Investition zu wird dieses Kapital aus dem Benchmark-Investment entnommen. Dadurch wird das Muster der Zahlungsströme eines nicht-börsennotierten Funds perfekt in einem börsengehandelten Investment repliziert. Dieses dient somit als implizite Benchmark. Aus der Wertdifferenz beider Investitionsalternativen – des privaten Funds und der Benchmark – lässt sich die relative Performance ableiten. Eventuell vorhandene NAV werden hierbei als letzte Distribution behandelt.

Das PME-Mass zeigt damit den barwertigen Kapitalbedarf, der für jeden in einen privaten Fund investierten Dollar bereit gestellt werden muss, um äquivalente Zahlungsströme in einer adäquaten, börsenkotierten Benchmark zu generieren. Eine PME grösser eins bedeutet demnach, dass der betrachtete Fund die Benchmark geschlagen hat. Analog bedeutet eine PME kleiner eins eine schwächere Performance relativ zur Benchmark.

Empirische Ergebnisse

Die Ergebnisse sind in nachstehender Tabelle zusammen gefasst:

PME			
	<i>Alle Funds</i>	<i>Buyout</i>	<i>Venture</i>
Bottom, Quartil	0.61	0.49	0.70
Median	0.87	0.79	1.16
Durchschnitt, gleichgewichtet	1.05	0.81	1.25
Durchschnitt, wertgewichtet	1.05	0.95	1.18
Top Quartil	1.23	1.06	1.41
Standardabweichung	0.77	0.54	0.93

Während die Ergebnisse auf den ersten Blick zeigen, dass klassische Private Equity Anlagen im Durchschnitt eine leichte Outperformance gegenüber LPE aufweisen, bietet eine Betrachtung der zu Grunde liegenden Verteilung der PME-Werte der einzelnen Funds ein differenziertes Bild:

Die Verteilung ist deutlich rechtsschief. Der Medianwert der relativen Performance liegt bei 0,87. Weniger als die Hälfte der klassischen Private Equity Funds im Betrachtungszeitraum waren also in der Lage, die börsennotierte Benchmark zu schlagen. Die 25 Prozent schwächsten Funds weisen einen nahezu doppelt so grossen Abstand zum Indifferenzpunkt (PME von 1.00) auf als die 25 Prozent der Top-Performer.

Das Verhältnis der Anzahl Funds, die eine PME kleiner eins aufweisen zur Gesamtheit der betrachteten Anlagen kann als eine Art ‚Shortfall-Wahrscheinlichkeit‘ interpretiert werden, wobei das Shortfall-Risk im Verfehlen der Benchmarkrendite besteht. Der Quotient liegt im betrachteten Sample bei 56 Prozent.

Bei einer detaillierteren Betrachtung zeigt die Studie also die Schwierigkeit, durch Engagements in privaten Funds die LPE-Benchmark langfristig zu schlagen.

Dieses Ergebnis wird schliesslich durch die Berechnung der Portfolio-PMEs unterstützt, welche nachfolgend dargestellt sind. Diese vereinigen über den gesamten Anlagehorizont die Zahlungsströme sämtlicher betrachteten Funds in einem einzigen Portfolio.

Portfolio PME			
	<i>Alle Funds</i>	<i>Buyout</i>	<i>Venture</i>
Gleichgewichtet	1.00	0.86	1.14
Wertgewichtet	0.96	0.87	1.03

Erklärungsansatz

Die klassischen Argumente für ein attraktives Rendite-Risiko-Verhältnis von Private Equity wie aktive Einflussnahme der Aktionäre, optimale Anreizgestaltung im Hinblick auf das Management oder Ausrichtung auf langfristige Unternehmensziele liefern keine überzeugende

ökonomische Begründung dafür, dass Private Equity im nicht-börsennotierten Bereich organisiert sein muss. Die oben dargestellten Analysen zeigen sogar, dass klassische Private Equity Funds langfristig nur schwer ihre börsengehandelten Benchmarks schlagen können.

Diese Beobachtungen werden durch die nachfolgenden Überlegungen fundiert: an einem öffentlichen Markt werden längerfristig nur diejenigen LPE-Unternehmen überleben, die risikoadjustiert eine Performance erzielen, die von der Gesamtheit der Marktteilnehmer als angemessen beurteilt wird. Besonders im Hinblick auf die erhöhten Transparenzanforderungen, die LPE-Unternehmen seitens der Börsenaufsicht auferlegt werden, kann im Markt eine effizientere Selektion der Private-Equity-Gesellschaften stattfinden. Underperformer werden systematisch aus dem Markt gedrängt.

Im Gegensatz dazu kann bei nicht börsennotierten PE-Gesellschaften ein Selektionsprozess nur auf der Basis der Insider-Information, die den aktuellen Investoren vorbehalten sind, stattfinden.

In der Tat legt jüngere Forschung die Vermutung nahe, dass verschiedene Investorengruppen ihre Informationen unterschiedlich effizient nutzen, um persistent unterdurchschnittlich rentierende Funds zu meiden. Diese Ineffizienz führt zu einem suboptimalen Gleichgewicht und erlaubt es Underperformern, weiterhin in der Private-Equity-Industrie tätig zu sein. Empirische Evidenz für dieses Phänomen findet sich bei Lerner und Schoar (2005): "The fact that many LPs [Limited Partners] appear not to be using their information optimally distorts the resulting equilibrium. The presence of inefficient LPs allows poorly performing GPs [General Partners] to raise new funds and thus makes the governance mechanism of exit by sophisticated LPs less effective".⁴ Unterstellt man, dass – wie generell angenommen wird – ‚der Markt‘ die effizienteste Bewertungsinstanz darstellt, sind die hier präsentierten Ergebnisse nicht so überraschend, wie sie auf den ersten Blick scheinen mögen.

⁴ Lerner, J., A. Schoar, 2005. Smart Institutions, Foolish Choices?: The Limited Partner Performance Puzzle. *Journal of Finance*, forthcoming.