Absolut|report

Neue Perspektiven
im Asset-Management für
institutionelle Investoren

ISSN 1616-5373

02 | 2011 Struktureller Wandel am **Credit-Markt** | **Clean Energy** und Infrastruktur | Dynamische **ETF-Allokationsstrategien** für risikokontrollierte Investments | Die **Master-KAG** – Anforderungen institutioneller Investoren | **Unternehmenskredite** in Entwicklungs- und Schwellenländern | Investments in **Multimanager Private Real Estate Funds** | Kompakt: Wertschöpfung bei **Buyouts** | Kommentar: **Alternative Anlagestrategien** | Kommentar: **Kapitalanlage von Versicherungen**

© Copyright 2011, Absolut Research GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Die Vervielfältigung, Veränderung und/oder Verbreitung von Inhalten des Absolut Report ist nur mit schriftlicher Genehmigung der Absolut Research GmbH gestattet.

INHALT 02|2011

17 | Kommentar – Kapitalanlage von Versicherungen
BERNHARD GOLIASCH, Signal Iduna Gruppe

19 | Kommentar – Alternative Anlagestrategien
PIUS FRITSCHI, LGT Capital Partners

20 | Struktureller Wandel am Credit-Markt – Chancen und Risiken für institutionelle Investoren
DR. JOCHEN FELSENHEIMER, Assenagon

28 | Clean Energy und Infrastruktur – Opportunitäten für die strategische Asset Allocation
DAVID SCAYSBROOK, Capital Dynamics

36 | Dynamische ETF-Allokationsstrategien für risikokontrollierte Investments
DR. FELIX GOLTZ und LIN TANG, Edhec-Risk Institute

44 | Investments in Multimanager Private Real Estate Funds
CHRISTIAN RUMPF, Franklin Templeton Investment Management

52 | Die Master-KAG – Anforderungen institutioneller Investoren
CLEMENS SCHUERHOFF, Kommalpha

60 | Unternehmenskredite in Entwicklungs- und Schwellenländern als Investment-Alternative
STEPHAN BEISMANN und HARALD BAREIT, Kepler Capital Markets
EDDA SCHRÖDER und DR. STEFAN TILCH, ConCap Connective Capital

66 | Kompakt – Wertschöpfung bei Buyouts
PROF. DR. OLIVER GOTTSCHALG, HEC School of Management und
DR. BERND KREUTER, Feri Institutional Advisors

03 | editorial

06 | news

70 | research review

72 | rezensionen

74 | impressum

Titel | Erfolgreiche Investments erfordert mehr Flexibilität.

Wertschöpfung bei Buyouts: Die verschiedenen Werttreiber in kleinen, mittleren und Megadeals

Einleitung

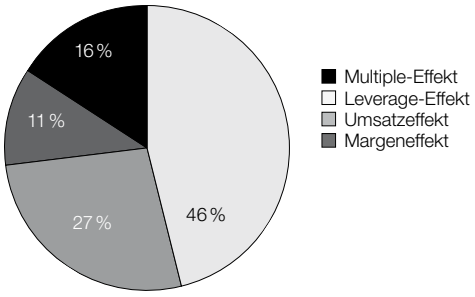
Institutionelle Investoren stehen bei der Entscheidung über die Investition in die Asset-Klasse Private Equity vor der Frage, ob und wie viel Wert Private-Equity-Fonds schaffen. Bei der Implementierung der Private-Equity-Allokation steht im zweiten Schritt die Fondsauswahl an, und dabei ist es dann relevant zu untersuchen, wie genau die Wertschöpfung von Private-Equity-Fonds erfolgt – ob sie eher von exogenen Marktfaktoren abhängt oder von den idiosynkratischen Fähigkeiten der Fondsmanager, d. h. ob sie von einmaligen Effekten bestimmt oder nachhaltig ist. Auch in der öffentlichen Debatte über die Asset-Klasse Private Equity werden solche Fragestellungen thematisiert. Diese Debatte ist insgesamt charakterisiert durch ein ungesundes Verhältnis von Meinungen gegenüber Fakten, wodurch die Diskussion schnell einen ideologischen Anstrich erhält. Daher möchten wir hiermit zu dieser Debatte beitragen und neue empirische Resultate über die Werttreiber von Buyouts vorstellen, die auf Basis einer großen Gesamtheit von Buyout-Transaktionen gewonnen wurden.

Vorgehensweise

Auf der Basis von 305 realisierten Buyout-Transaktionen, die zwischen 1988 und 2007 eingegangen wurden, unterteilen wir die Gesamtrenditen in vier verschiedene Komponenten, die die folgenden Effekte abbilden: (a) Umsatzwachstum, (b) Margenverbesserung, (c) Marktveränderungen der Bewertungsmultiples, (d) Leverage. Eine genaue Beschreibung der Methode findet sich im Anhang.

Die 305 realisierten Transaktionen stammen aus der HEC Buyout Datenbank, einer proprietären Datenbank mit detaillierten Informationen von über 10.000 anonymisierten Buyout-Transaktionen, die zumeist aus Platzierungsprospekten (PPMs) stammen. Aus diesen Transaktionen wurden nur jene in das hier untersuchte Sample mit aufgenommen, für die alle notwendigen Informationen über Umsätze, EBITDA und Kapitalstrukturen jeweils zur Zeit der Investitionen und des Exits zur Verfügung stehen. Wir haben diejenigen Transaktionen ausgeschlossen, für die unsere Formeln keine sinnvollen Resultate ergeben, wie beispielsweise jene mit einem negativen EBITDA oder einer Gesamtperformance nahe null. In Summe sind die 305 Transaktionen ein repräsentatives Untersample der insgesamt 7648 realisierten Investitionen in der Datenbank.

1 Gewichtung der Werttreiber von Buyout-Transaktionen



Die über die Haltedauer gewichtete durchschnittliche Performance der 305 Transaktionen unterteilt sich wie in Abbildung 1 ersichtlich auf die vier Werttreiber.

Diese Zahlen illustrieren, dass im Schnitt fast 50 % der Performance von Buyouts auf den Leverage-Effekt zurückzuführen sind. Die Interpretation dieser Zahl muss jedoch mit Vorsicht erfolgen, da Leverage performanceerhöhend wirkt – insbesondere bei den erfolgreicheren Transaktionen, die ja in unserem Sample überrepräsentiert sind. Weiterhin ist es interessant zu sehen, dass der mit Umsatzwachstum zusammenhängende Beitrag zur Wertschöpfung etwa das 2,5-Fache des Beitrags der Margenverbesserung beträgt. Diese Tatsache widerlegt die verbreitete Meinung, dass bei Buyouts vor allem mithilfe von Margenverbesserung, d. h. Kosteneinsparungen und Umstrukturierungen Geld verdient wird und zeigt stattdessen, dass in vielen Fällen Unternehmenswachstum eine viel größere Rolle spielt.

Unsere Daten erlauben uns noch weitergehende Analysen über die Bedeutung von Werttreibern über die verschiedenen Buyout-Segmente. Dazu teilen wir das Sample anhand des investierten Eigenkapitals in vier Größenkategorien auf, die jeweils etwa 75 Transaktionen umfassen. Die Schwellenwerte für das investierte Eigenkapital betragen: 35 Mio., 150 Mio. und 500 Mio. US-Dollar. Dabei fassen wir zunächst das Umsatzwachstum und die Margenverbesserung in der Kategorie der operativen Wertsteigerung zusammen. Die Analyse nach Größenkategorien ist in Abbildung 2 aufgeführt und zeigt, dass der Leverage-Effekt die höchste Bedeutung bei den größten Transaktionen, dem „Megabuyout"-Segment hat. Diese Feststellung erklärt sich daraus, dass größere Unternehmen zumeist als weniger riskant als kleinere gelten und sie daher besser in der Lage sind, Fremdkapital in großem Stil aufzunehmen.

Eine weitere Erklärung besteht auch darin, dass viele der Megatransaktionen (überhaupt und auch in unserem Sample) zwischen 2003 und 2007 stattgefunden haben, d. h. in einer

Periode mit deutlich höherer Verfügbarkeit von Leverage als zuvor. Weiterhin sind die Leverage-Quoten in Megatransaktionen mit einem durchschnittlichen Fremdkapital-Eigenkapital-Verhältnis von 4,9 viel höher als die von kleineren und mittelgroßen Transaktionen, die in unserem Sample ein Fremdkapital-Eigenkapital-Verhältnis von 3,3 aufweisen. Abbildung 2 zeigt auch, dass bei den kleineren und mittelgroßen Buyouts die Expansion der Multiples den größten Effekt hat. Dieses Ergebnis macht intuitiv Sinn, denn bei kleineren Transaktionen gibt es mehr Möglichkeiten, die Unternehmen zu transformieren und zu professionalisieren, als bei größeren Unternehmen.

Eine Aufgliederung der operativen Wertsteigerung in Umsatzwachstum und Effizienzsteigerung, die in Abbildung 3 vorgenommen wird, zeigt, dass die Margenverbesserung bei den Megatransaktionen eine weitaus größere Rolle spielt als in den kleineren Segmenten, wo das Umsatzwachstum jeweils deutlich über die Margenverbesserung dominiert.

Weitere interessante Resultate ergeben sich durch die Aufteilung des Samples in die 158 Transaktionen, die bis einschließlich 2000 getätigt wurden und die 147 Transaktionen, die in der Zeit ab 2001 erfolgt sind. Abbildung 4 zeigt, dass der Leverage-Effekt und der Multiple-Effekt seit 2001 erheblich an Bedeutung gewonnen haben.

Was die operative Wertsteigerung angeht, so hat auch diese über die Zeit zugenommen; ihr absoluter Beitrag zur Gesamt-IRR ist von knapp 15 % auf 19 % angestiegen, die Steigerung ist zum großen Teil auf Wachstumseffekte und weniger auf Margenverbesserung zurückzuführen (vgl. Abbildung 5).

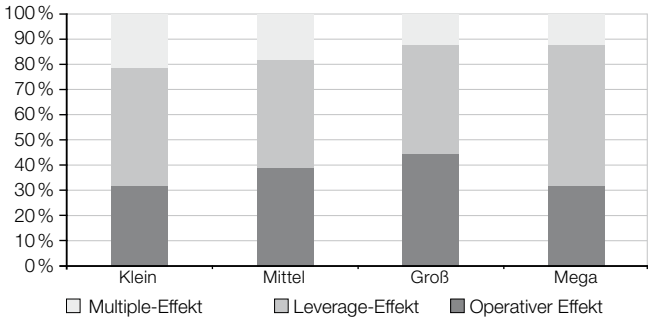
Bisher haben wir nur Effekte erster Ordnung betrachtet. Im Folgenden sollen auch Effekte zweiter Ordnung untersucht werden, welche die Variabilität der Renditen umfassen:

Abbildung 6 zeigt, dass die Renditen von Megabuyouts in dem Sample weniger stabil als die der kleineren Transaktikonen sind. Dies liegt daran, dass das Hauptrisiko von Megabuyouts aus dem Leverage-Effekt resultiert: etwa 70 % der Varianz der Rendite von Megabuyouts resultiert aus dem Leverage-Effekt, gegenüber 25 bis 40 % bei den kleineren, mittleren und größeren Buyouts.

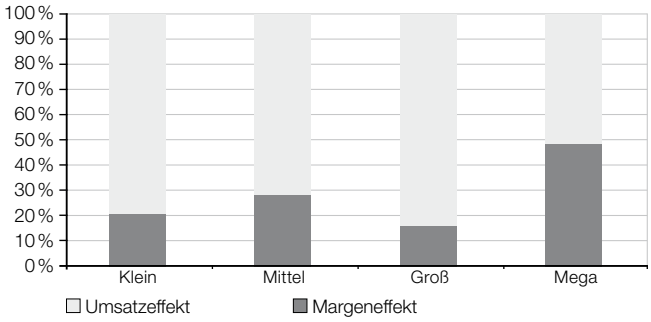
Fazit

Die Rolle der Werttreiber in den verschiedenen Größenkategorien erlaubt einige Schlussfolgerungen über die aktuellen Möglichkeiten von Fonds, Wert zu schaffen: Da der Leverage-Effekt derjenige Werttreiber ist, der am meisten vom aktuellen Marktumfeld abhängt, bedeutet dies, dass die Renditen bei Megabuyouts zu einem Teil auf die günstigen Marktbedingungen des letzten Jahrzehntes zurückzuführen sind. Gleichzeitig beinhaltet diese Tatsache auch ein Risiko, denn sie hat größere Variabilität der Renditen zur Folge und der Effekt kann negativ werden, wenn die Marktbedingungen sich verschlechtern, was während der Kreditkrise sichtbar wurde. Dagegen hängt der Erfolg von kleineren Transaktionen stärker von operativen Effekten und vom Multiple-

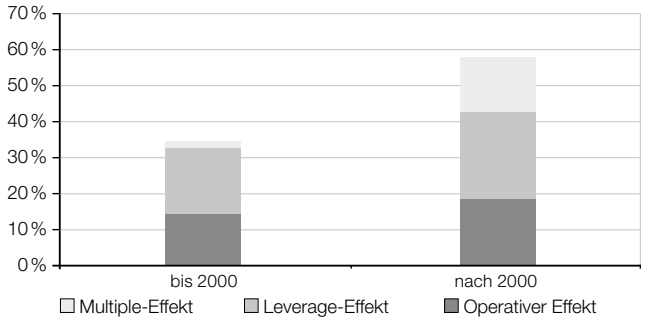
2 Aufteilung der Werttreiber nach Transaktionsgröße



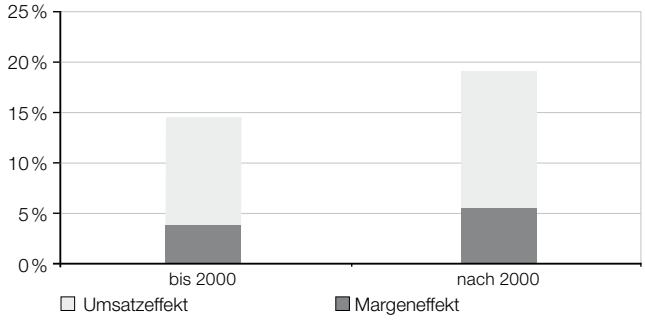
3 Aufteilung der operativen Performance nach Transaktionsgröße



4 Werttreibereffekte bis 2000 und danach



5 Der absolute Beitrag von Umsatzwachstum/ Margenverbesserung bis 2000 und danach



11. Handelsblatt Jahrestagung „Kapitalanlagestrategien für Versicherungen und andere institutionelle Investoren“, 6. und 7. Juli 2011, München

Welche Kapitalanlagestrategien sind im Umfeld niedriger Zinsen erfolgversprechend?

Diskutieren Sie mit Top-Referenten über die Neuausrichtung Ihrer Kapitalanlagestrategie:

Michael Busack,
Absolut Research/ Absolut Report

Guido Fürer,
Swiss Re

Arndt Gossmann,
DARAG

Dr. Stefan Hanekopf,
Öffentliche Versicherung Braunschweig

Dr. Volker G. Heinke,
VERSORGUNGSKASSEN KZVK/VKPB

Olaf Keese,
Sparkassen Pensionskasse

Prof. Dirk Lepelmeier,
Nordrheinische Ärzteversorgung

Jochen Menßen,
MÜNCHENER VEREIN

Hans-Jörg Naumer,
Allianz Global Investors

Michael Sattler,
Heidelberger Lebensversicherung

Dr. Moritz Weiß,
VEREINIGTE POSTVERSICHERUNG

Axel Wichmann,
Hannover Re

Hören Sie weitere Praxisberichte von:

- Dr. Wolfram Gerdes, **WGC Systematisch Investieren**
- Dr. Heinz Kasten, **Mercer Deutschland**
- Frank Nieresel, **Swiss Life Asset Management**
- Dr. Jan Schröder, LL. M., **Hogan Lovells**
- Dr. Christoph Schumacher, **Union Investment Institutional Property**
- Reinhard Stoer, **Deutsche Rück**
- Andreas Voß, **Generali Investments Deutschland**

Moderation:

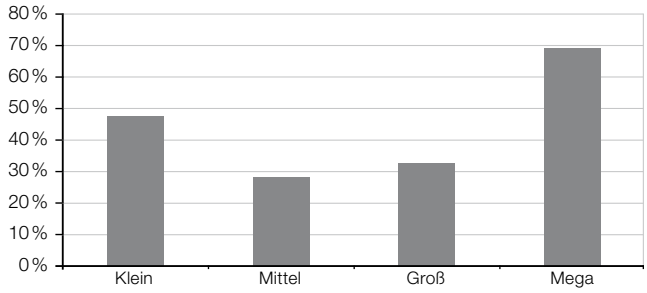
- Bastian Schmedding, **Bundesverband Alternative Investments**

Weitere Informationen im Internet:
http://vhb.handelsblatt.com/kapitalanlage
Merle Kruse, Info-Telefon: **02 11.96 86 – 34 53**

Konzeption und Organisation:
EUROFORUM
The Conference Company

Handelsblatt
Substanz entscheidet.

6 Varianz der Renditen nach Transaktionsgröße



Effekt ab. Beide hängen stärker von den Fähigkeiten der Fondsmanager ab:
Operative Verbesserungen hängen von der Fähigkeit ab, Wachstumsstrategien und Effizienzsteigerungsmaßnahmen zu implementieren. Ein höherer EBITDA-Multiple hängt zum einen von den Marktbedingungen ab, aber auch in starkem Maße von der Transformation und Professionalisierung der Portfoliounternehmen, welche idealerweise durch Fondsmanager begleitet und vorangetrieben werden.
Für institutionelle Investoren bedeutet dies zum einen, dass Private-Equity-Fondsmanager durchaus in der Lage sind, Renditen zu erwirtschaften, die in großem Maße direkt von den Fähigkeiten dieser Manager abhängen und sich nicht nur durch Marktveränderungen erklären. Aus der Natur der Sache folgt, dass diese Fähigkeiten unterschiedlich verteilt sind, und ein zentraler Punkt in der Due Diligence von Fondsmanagern ist es zu untersuchen, wie genau die Wertschöpfung bei den einzelnen Managern erfolgt.
Eine weitere Schlussfolgerung für Investoren liegt in der unterschiedlichen Gewichtung von markabhängigen und marktunabhängigen Faktoren je nach Marksegment: Die Megabuyouts hängen in größerem Maße von dem (zyklischen) Fremdkapitalmarkt ab als die mittleren und kleinen Buyouts. Bei der Investition in zyklischere Segmente ist es also notwendig die aktuelle Marktsituation einzuschätzen. Da wir gegenwärtig noch weit von den Überhitzungen der Jahre 2005 bis 2007 entfernt sind, sind demnach auch die aktuellen Aussichten für Megabuyouts eher positiv, da sie davon profitieren können, wenn die Kreditmärkte in Zukunft wieder aufnahmefähiger sind.

Fußnoten

1) Dabei ist es wichtig zu beachten, dass das Sample tendenziell nicht die „durchschnittlichen", sondern die erfolgreicheren Transaktionen und Private-Equity-Fonds berücksichtigt. Zum einen ist die Datenbank aus PPMs entstanden und nur die erfolgreicheren Fondsmanager werden überhaupt versuchen, einen neuen Fonds aufzusetzen, so dass die Track Records der weniger erfolgreichen Fondsmanager gar nicht erst in PPMs auftauchen werden.
Zum anderen berücksichtigen wir nur die realisierten Transaktionen, die meist höhere IRRs haben als die unrealisierten, welche häufig längere Haltedauern und niedrigere IRRs haben. Daher ist die durchschnittliche Bruttoperformance unserer 305 Transaktionen in Höhe von 44 % viel höher als diejenige eines durchschnittlichen Private-Equity-Fonds. Eine Analyse der durchschnittlichen Performance von Private-Equity-Fonds findet sich unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=473221.

Methodischer Anhang

Um zu verstehen, wie die Rendite eines gegebenen Private-Equity-Investments entsteht, ist es hilfreich die Performance in vier konzeptionell verschiedene Komponenten zu unterteilen. Ausgehend von einfachen Buchhaltungskennzahlen kann der Eigenkapitalwert eines Unternehmens in die folgenden vier Determinanten aufgeteilt werden: Umsatz, EBITDA-Marge, EBITDA-Multiple und Nettoverschuldung. Änderungen des Eigenkapitalwertes hängen demzufolge von Änderungen in mindestens einer der vier Komponenten ab:

Gesamtunternehmenswert = Eigenkapital + Nettoverschuldung

D.h.

Eigenkapital = Gesamtunternehmenswert – Nettoverschuldung

$$= \underbrace{\underbrace{\text{Umsatz} * \text{EBITDA-Marge}}_{\text{EBITDA}} * \text{EBITDA-Multiple}}_{\text{Gesamtunternehmenswert}} - \text{Nettoverschuldung}$$

Um die Veränderungen der Eigenkapitalwerte eines Unternehmens zwischen Investition und Exit zu bestimmen, nutzen wir die Wachstumsraten der vier Komponenten und des Eigenkapitals (abgekürzt CAGR = „compounded annual growth rate"). Dann beträgt die IRR der Transaktion gerade die CAGR des Eigenkapitals und setzt sich aus der Summe der CAGRs für die vier Komponenten zusammen:

IRR (Eigenkapital) = Effekt des Umsatzwachstums auf die IRR + Effekt der Margenverbesserung auf die IRR + Effekt der Multipleexpansion auf die IRR + Effekt des Leverage auf die IRR

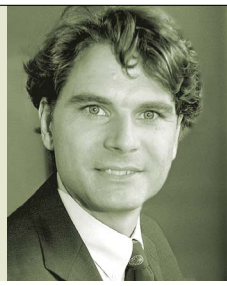
$$\text{Revenue effect: } \left[\frac{\ln(1+\text{CAGR (Revenue)})}{\ln(1+\text{CAGR (Equity)})}\right]$$

$$\text{Margin effect: } \left[\frac{\ln(1+\text{CAGR (EBITDA margin)})}{\ln(1+\text{CAGR (Equity)})}\right]$$

$$\text{Multiple effect: } \left[\frac{\ln\left[1+\text{CAGR}\left[\frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}}\right]\right]}{\ln(1+\text{CAGR (Equity)})}\right]$$

$$\text{Leverage effect: } \left[\frac{\ln\left[1+\text{CAGR}\left[\frac{\text{Equity}}{\text{EV}}\right]\right]}{\ln(1+\text{CAGR (Equity)})}\right]$$

Prof. Dr. Oliver Gottschalg
HEC School of Management
Paris
Head of Research, Peracs Ltd.
London



Dr. Bernd Kreuter
Head of Alternatives
Feri Institutional Advisors GmbH
Bad Homburg

Absolut|report 2|2011

INHALT 02|2011

17 | Kommentare
BERNHARD GOLIASCH, Signal Iduna Gruppe,
PIUS FRITSCHI, LGT Capital Partners

20 | Struktureller Wandel am Credit-Markt – Chancen und Risiken für institutionelle Investoren
DR. JOCHEN FELSENHEIMER, Assenagon

28 | Clean Energy und Infrastruktur – Opportunitäten für die strategische Asset Allocation
DAVID SCAYSBROOK, Capital Dynamics

36 | Dynamische ETF-Allokationsstrategien für risikokontrollierte Investments
DR. FELIX GOLTZ und LIN TANG, Edhec-Risk Institute

44 | Investments in Multimanager Private Real Estate Funds
CHRISTIAN RUMPF, Franklin Templeton Investment Management

52 | Die Master-KAG – Anforderungen institutioneller Investoren
CLEMENS SCHUERHOFF, Kommalpha

60 | Unternehmenskredite in Entwicklungs- und Schwellenländern als Investment-Alternative
STEPHAN BEISMANN und HARALD BAREIT, Kepler Capital Markets
EDDA SCHRÖDER und DR. STEFAN TILCH, ConCap Connective Capital

66 | Kompakt – Wertschöpfung bei Buyouts
PROF. DR. OLIVER GOTTSCHALG, HEC School of Management
und DR. BERND KREUTER, Feri Institutional Advisors

☐ **Ja, ich möchte diesen Absolut|report 2|2011 als Leseexemplar anfordern.**

Neuigkeiten zu unserem Absolut|report Abonnement. Nicht nur Sie als Hauptabonnent erhalten den Absolut|report, Absolut|performance sowie den personalisierten Online-Zugang, sondern zwei Kollegen beziehen die gleichen Leistungen wie Sie. Damit nicht genug:
Nennen Sie uns nochmal zwei Kollegen, für die wir den personalisierten Online-Zugang einrichten. Und das alles ohne zusätzliche Extra-Kosten. Interessiert? Wir senden Ihnen gerne unverbindlich Informationen zu unserem Kombi-Abo zu.

☐ **Ja, ich möchte mich über das Absolut|report Kombi-Abo informieren.**

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail (des Abonnenten für alle elektronischen Publikationen und Online-Zugang)

USt.-IdNr./VAT-ID (für Auslandsabonnements)

Bitte senden oder faxen an:
info@absolut-report.de, +49 (0)40 30 37 79-15
Absolut Research GmbH, Große Elbstr. 277a, 22767 Hamburg