

BVK Studie

**Zur Performance deutscher
Private Equity-Fonds 2007**

Bundesverband Deutscher
Kapitalbeteiligungsgesellschaften –
German Private Equity and
Venture Capital Association e. V. (BVK)
Reinhardtstraße 27c
10117 Berlin
Tel.: 0 30/30 69 82-0
Fax: 0 30/30 69 82-20
www.bvk-ev.de
bvk@bvk-ev.de

04.08.2008

Inhaltsverzeichnis

1	Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	2
2	Private Equity-Fonds als Anlageklasse	3
3	Methodologie der Studie.....	4
4	Ergebnisse.....	4
4.1	Renditen der besten Fonds	4
4.2	Performancevergleich deutscher und europäischer Private Equity-Fonds.....	5
4.3	Langfristige Renditen.....	7
4.4	Private Equity-Renditen bei unterschiedlichen Betrachtungszeiträumen	7
5	Begriffserläuterungen	10

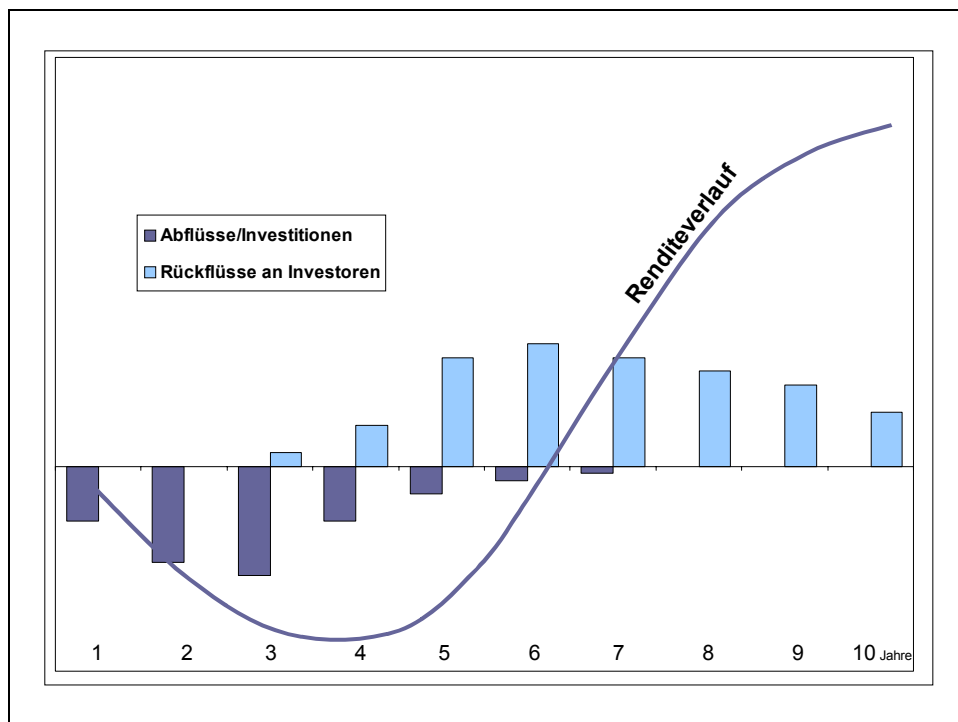
1 Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse

- Das beste Viertel (Top Quarter) der Fonds deutscher Beteiligungsgesellschaften erreichte eine IRR von 25,0 %, die Top-Quarter-Venture Capital-Fonds 16,9 %. Die beste Hälfte (Top Half) aller Fonds erreichte eine IRR von 20,0 %. Bei den Venture Capital-Fonds waren es 13,3 % und bei den Buy-out-Fonds 38,5 %. Um den Top Quarter-Fonds anzugehören, musste ein deutscher Fonds eine Rendite von mindestens 10,5 % erreichen.
- Bei den Top-Quarter-Fonds lagen die europäischen Private Equity-Fonds mit 23,5 % unter dem Wert der deutschen Fonds mit 25,0 %. Bei den Venture Capital-Fonds erreichten die europäischen Top-Fonds mit 14,9 % ebenfalls nicht die Renditen ihrer deutschen Pendanten von 16,9 %.
- Die langfristige Rendite (Net IRR since Inception) der deutschen Private Equity-Fonds erreichte 10,7 %. Im europäischen Durchschnitt beläuft sich die Rendite aller Private Equity-Fonds auf 11,8 %. Verglichen damit liegen die deutschen Werte für Private Equity nur knapp darunter.
- Bezogen auf die letzten 10 Jahre belaufen sich die langfristigen Renditen (Horizon IRR) der deutschen Fonds auf 4,9 % und bei 20 Jahren auf 10,4 %. Die 3-Jahresrendite für Private Equity insgesamt ist seit vier Jahren ansteigend und erreichte mit 9,3 % den höchsten Wert seit 2001. Zusammen mit der 5-Jahresrendite von 4,5 % reflektieren sie die wieder zunehmende Zahl erfolgreicher Exits.

2 Private Equity-Fonds als Anlageklasse

Private Equity bildet eine eigene Anlageklasse. Zusammen mit Hedgefonds, Infrastrukturfonds oder anderen Spezialfonds wird Private Equity zu den alternativen Anlageklassen gezählt. Daneben stehen etablierte, traditionelle Anlageklassen wie Aktien, Anleihen oder Rentenpapiere. Die verschiedenen Anlageklassen unterscheiden sich vor allem hinsichtlich ihrer Rendite-/Risikopotenziale, der ihnen zugrunde liegenden Vermögenswerte und ihrer Liquidität. Während etwa Aktien und Anleihepapiere über eine Börse innerhalb kurzer Zeit verkauft werden können, ist dies bei Private Equity-Fonds oder Hedgefonds nicht möglich. Diese Illiquidität ist ein Grund für den Risikoaufschlag dieser Anlagen und die höheren Renditeanforderungen an alternative Anlagen.

Private Equity-Fonds sind typischerweise eine sehr langfristige und illiquide Anlage. Die Laufzeit eines Fonds beträgt in der Regel 10 bis 12 Jahre und kann fallweise verlängert werden, wenn noch nicht alle Fonds-Beteiligungen veräußert werden konnten. Neben diesen laufzeitgebundenen Closed-End Funds existieren noch sogenannte Evergreen-Fonds ohne eine bestimmte Laufzeit. Private Equity-Anlagen können nicht wie andere Wertpapiere über einen Zweitmarkt oder eine Börse kurzfristig veräußert werden. Durch die lange Laufzeit und die mangelnde Liquidität zeigt sich der wahre Wert und damit die abschließende Rendite eines Fonds und seiner Beteiligungen erst bei vollständiger Realisierung, was die Bewertung und Performance-Messung erschwert.



Quelle: Eigene Darstellung

Das Renditepotenzial von Private Equity-Investitionen ist im Erfolgsfall überdurchschnittlich hoch. Allerdings steht diesem das Risiko eines Totalverlustes gegenüber, was durch eine fondstypische Risikostreuung zwar gemildert, aber nicht vollständig ausgeschlossen werden kann. Die Netto-Kapitalflüsse und damit auch die erzielte Rendite eines Private Equity-Fonds verlaufen in der so-

genannten J-Kurve. In den ersten Jahren erreichen die Fonds einen negativen Rendite- und Liquiditätsverlauf. Dieser ergibt sich aus dem negativen Saldo der Gründungskosten und Managementgebühren sowie den Kapitalabflüssen für erste Investitionen, denen noch keine Rückflüsse an die Fondsinvestoren gegenüberstehen. Erst wenn in den späteren Jahren Rückflüsse aus den Veräußerungen von Beteiligungen entstehen, überkompensieren diese die vorherigen Liquiditätsabflüsse und heben die Renditen im Erfolgsfall in den positiven Bereich. Die endgültige Rendite eines Fonds steht somit erst nach Ablauf seiner Laufzeit und Veräußerung aller Beteiligungen fest. Die Aussagen zur J-Kurve sind bei der Interpretation der folgenden Untersuchungsergebnisse, insbesondere hinsichtlich der Renditen einzelner Fonds, zu berücksichtigen.

3 Methodologie der Studie

Die vorliegende Studie basiert auf Daten, die von Thomson Reuters gesammelt, aufbereitet und ausgewertet wurden. Die Berechnungen erfolgten auf der Datenbasis von insgesamt 75 Private Equity-Fonds, darunter 62 Venture Capital-Fonds, 9 Buy-out-Fonds sowie drei Fonds, die als Generalisten keinen speziellen Investitionsschwerpunkt aufweisen und nicht separat berücksichtigt wurden. Der von der Untersuchung abgedeckte Zeitraum beginnt im Jahr 1986, als für den ersten deutschen Fonds Daten in der Thomson Reuters-Datenbank erfasst wurden.

Die in der Auswertung gemachten Angaben zu den Renditen (IRR = Internal Rate of Return) beziehen sich auf die den Fonds-Investoren zugeflossenen Nettorenditen unter vorheriger Berücksichtigung von Managementgebühren und Gewinnanteilen der Manager (Carried Interest). Alle Daten unterliegen regelmäßiger, auch nachträglicher, Aktualisierung und können sich deshalb im Zeitverlauf ändern. Die Analyse der langfristigen Rendite erfolgt in Form der Pooled IRR, ist also keine klassische statistische Durchschnittsberechnung. Vielmehr werden hierbei alle Cashflows der in der Untersuchungsgruppe erfassten Fonds zusammengefasst und als ein Fonds ausgewertet. Ausführliche Begriffserläuterungen erfolgen am Ende der Studie.

4 Ergebnisse

4.1 Renditen der besten Fonds

Die Fondsauswahl spielt bei Private Equity-Anlagen für die letztendlich erreichbare Rendite eine ausschlaggebende Rolle. Durch die Eigenschaften der Anlageklasse Private Equity ist die Bandbreite der von den Fonds in der Untersuchungsgruppe erzielten Renditen äußerst groß. Dies ist zum einen auf die unterschiedlichen Erfolge bereits abgeschlossener Fonds zurückzuführen. Zum anderen werden auch Fonds in der Analyse berücksichtigt, die sich noch in den frühen Phasen und damit am Anfang ihrer J-Kurve befinden, was wie einleitend beschrieben erheblichen Einfluss auf die Rendite hat. Die untersuchten Fonds erreichten bisher Renditen innerhalb einer Bandbreite von 124,6 % und -37,8 %.

Verteilung der Performance deutscher Private Equity-Fonds (Net IRR since Inception, Nettorendite in Prozent seit Auflage der Fonds per 31.12.2007)					
Fonds-Typ	Maximal	Oberes Quartil	Median	Unteres Quartil	Minimal
Venture Capital	124,6	5,0	-1,1	-10,6	-37,8
Buy-out	41,2	36,5	12,4	-5,8	-33,4
Private Equity gesamt	124,6	10,5	-0,5	-8,3	-37,8

Quelle: Thomson Reuters,
Oberes Quartil: Zu erreichende Mindestrendite, um zum besten Viertel aller Fonds zu gehören. Median: Zu erreichende Mindestrendite, um zur besten Hälfte aller Fonds zu gehören. Unteres Quartil: Zu erreichende Mindestrendite, um zu den besten drei Vierteln der Fonds zu gehören.

Um zum Top Quarter, also dem besten Viertel der deutschen Fonds zu gehören, musste ein Fonds eine Rendite von mindestens 10,5 % erreichen. Für Venture Capital-Fonds betrug diese Grenze 5,0 % und für Buy-out-Fonds 36,5 %. Die Pooled IRR der 19 Fonds, die das beste Viertels aller analysierten 75 deutschen Private Equity-Fonds darstellt, erreichte 25,0 %. Für die 16 Fonds des Venture Capital Top-Quartiers lag dieser Wert bei 16,9 %.

Performance deutscher Top-Quarter und Top-Half Private Equity-Fonds (Net IRR since Inception, Nettorendite in Prozent seit Auflage der Fonds per 31.12.2007)						
Fonds-Typ	Top-Quarter Fonds			Top-Half Fonds		
	Anzahl der Fonds	Pooled IRR	Oberes Quartil	Anzahl der Fonds	Pooled IRR	Median
Venture Capital	16	16,9	5,0	31	13,3	-1,1
Buy-out	-*	-*	36,5	5	38,5	12,4
Private Equity gesamt	19	25,0	10,5	38	20,0	-0,5

Quelle: Thomson Reuters; * Unzureichende Datenbasis.

Die beste Hälfte aller Fonds weist eine Pooled IRR von 20,0 % aus. Bei den Venture Capital-Fonds lag dieser Wert bei 13,3 % und bei Buy-out-Fonds bei 38,5 %. Die Grenze um zur erfolgreichsten Hälfte der Fonds zu gehören (Median), lag bei -0,5 %, was gleichzeitig bedeutet, dass die Mehrheit der analysierten Fonds bisher negative Renditen erzielte. Wie beim Top-Quartil liegt die Grenze für Venture Capital-Fonds mit -1,1 % unter dem Wert für Buy-out-Fonds mit 12,4 %.

4.2 Performancevergleich deutscher und europäischer Private Equity-Fonds

Verglichen mit den europäischen Zahlen zeigt die Performance der besten deutschen Fonds erfreulich positive Ergebnisse. Die Fonds deutscher Gesellschaften gehören zu den erfolgreichsten europäischen Fonds. Die Rendite aller europäischen Top-Quarter-Fonds erreichte 23,5 % und lag damit unter dem Vergleichswert der deutschen Fonds mit 25,0 %. Bei den Venture Capital-Fonds erreichten die europäischen Top-Quarter-Fonds mit 14,9 % ebenfalls nicht die Rendite ihrer deutschen Pendanten von 16,9 %. Das beste Viertel der europäischen Buy-out-Fonds erzielte 34,2 %. Für deutsche Buy-out-Fonds konnte aufgrund der geringen Zahl der Fonds in der Untersuchungsgruppe kein Top-Quarter-Wert ermittelt werden, allerdings erzielten alle deutsche Buy-out-Fonds mit 37,0 % eine höhere Vergleichsrendite.

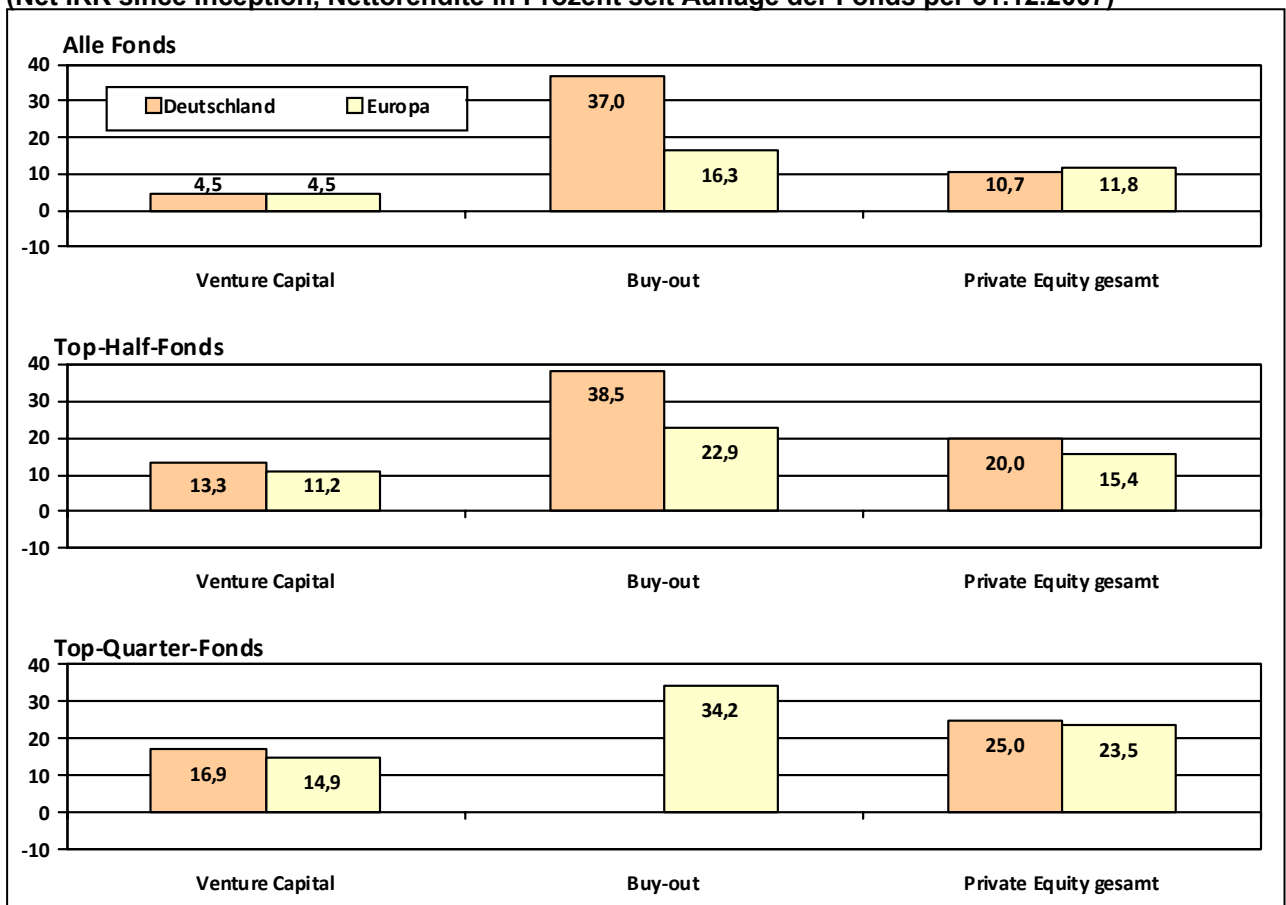
**Performance europäischer Private Equity-Fonds
(Net IRR since Inception, Nettorendite in Prozent seit Auflage der Fonds per 31.12.2007)**

Fonds-Typ	Pooled IRR	Top Quarter-Fonds		Top Half-Fonds	
		Pooled IRR	Oberes Quartil	Pooled IRR	Median
Venture Capital	4,5	14,9	5,0	11,2	-0,8
Buy-out	16,3	34,2	19,1	22,9	8,4
Generalisten	9,3	11,4	8,6	10,7	0,3
Private Equity gesamt	11,8	23,5	11,0	15,4	0,0

Quelle: Thomson Reuters/EVCA, Pan-European Survey of Performance 2008

Ähnliche Ergebnisse bringt ein Vergleich mit den Renditen der erfolgreichsten Hälfte der europäischen Fonds. Diese erreichten eine Rendite von 15,4 %. Bei den Venture Capital-Fonds waren es 11,2 % und bei den Buy-out-Fonds 22,9 %. Die Fonds deutscher Gesellschaften konnten auch hier bessere Ergebnisse vorweisen.

**Vergleich der Pooled IRR deutscher und europäischer Private Equity-Fonds
(Net IRR since Inception, Nettorendite in Prozent seit Auflage der Fonds per 31.12.2007)**



Quelle: Thomson Reuters/EVCA, Pan-European Survey of Performance 2008; Für deutsche Buy-out-Fonds konnte wegen der unzureichend großen Untersuchungsgruppe kein Wert ermittelt werden.

Die langfristige Rendite aller europäischer Private Equity-Fonds belief sich seit 1980 auf 11,8 %. Zu diesem Ergebnis trugen Buy-out-Fonds mit 16,3 % und Venture Capital-Fonds mit 4,5 % bei. Verglichen damit liegen die deutschen Private Equity-Fonds mit einer Rendite von 10,7 % nur knapp unter dem gesamteuropäischen Wert. Während deutsche Venture Capital-Fonds mit 4,5 % genau den europäischen Wert erreichten, liegen die deutschen Buy-out-Fonds mit 37,0 % deutlich über dem europäischen Vergleichswert von 16,3 %.

4.3 Langfristige Renditen

Zur Analyse der langfristigen Rendite in Form der Pooled IRR wird kein Durchschnitt berechnet, vielmehr werden alle Cashflows der in der Untersuchungsgruppe erfassten Fonds zusammengefasst und als ein Fonds ausgewertet. Die langfristige Rendite seit Auflage (Net IRR since Inception) der 75 Fonds deutscher Beteiligungsgesellschaften belief sich zum Jahresende 2007 auf 10,7 %. Zu diesem Ergebnis trugen Buy-out-Fonds mit 37,0 % und Venture Capital-Fonds mit 4,5 % bei.

Performance deutscher Private Equity-Fonds (Net IRR since Inception, Nettorendite seit Auflage der Fonds seit 1986 in Prozent)			
Fonds-Typ	Anzahl der Fonds	Pooled IRR 31.12.2007	Pooled IRR 31.12.2006
Venture Capital	62	4,5	8,3
Buy-out	9	37,0	37,4
Private Equity gesamt	75	10,7	11,6

Quelle: Thomson Reuters; Bei drei Fonds ist der Fonds-Typ unbekannt.

Gegenüber den Renditen zum Jahresende 2006 sind leichte Rückgänge zu verzeichnen. Ein Jahr zuvor wurde für alle Fonds eine Rendite von 11,6 %, für Venture Capital-Fonds von 8,3 % und für Buy-out-Fonds von 37,4 % ermittelt.

4.4 Private Equity-Renditen bei unterschiedlichen Betrachtungszeiträumen

Private Equity ist eine Anlageklasse mit langfristigem Investitionshorizont. Dies ergibt sich aus den branchenüblichen Fondslaufzeiten von 10 Jahren. Zudem sind die erwirtschafteten Renditen von Private Equity-Fonds, insbesondere bei kurzfristiger Betrachtungsweise, neben dem J-Kurven-Effekt auch starken Schwankungen aufgrund der unregelmäßig anfallenden Investitionen und Rückflüsse aus Beteiligungsverkäufen unterworfen. Den gravierendsten Einschnitt in die Private Equity-Renditen verursachten etwa das Ende der New Economy und die folgende Kapitalmarktkrise mit einem Einbruch der Unternehmensbewertungen nach dem Jahr 2001. Betroffen hiervon waren nicht nur junge und technologieorientierte Unternehmen und damit die in diesem Bereich aktiven Venture Capital-Gesellschaften. Durch den Einbruch der Aktienkurse auf breiter Front sanken auch die Bewertungen etablierter Unternehmen aus dem Mittelstand, die zu den klassischen Investitionszielen von Buy-out-Fonds zählen. Die Auswirkungen schlagen sich noch heute in den Performancezahlen nieder.

Diese Faktoren spiegeln sich in den Renditen der Private Equity-Fonds bei Berücksichtigung unterschiedlicher Zeithorizonte wider. Bei dreijährigem Betrachtungshorizont reflektieren die steigenden Renditen die positive Aktienmarktentwicklung, das zwischenzeitliche Aufleben der IPO-Aktivitäten sowie die optimistischere Stimmung strategischer Investoren im M&A-Markt. So ist die 3-Jahresrendite für Private Equity insgesamt seit vier Jahren ansteigend und erreichte mit 9,3 % den höchsten Wert seit 2001. Für Venture Capital-Fonds wurden 1,4 % und für Buy-out-Fonds sogar 28,2 % ermittelt. Ohne die negativen Auswirkungen der Kapitalmarktunsicherheiten im zweiten Halbjahr 2007 in Folge der US-Hypothekenkrise wären die Performancezahlen wahrscheinlich noch besser ausgefallen.

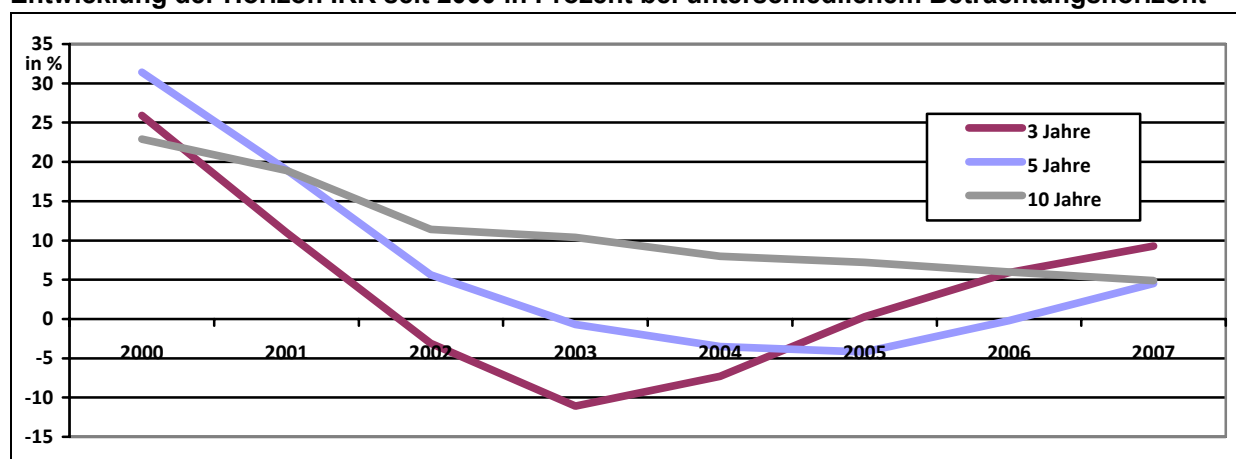
Bei einer Ausweitung des Betrachtungszeitraums sind in den Renditen allerdings verstärkt die problematischen Jahre 2001 bis 2004 abzulesen, als die Veräußerungsmöglichkeiten über die Börse oder den M&A-Markt deutlich eingeschränkt waren. So erreichten die Renditen der Fonds bei einem Zeithorizont von fünf Jahren ihre geringsten Werte. Während die Venture Capital-Rendite mit -1,0 % im negativen Bereich liegt, erreichten Buy-out-Fonds 17,0 %. Bei einem 10-jährigen Zeithorizont belaufen sich die langfristigen Renditen der deutschen Fonds auf 4,9 %, steigen aber bei Ausweitung des Untersuchungszeitraumes auf 20 Jahre auf 10,4 %.

Performance nach Private Equity-Fondstypen (Horizon IRR, Nettorendite in Prozent per 31.12.2007)				
Fonds-Typ	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	20 Jahre
Venture Capital	1,4	-1,0	-0,1	4,2
Buy-out	28,2	17,0	58,4	41,7
Private Equity gesamt	9,3	4,5	4,9	10,4

Quelle: Thomson Reuters

Vergleicht man die Entwicklung der Horizon IRR der deutschen Private Equity-Fonds in den letzten Jahren, ist der Einschnitt durch das Ende der New Economy insbesondere bei den 3- und 5-jährigen Renditen deutlich abzulesen. Die Hype-Renditen der Jahrtausendwende brachen praktisch ein, konnten sich jedoch in den letzten Jahren deutlich erholen.

Entwicklung der Horizon IRR seit 2000 in Prozent bei unterschiedlichem Betrachtungshorizont



Quelle: Thomson Reuters

Die Trendwende wurde eingeläutet, als die 3-Jahresrendite 2004 erstmals wieder Zuwächse verzeichnete und 2005 den 5-Jahreswert übertraf. Die kurz- und mittelfristige Performance der Fonds zeigt einen deutlichen Anstieg, dagegen befindet sich die 10-Jahresrendite immer noch in einem seit 2000 andauernden Abwärtstrend. Grund hierfür ist, dass die aktuell erzielten Renditen unter den von den Übertreibungen der New Economy geprägten Rekordrenditen zum Ende der 90er Jahre liegen, diese aber weiterhin maßgeblichen Einfluss auf den Verlauf der 10-Jahresrendite haben.

5 Begriffserläuterungen

- Private Equity:* Private Equity bezeichnet die Vergabe von Beteiligungsfinanzierungen in Form von Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Finanzierungsinstrumenten an nicht börsennotierte Unternehmen in allen Unternehmensphasen, d. h. Venture Capital und Buy-outs.
- Venture Capital:* Hierzu zählen Eigenkapitalfinanzierungen in den Bereichen Early stage- (Frühphasenfinanzierung: Seed und Start up) und Later stage (Expansion).
- Buy-out:* Buy-out bezeichnet Private Equity-Fonds, die Unternehmen mehrheitlich übernehmen.
- IRR:* Die Internal Rate of Return (IRR) bezeichnet die Nettorendite aus Private Equity-Anlagen abzüglich Management-Gebühren und Carried Interest, die den Fondsinvestoren (Limited Partners) zwischen Auflage des Fonds und einem bestimmten Stichtag zugeflossen ist. Die IRR wird auf Jahresbasis berechnet und berücksichtigt die monatlichen Cashflows eines Fonds, die den Investoren zufließen und die von den Investoren in den Fonds eingezahlt werden, sowie den Residual Value des Fonds, d.h. den geschätzten Nettovermögenswert der durch den Fonds noch gehaltenen Beteiligungen.
- Horizon IRR:* Die Horizon Internal Rate of Return berücksichtigt nur die Fondszu- und abflüsse innerhalb eines bestimmten Zeitraums bzw. -horizonts. Dabei wird das Nettovermögen des Fonds zu Beginn des betrachteten Zeitraumes als Kapitalabfluss und der Residual Value des Fonds als abschließender Kapitalzufluss behandelt.
- Pooled IRR:* Die Pooled Internal Rate of Return aggregiert alle Cashflows und Residual Values seit Auflage der zur Berechnung berücksichtigten Fonds in einem Pool und behandelt diesen als einen Fonds.
- Residual Value:* Der Residual Value eines Fonds umfasst den geschätzten Nettovermögenswert der vom Fonds noch gehaltenen Beteiligungen unter Berücksichtigung von Gebühren und Carried Interest.
- Oberes Quartil:* Mindestrendite, die ein Fonds erreichen muss, um zum besten Viertel aller untersuchten Fonds zu gehören.
- Median:* Mindestrendite, die ein Fonds erreichen muss, um zur besten Hälfte aller untersuchten Fonds zu gehören.
- Unteres Quartil:* Mindestrendite, die ein Fonds erreichen muss, um zu den besten drei Vierteln der untersuchten Fonds zu gehören.