Wertschöpfung in Private Equity

Von Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, CEFS; Dr. Katharina Lichtner und Dr. Christian Diller, Capital Dynamics

Die letzten 18 Monate zeichnen sich durch eine der größten Krisen auf den Finanzmärkten aus, die auch zu einschneidenden Veränderungen im Bankensektor geführt hat. Die Vergabe von Krediten hat sich dadurch drastisch verringert – während Private Equity im Frühjahr 2007 noch unbegrenzt Fremdkapital zur Verfügung stand, so hat sich das Volumen weltweit in kurzer Zeit um zwei Drittel verringert. Diese Entwicklung stellt das Geschäftsmodell von Private Equity in Frage und wirft einige entscheidende Fragen auf:

- Wie stark ist die Wertschöpfung durch die operative Verbesserung geprägt, welchen Anteil hat das eingesetzte Fremdkapital?
- Wie wurde Wert in der Vergangenheit geschaffen?
- Wie kann Wert im nächsten Zyklus geschaffen werden?

Um diese Fragen zu beantworten, hat Capital Dynamics in Zusammenarbeit mit Frau Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner und ihrem Team vom Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München eine der detailliertesten Studien in diesem Bereich durchgeführt. Die Studie basiert auf einem umfangreichen Datensatz von Private Equity-Transaktionen und bietet einen guten Einblick in die Wertschöpfung der letzten 20 Jahre. Hierzu wurde die gängige Methodologie zur Analyse der Wertschöpfung weiterentwickelt.

Die Ergebnisse zeichnen ein positives Bild für Private Equity: Zwei Drittel der Wertsteigerung werden durch operative Verbesserungen im Portfolio-Unternehmen und durch eine positive Veränderung der Bewertungsmultiples generiert. Der Leverage-Effekt, d.h. die Erhöhung der Eigenkapitalrendite durch den Einsatz von Fremdkapital, trägt nur zu einem Drittel zur Wertschöpfung bei. Außerdem zeigt die Studie, dass die operative Wertsteigerung bei Private Equity-finanzierten Unternehmen über der von öffentlichen Vergleichsunternehmen liegt.

Für die vorliegende Studie wurden 241 Transaktionen aus den Jahren 1989 bis 2006 untersucht[1]. Auch hinsichtlich Transaktionsgröße mit Unternehmenswerten von EUR 1 Million bis EUR 4,3 Milliarden wird ein breites Spektrum abgedeckt. 85% der Transaktionen wurden in Europa getätigt. Für alle Unternehmen standen die Wertschöpfungs- sowie die Cash Flow-Parameter (Gesamtunternehmens- und Eigenkapitalwert, Umsatz, EBITDA, Nettoverschuldung zum Einstieg und Ausstieg des Investments sowie Interim Cash Flows[2] zu Verfügung. Deshalb kann in dieser Studie im Gegensatz zu früheren Studien der Fremdkapital-Effekt (Leverage-

1 Dem CEFS wurden im Rahmen dieses Forschungsprojekts vollständig anonymisierte Daten zur Verfügung gestellt, die Capital Dynamics im Rahmen der Due Diligence von Private Equity-Managern anfordert.
2 Cash Flows auf Ebene der Private Equity-Manager, die zwischen Einstiegs- und Ausstiegszeitpunkt angefallen sind

Effekt) herausgearbeitet werden, um das finanzielle Risiko eines Unternehmens zu quantifizieren. Weiterhin wird die operative Komponente in Umsatzwachstum und Verbesserung der operativen Marge zerlegt, wodurch sich ein detailliertes Bild der Wertsteigerung ergibt.

Die untenstehende Abbildung 1 zeigt, dass über den gesamten Datensatz eine Wertsteigerung von 2,72x erzielt wurde, aber lediglich 0,89x auf den Leverage-Effekt, d.h. die Verwendung von Fremdkapital, zurückzuführen sind. Weitere 0,88x entfallen auf EBITDA-Wachstum. Der zweite operative Faktor, der Free Cash Flow-Effekt[3], steuert weitere 0,42x bei, während die positive Entwicklung der Bewertungsmultiples 0,47x ausmacht. Die Kombinationskomponenten[4] fallen insgesamt kaum ins Gewicht. Das EBITDA-Wachstum kann dann noch genauer analysiert werden: Der größte Teil, nämlich fast 80%, basiert auf Umsatzwachstum, wohingegen lediglich 20% auf die Verbesserung der Marge zurückzuführen sind.

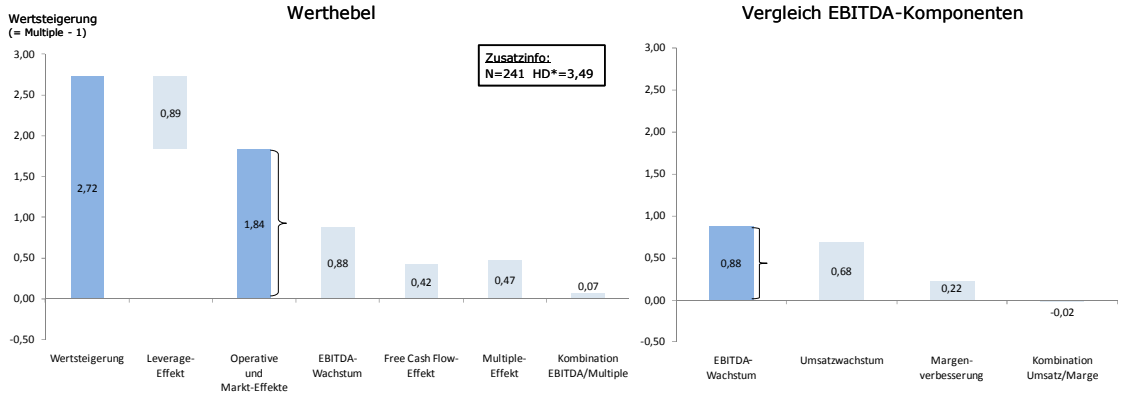

Abb. 1: Wertschöpfung von Private Equity

Dies belegt, dass der Leverage zu einem weit geringeren Anteil für die Wertschöpfung verantwortlich ist, als allgemein angenommen, und dass die Wertsteigerung ohne den Leverage-Effekt über eine durchschnittliche Haltedauer von 3,5 Jahren mit 1,84x beachtlich ist. Private Equity kann also auch ohne den Wertbeitrag des Leverage-Effekts signifikante Wertsteigerung erreichen.

In einem zweiten Schritt wurde untersucht, wie sich die Wertschöpfung in Private Equity-Transaktionen über den Untersuchungszeitraum verändert hat. m Zeitraum 2001 bis 2006 lag der Anteil der Wertschöpfung, der sich auf die Verwendung von Fremdkapital zurückführen lässt, um 8% höher als im Zeitraum 1989 bis 2000 (Abb. 2). Dagegen hat die Bedeutung des EBITDA-Wachstums in diesem Zeitraum um 16% abgenommen. Generell wurde das EBITDA-Wachstum in beiden Perioden hauptsächlich durch Umsatzwachstum getrieben, wobei der relative Anteil der Verbesserung der EBITDA-Marge für den Zeitraum 2001 bis 2006 deutlich um 11% abnahm.

3 Cash Flows, die während der Haltedauer eines Investments auf der Unternehmensebene generiert werden
4 Die Kombinationskomponenten sind Korrekturfaktoren, um die kombinierten Effekte von EBITDA und Multiple auf die gesamte Wertsteigerung bzw. Umsatz und Marge auf das EBITDA-Wachstum darzustellen.

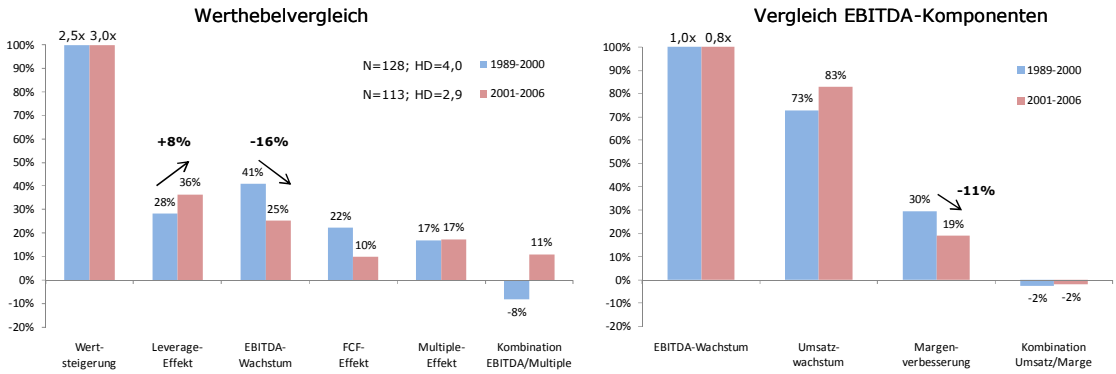

Abb. 2: Wertschöpfung in Private Equity-Transaktionen 1989-2000 und 2001-2006

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass Private Equity-finanzierte Unternehmen die größere Liquidität der Fremdkapitalmärkte seit 2001 genutzt haben, um den höheren Fremdkapitalanteil unter anderem zur Steigerung des Umsatzes einzusetzen und so Mehrwert zu schaffen.

Ein noch deutlicheres Bild ergibt die Analyse der Transaktionen aus den letzten beiden Rezessionen, definiert als Transaktionen, die in den Jahren 1991 bis 1993 bzw. 2001 bis 2003 abgeschlossen wurden. Abbildung 3 zeigt, dass diese Transaktionen durchschnittlich eine um 0,3x höhere Wertsteigerung erzielt haben und EBITDA-Wachstum fast ausschließlich durch Umsatzwachstum generiert wurde.

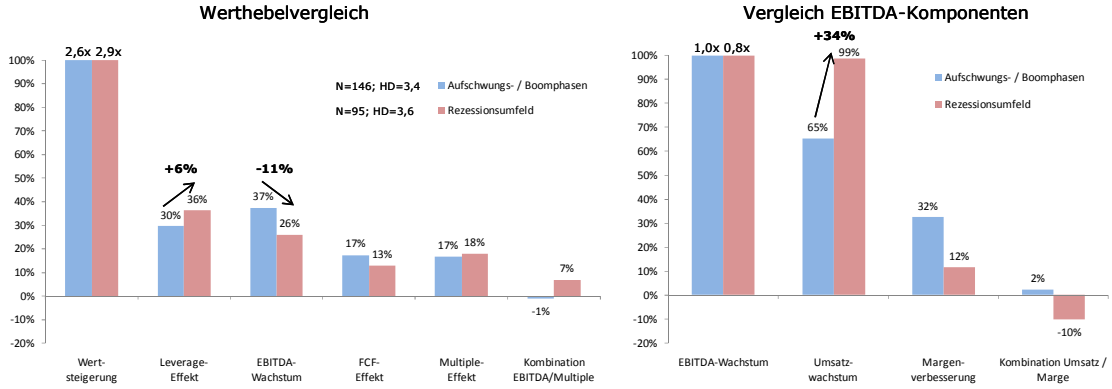

Abb. 3: Wertschöpfung im Rezessionsumfeld i. Vgl. zu Aufschwungs-/Boomphasen

Zusätzlich wurde eine vergleichende Werttreiberanalyse für unterschiedliche Unternehmensgrößen durchgeführt. Sie zeigt, dass, bei gleicher Gesamtwertsteigerung, der Leverage-Effekt eine etwas größere Bedeutung bei Transaktionen größer EUR 100 Mio. hat. Außerdem wird hier das EBITDA-Wachstum viel stärker durch Margenverbesserung getrieben als bei Transaktionen kleiner EUR 100 Mio.

Abschließend wurde die Fragestellung untersucht, ob bei Private Equity-finanzierten Unternehmen ein Mehrwert im Vergleich zu öffentlich finanzierten Unternehmen geschaffen wird.

Zudem wurde analysiert, ob – entgegen der öffentlichen Wahrnehmung – dieser Mehrwert auch Bestand hat, wenn der Leverage-Effekt außer Acht gelassen wird.

Um diese Fragen beantworten zu können, wurde für jedes der 241 Transaktionen ein öffentliches Vergleichsunternehmen aus derselben geographischen Region und Industrie in vergleichbarer Größe identifiziert. Danach wurde für beide Datensätze der fremdkapitalfreie oder ‚unlevered' IRR ermittelt um aus der Differenz das operative Private Equity-Alpha zu errechnen. Abb. 4 zeigt ein positives Private Equity-Alpha von 6%. Durch den höheren Leverage-Anteil bei Private Equity-Transaktionen im Vergleich zu den öffentlichen Vergleichsunternehmen, ist der Unterschied auf Basis der Gesamtrendite mit 21% noch signifikanter.

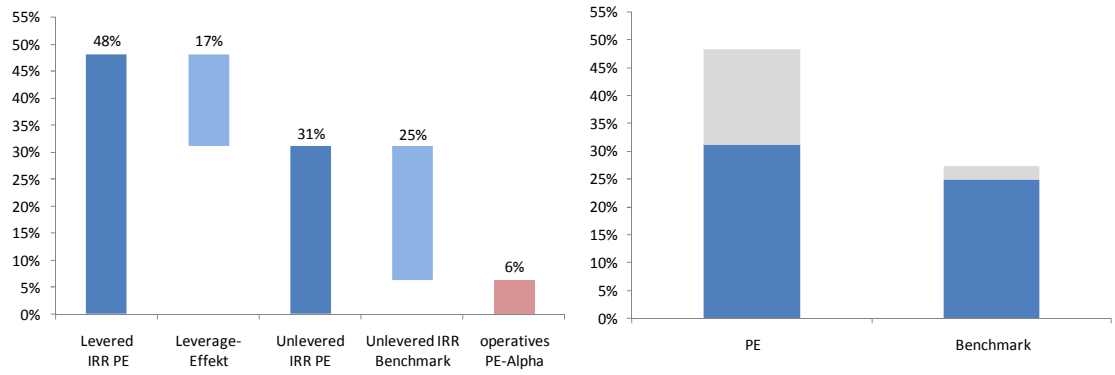

Abb. 4: Analyse des operativen PE-Alpha

Zusammenfassend konnte durch die vorliegende Studie gezeigt werden, dass sich in dem untersuchten Datensatz die Wertschöpfung in Private Equity-Transaktionen zu einem großen Teil auf operative und Markt-Effekte stützt und Private Equity somit ein signifikantes operatives Alpha erzielt. Insgesamt wurden zwei Drittel des Wertes durch operative Verbesserungen erreicht, die wiederum zu einem großen Teil durch Umsatzsteigerung und nicht durch Verbesserung der Marge generiert wurden. Ferner zeigt die Studie, das Unternehmen, die in Krisenzeiten gekauft wurden, überdurchschnittliche Renditen erzielen. Bei größeren Transaktionen sind die Verbesserung der EBITDA-Marge und der Einsatz von Leverage von größerer Bedeutung.

Mit Hilfe der vorliegenden Studie konnte ein wesentlich detaillierteres Bild über die Wertschöpfung in Private Equity erarbeitet werden. Dies sollte als Grundlage für eine differenziertere Diskussion über Private Equity dienen. Aus Sicht von Capital Dynamics stellt die Studie einen wichtigen Schritt dar, da sie die Grundlage schafft, die Wertschöpfung von Private Equity im Prozess der Auswahl von möglichen Investitionsopportunitäten zu verbessern und vergleichbar zu machen. Bis jetzt war eine Vergleichbarkeit nur auf Ebene IRR und Multiple möglich. Damit lassen sich allerdings keine Rückschlüsse auf zukünftige Performance machen. Ein differenziertes Verständnis des Wertschöpfungsansatzes eines Private Equity Managers und eine Vergleichbarkeit des geschaffenen Wertes ermöglichen eine fundierte Meinungsbildung darüber, inwieweit eine gewählte Strategie auch in Zukunft Erfolg verspricht.

Für weitere Fragen wenden Sie sich bitte an

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

CEFS
Arcisstr. 21
D-80331 München
Deutschland

Telefon: +49 289 25181

Fax : +49 289 25188
Email : Ann-Kristin.Achleitner@wi.tum.de

Dr. Katharina Lichtner, Managing Director
Head of Research
Capital Dynamics
Bahnhofstrasse 22
CH-6301 Zug
Schweiz

Telefon: +41 41 748 8402
Mobil: +41 76 314 8402
Fax: +41 41 748 8444
Email: klichtner@capdyn.com

Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) an der Technischen Universität München

Das Center for Entrepreneurial and Financial Studies beschäftigt sich schwerpunktmäßig mit Fragen der Unternehmensfinanzierung auf nicht organisierten Kapitalmärkten. Nachfrageseitig stehen dabei vor allem mittelständische und junge, innovative Unternehmen im Vordergrund, angebotsseitig wird die Bereitstellung von Fremd- und Risikokapital durch Banken und institutionelle Investoren untersucht.
Ziel des CEFS ist es, Fragestellungen aus der Praxis aufzugreifen und im Dialog mit Praktikern wissenschaftlich fundierte Lösungsansätze zu erarbeiten. Das CEFS erfährt breite Unterstützung durch ein international besetztes Netzwerk von Wissenschaftlern und Vertretern der unternehmerischen Praxis.

www.cefs.de

Capital Dynamics im Überblick

Capital Dynamics ist ein weltweit führender, ausschließlich auf Private Equity-Investitionen spezialisierter unabhängiger Vermögensmanager. Capital Dynamics bietet institutionellen Investoren und Family Offices die ganze Bandbreite an Private Equity-Dienstleistungen: traditionelle Dachfonds, Beteiligungen an ausgewählten Co-Investments führender Private Equity-Häuser, Beratungs- und Asset-Management-Mandate sowie strukturierte Produkte. Mit fast 20 Jahren Erfahrung betreut Capital Dynamics über 20 Milliarden US-Dollar an Kundengeldern, die auf Fonds von führenden Private Equity-Managern verteilt sind. Capital Dynamics mit Hauptsitz in Zug (Schweiz) und Niederlassungen in New York, Silicon Valley, London, Birmingham, München und Hongkong ist in allen wichtigen Finanzmärkten aktiv. Zum Kundenkreis gehören einige der weltweit größten Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds.

www.capdyn.com

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner ist seit 2001 Inhaberin des KfW-Stiftungslehrstuhls für Entrepreneurial Finance und Wissenschaftliche Co-Direktorin des Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) an der Technischen Universität München. Ihr zentrales Forschungsinteresse liegt in den Bereichen Venture Capital, Private Equity und Social Entrepreneurship. Sie ist Mitautor des Expertengutachten zum Private-Equity-Gesetz für das Bundesministerium der Finanzen und beitragender Autor für "The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008" im Rahmen des World Economic Forum 2008. Für ihre Leistungen in Forschung und Lehre erhielt Frau Prof. Dr. Dr. Achleitner mehrere Preise und Auszeichnungen, darunter auch den Verdienstorden der Bundesrepublik Deutschland.

Dr. Katharina Lichtner ist Managing Director und Mitgründerin von Capital Dynamics und leitet die Research-Abteilung bei Capital Dynamics. Frau Dr. Lichtner war verantwortlich für die Entwicklung und Einführung der Investitionsprozesse bei Capital Dynamics. Sie ist Mitglied des Verwaltungsrates und des Executive Komitees von Capital Dynamics. Ausserdem ist Frau Dr. Lichtner im Vorstand der IPEV (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines), wo sie neben anderen die EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association) vertritt. Vor ihrer Tätigkeit bei Capital Dynamics war Frau Dr. Lichtner Consultant bei McKinsey & Company. Von 1992 bis 1996 arbeitete sie in einer Research-Position beim Basel Institute for Immunology. Frau Dr. Lichtner promovierte in Immunologie und hält einen Master of Science in Molekularbiologie und Biochemie vom Biocenter Basel.

Dr. Christian Diller ist Director bei Capital Dynamics und leitet die Solutions Division, zu der das Portfolio & Risk Management und Structuring gehören. Vor seiner Tätigkeit bei Capital Dynamics war er wissenschaftlicher Mitarbeiter an der TU München. Dabei sammelte Herr Diller wichtige Erfahrungen im Rahmen zahlreicher Researchprojekte für Unternehmen wie Standard & Poor's und die EVCA. Herr Diller hat auch im Asset Management der Allianz Group und der HypoVereinsbank AG gearbeitet. Christian Diller hält den Doktortitel der TU München, wo er seine Doktorarbeit über das Rendite-Risiko-Profil von Private Equity-Fonds geschrieben hat.