

In welchen Bereichen von Private Equity sollten Sie jetzt investieren?

September 2018

Wenn die Kapitalbeschaffung durch Private Equity steigt, deutet das häufig auf sinkende Renditen hin und umgekehrt. Unser firmeneigener Schroder Adveq Fund Raising Indikator quantifiziert dieses Verhältnis und zeigt gegenwärtig ein geteiltes Bild für den Private Equity Markt. Das lässt darauf schließen, dass die Anleger gut daran täten, Exits in den Märkten für große Buyouts, Late-Stage-Venture-/Wachstumskapital und den chinesischen Renminbi-denominierten Märkten zu priorisieren. Für Neuinvestitionen sind die Bedingungen in den Märkten für kleine/mittlere Buyouts, Venture-Frühphasenfinanzierungen und Investitionen bestimmten Schwellenländern günstiger.

Die Anleger haben in den vergangenen Jahren verstärkt in Private Equity investiert aufgrund beeindruckender Renditen, niedriger Volatilität und attraktivem Diversifikationspotenzial. Hierdurch erreicht die Kapitalbeschaffung im Jahr 2017 neue Höchstwerte: Der Betrag stieg gegenüber dem Vorjahr um über 40 % und der vorherige Rekord wurde damit gebrochen. Auch in vielen Einzelkategorien wurden neue Rekorde erzielt (Abbildung 1).

Abbildung 1: Rekordniveaus bei der Kapitalbeschaffung im Bereich Private Equity

Rekord	Fonds	Größe	Jahr
Größter Gesamtbetrag der Branche*	k. A.	753 Mrd. USD	2017
Größter Fonds	SoftBank Vision	100 Mrd. USD	2017
Größter erstmals aufgelegter Fonds	SoftBank Vision	100 Mrd. USD	2017
Größter Buyout-Fonds	Apollo IX	24,7 Mrd. USD	2017
Größter europäischer Buyout-Fonds	CVC VII	17,9 Mrd. EUR	2017
Größter asiatischer Buyout-Fonds	KKR Asia III	9,3 Mrd. USD	2017
Größter Risiko-/Wachstumskapitalfonds	NEA 16	3,3 Mrd. USD	2017
Größter US-Wachstumskapitalfonds	TPG Growth IV	3,7 Mrd. USD	2017

* Kapitalbeschaffungsdaten von Preqin und Zero2IPO kombiniert. Einschließlich chinesische Renminbi (RMB)-Fonds und 50 % des SoftBank Vision Fund (unter der Annahme, dass 50 % in Aktienmärkte investiert sind) Quelle: Preqin, Pitchbook, Zero2IPO, Schroder Adveq, 2018

Die Bewertungen börsennotierter Unternehmen – insbesondere in den USA – haben bereits sehr hohe Niveaus erreicht. Durch den Zufluss von privatem Kapital sind die Akquisitionsmultiplikatoren zumindest in bestimmten Segmenten mittlerweile ausgereizt. In den Märkten für große Buyouts sowohl in den USA als

Nils Rode
CIO, Schroder
Adveq



Duncan Lamont
Leiter Research
und Analyse bei
Schroders

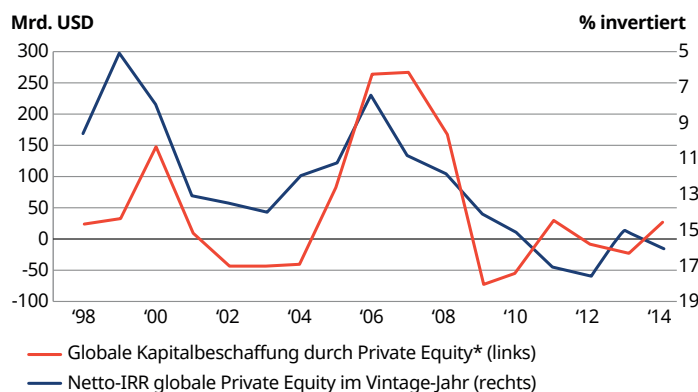


auch in Europa haben die Einstiegsbewertungen (gemessen an Unternehmenswert/EBITDA) im vergangenen Jahr neue Höchststände erreicht. Das schürte Befürchtungen vor einer Überhitzung des Markts. Immer mehr Anleger fragen sich, was dies für ihre bestehenden Private-Equity-Strategien und Investitionen bedeutet.

Frühindikator für zukünftige Renditen

Intuitiv ist es einleuchtend, dass die Kapitalbeschaffungsvolumina und die zukünftige Wertentwicklung zusammenhängen können. Steigerungen bei der Kapitalbeschaffung führen zu mehr Dry-Powder, verschärftem Wettbewerb um Deal-Flow, höheren Kaufpreisen und in der Folge geringeren Renditen. Auch das Gegenteil trifft zu, wenn Phasen mit geringerer Kapitalbeschaffung erwarten lassen, dass das Umfeld für die Wertentwicklung günstiger wird. Natürlich spielen auch andere Faktoren eine Rolle, nicht zuletzt das allgemeine Wirtschafts- und Finanzmarktumfeld. Wie in Abbildung 2 zu sehen, waren die Beziehungen im Laufe der Zeit jedoch ziemlich konsistent.

Abbildung 2: Höhere Kapitalbeschaffung führt zu niedrigeren zukünftigen Renditen



Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Maßstab für zukünftige Ergebnisse und lässt sich möglicherweise nicht wiederholen.

* Kapitalbeschaffungsbetrag ist trend- und inflationsbereinigt.
Quelle: Preqin, Schroder Adveq, 2018

Die letzten beiden großen Booms bei der Kapitalbeschaffung erfolgten in den frühen 2000er-Jahren und im Zeitraum von 2006–2007. In beiden Fällen folgten Phasen mit rückläufigen Renditen. Es dürfte kein Zufall sein, dass diese auch mit Marktspitzen zusammenfielen, da der Enthusiasmus für Private Equity und die allgemeinere Risikobereitschaft offensichtlich zusammenhängen.

Um diese Beziehung so formalisieren und quantifizieren zu können, dass sie zur Unterstützung bei Investitionsentscheidungen herangezogen werden kann, haben wir ein unternehmenseigenes Instrument entwickelt: den Schroder Adveq Fund Raising Indikator (Schroder Adveq FRI). Er korreliert negativ mit den Vintage-Jahr-Renditen (Korrelationskoeffizient von -0,4) und ist ein Frühindikator für die langfristige Wertentwicklung (5 bis 10 Jahre). Eine hohe Zahl steht generell mit verhaltenen zukünftigen Renditen in Verbindung, eine niedrige Zahl hingegen mit höheren Renditen. Die Berechnung erfolgt, indem die zyklische Kapitalbeschaffung mit dem längerfristigen inflationsbereinigten Trend in Beziehung gesetzt wird. Dieser wird unter der Annahme eines konstanten jährlichen Wachstums anhand robuster Regressionstechniken ermittelt. Dabei wird das Ausmaß der zyklischen Über- oder Unterschreitungen bei der Kapitalbeschaffung so normalisiert, dass Vergleiche zwischen Regionen und Sektoren möglich werden. So kann man sehen, in welchen Bereichen des Markts höhere Renditen erzielt werden können und in welchen Vorsicht geboten ist.

Er sollte allerdings nicht isoliert betrachtet und herangezogen werden. Zwar kommen zur Schätzung des langfristigen Trends robuste Regressionstechniken zum Einsatz, jedoch untermauern aufgrund von Datenbeschränkungen nur relativ wenige Datenpunkte die Analyse, und die Parameter der Regressionsanalyse können sich ändern, wenn neue Daten zur Verfügung stehen. Ferner kann sich die Annahme eines konstanten jährlichen Wachstums als unrealistisch erweisen, insbesondere in reifenden oder sehr unreifen Märkten. Außerdem können die unterliegenden Daten unvollständig sein und Verzerrungen (beispielsweise einem Survivorship Bias) unterliegen. Der Indikator kann darüber hinaus bei Teilstrategien mit weniger Kapital weniger zuverlässig sein als für den Gesamtmarkt. Auch externe Faktoren sind zu berücksichtigen.

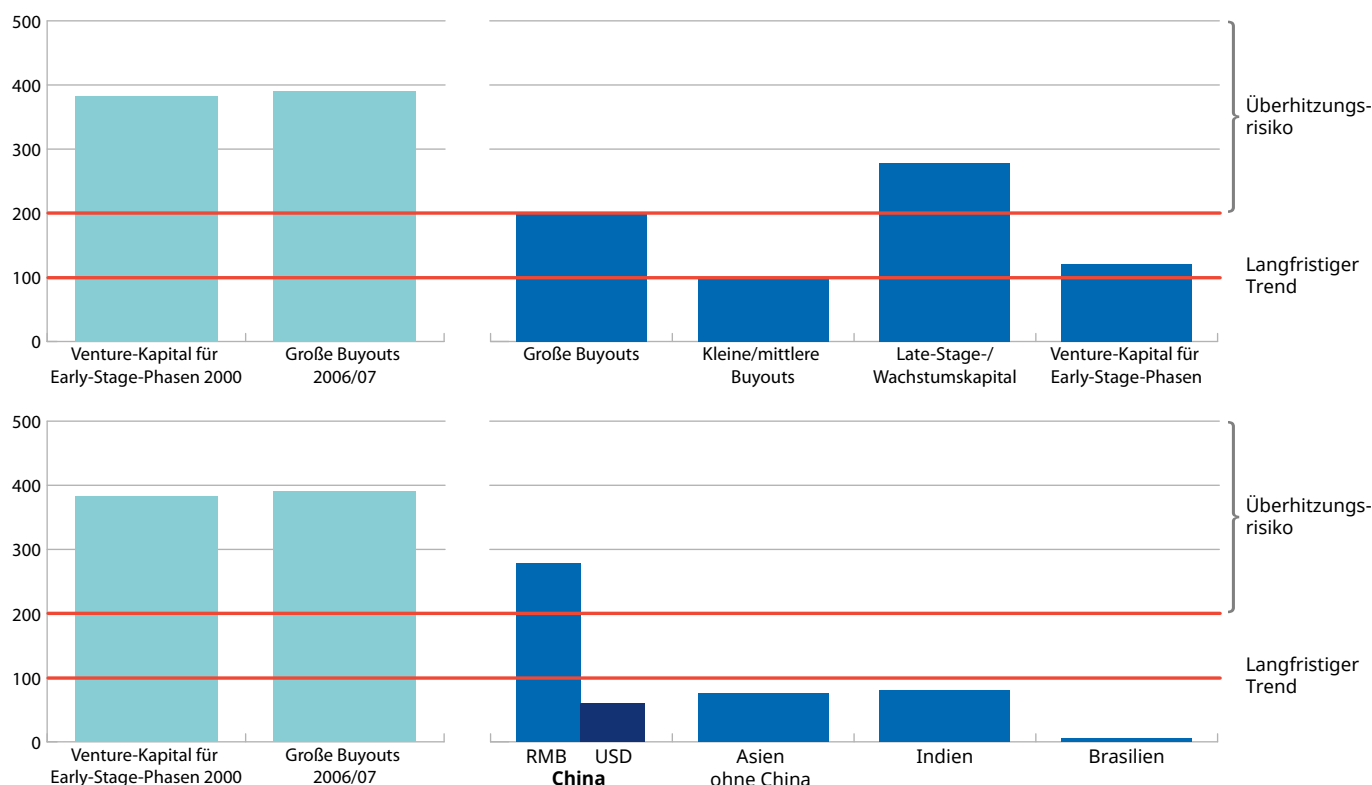
Trotz dieser Vorbehalte erlauben die intuitiven zugrunde liegenden Prinzipien für die Beziehung zwischen Kapitalbeschaffung und künftigen Renditen ein gewisses Vertrauen in die Prognosefähigkeit des Schroder Adveq FRI.

Wo ist eine Anlage ratsam und wo eher Vorsicht angebracht?

In Abbildung 3 unten lässt sich das aktuelle Niveau des Schroder Adveq FRI in einer Reihe von Märkten (dunkelblaue Säulen) ablesen. Die Höchststände der Jahre 2000 und 2006–2007 sind zu Vergleichszwecken dargestellt (hellblaue Säulen). Darüber hinaus ist die zugrunde liegende Analyse des Kapitalbeschaffungstrends für einige dieser Märkte in Abbildung 4 auf der nächsten Seite abgebildet. Zusammenfassend stellt der Schroder Adveq FRI heraus, dass die Private-Equity-Branche derzeit ein geteiltes Bild zeigt mit Segmenten, bei denen ein Überhitzungsrisiko besteht und bei denen Exits priorisiert werden sollten, und ähnlichen, weniger überlaufenen Segmenten, bei denen neue Engagements vielversprechender erscheinen.

Auf dem Buyout-Markt bestätigt das aktuelle Niveau des Schroder Adveq FRI, dass die Überhitzungsorgen auf dem Markt für große Buyouts gerechtfertigt sind, auch wenn die Situation weniger angespannt ist als vor der Finanzkrise. Im Gegensatz dazu war die Kapitalbeschaffung im Markt für kleine/mittlere Buyouts im Laufe der Zeit relativ stabil. Diese Stabilität ist strukturell untermauert. Etabliertere Buyout-Manager für kleine/mittlere Buyouts tendieren dazu, im Laufe der Zeit zu größeren Fonds und in der Folge hin zu größeren Buyouts zu migrieren. Ihr Austritt aus diesem Segment und ihr Ersatz durch neuere Manager (die in der Regel kleinere Fonds verwalten) dient als natürlicher Stabilisator der Kapitalbeschaffungsvolumina im kleinen/mittleren Segment.

Abbildung 3: Schroder Adveq FRI

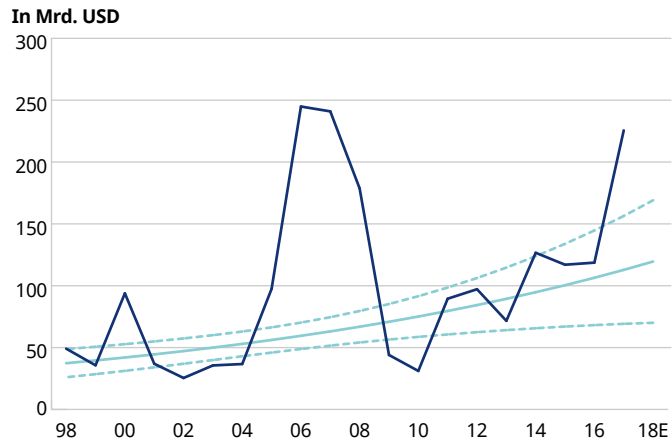


Late-Stage-/Wachstumskapital umfasst 50 % des SoftBank Vision Fund und Investitionstätigkeiten aus nicht traditionellen Kapitalquellen (beispielsweise Unternehmensinvestoren).
Quelle: Preqin, Pitchbook, Zero2IPO, Schroder Adveq 2018

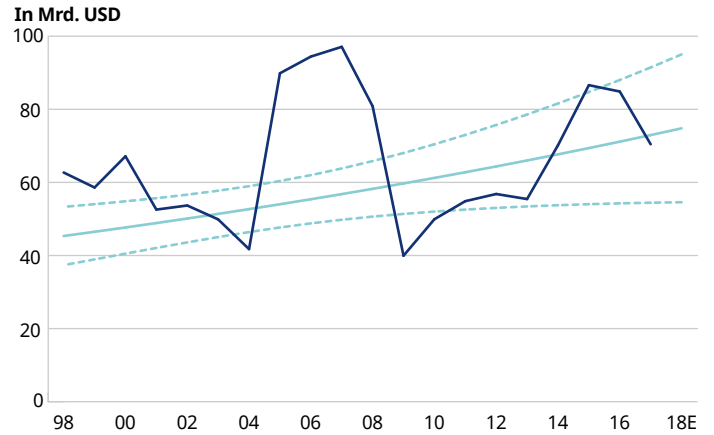
Abbildung 4: Aktuelle Kapitalbeschaffung ggü. Trend

— Kapitalbeschaffung (inflationsbereinigt) — Langfristiger Trend — 80 % Konfidenzintervall für den langfristigen Trend

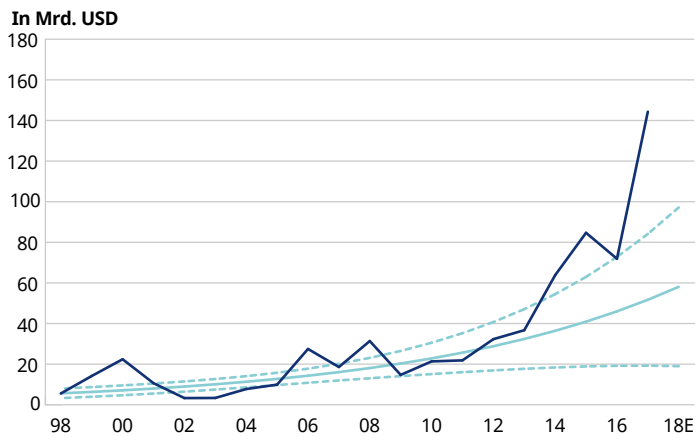
Die Kapitalbeschaffung für große Buyouts (USA/Europa) nimmt zu, doch weniger dramatisch als in den Jahren 2006–2007 ...



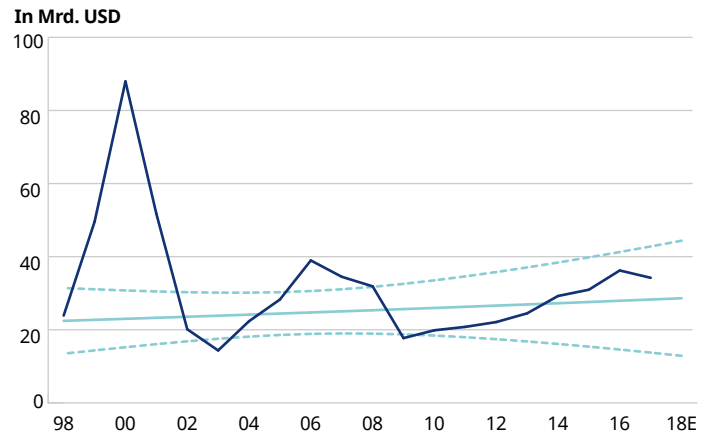
... die Kapitalbeschaffung für kleine/mittlere Buyouts (USA/Europa) ist dagegen stabil



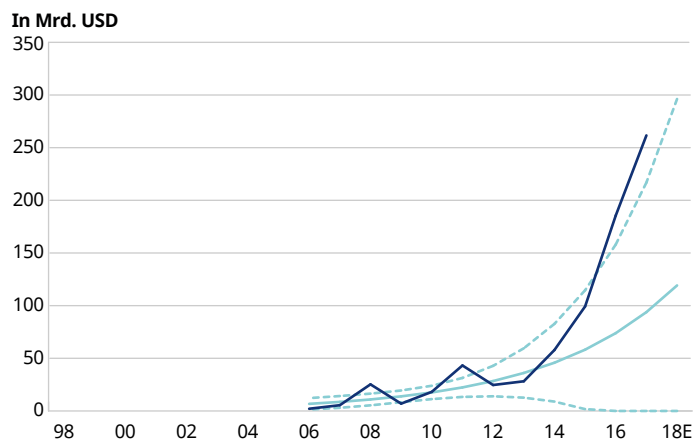
Überangebot an Late-Stage-/Wachstumskapital (USA/Europa einschließlich strategischer Investoren) ...



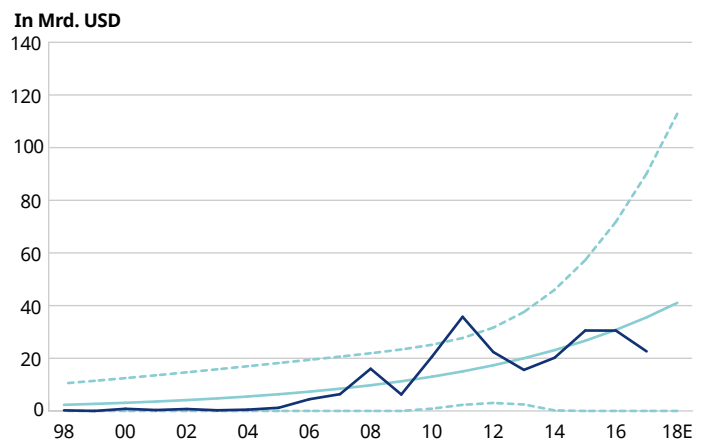
... die Beschaffung von Venture-Kapital für Early-Stage-Phasen (USA/Europa) ist jedoch robust



In China ist die Kapitalbeschaffung in Renminbi gestiegen ...



... die Marktdynamik für USD-Investitionen in China scheint jedoch solide



Das Volumen großer Buyouts beträgt mindestens 2 Mrd. Euro/US-Dollar. Late-Stage-/Wachstumskapital umfasst 50 % des SoftBank Vision Fund und Investitionstätigkeiten aus nicht traditionellen Kapitalquellen (beispielsweise strategische Investoren). Für die Konfidenzintervalle wurde eine Untergrenze von 0 festgelegt, da ein negativer Kapitalbeschaffungsbetrag nicht sinnvoll ist.

Quelle: Preqin, Pitchbook, Zero2IPO, Schroder Adveq 2018

In ähnlicher Weise hat die Kapitalbeschaffung für Late-Stage-Venture-/Wachstumskapital ein extremes Niveau erreicht. Venture-Frühphaseninvestitionen sind dagegen günstiger positioniert. Im Late-Stage-Venture-/Wachstumsmarkt steigen die Preise bereits auf ein sehr hohes Niveau – in den USA sind durchschnittliche Late-Stage-Unternehmen sechsmal mehr wert als vor fünf Jahren. Investoren, deren Schwerpunkt auf Venture-Kapital für frühere Phasen liegt, haben dagegen weniger Anlass zur Sorge. In diesem Bereich sind die Kapitalbeschaffungsvolumina gut unter Kontrolle und die robusten Neugründungsraten sorgen für einen stetigen Anstieg der Investitionsmöglichkeiten.

In Asien – und insbesondere in China – lässt sich eine weitere Aufspaltung beobachten. Der chinesische US-Dollar-Markt ist ebenso wie Indien und der Rest von Asien ohne China in guter Verfassung. Der chinesischen Renminbi-denominierte Markt hat hingegen eine schnelle Expansion erfahren. Die Erfolgsbilanz ist kurz, sodass eindeutige Rückschlüsse schwierig sind. Jedoch wa-

ren die jüngsten Kapitalbeschaffungsvolumina sogar im Vergleich mit einer Trendwachstumsrate von über 25 % groß. Chinesische Investoren müssen bei neuen Renminbi-denominierten Investitionen besonders differenziert vorgehen. Für ausländische Investoren, die Zugang zum US-Dollar-denominierten Markt, doch in der Regel nicht zum Renminbi-denominierten Markt haben, erweist es sich als günstig, dass es wenige Überschneidungen zwischen den beiden Märkten gibt. Ihnen könnte daher unter Umständen besser gedient sein, wenn sie sich auf die Bereiche des Marktes konzentrieren, auf denen es mit dem Renminbi-Universum kaum oder gar keine Konkurrenz gibt.

Für mutige Investoren bietet Brasilien eine interessante, konträre Chance. Die Kapitalbeschaffung ist auf nahezu Null eingebrochen. Jede Investition stellt angesichts der Konjunkturlage jedoch ein hohes Risiko dar, sodass ein besonders sorgfältiges Vorgehen bei der Due-Diligence-Prüfung und der Fondsauswahl unerlässlich ist.

Fazit

Der Schroder Adveq FRI ist ein nützliches quantitatives Instrument für Private Equity-Anleger, das andere Top-Down-Indikatoren wie Einstiegsbewertungsniveaus und Exit-Aussichten ergänzen kann. Wir planen eine jährliche Aktualisierung und Veröffentlichung, um Anlageentscheidungen zu erleichtern.

In der Private-Equity-Branche haben viele Anleger in der Vergangenheit einen großen Anteil ihres Portfolios in große Buyouts und Late-Stage-/Wachstumskapitalfonds investiert. Aufgrund der Signale des Schroder Adveq FRI ist es jedoch an der Zeit, darüber nachzudenken, ob diese Allokationen nicht besser anderen Segmenten für neue Engagements zugewiesen werden sollten. Wenn man den Schwerpunkt verstärkt auf Segmente mit einer robusteren Dynamik wie kleine/mittlere Buyouts, Venture-Frühphaseninvestitionen und Private Equity Investitionen in bestimmten Schwellenländern legt, könnte dies zu besseren langfristigen Ergebnissen beitragen.

Unabhängig von Top-down-Faktoren werden jedoch auch bei Private-Equity-Investitionen bezüglich der Wertentwicklung immer große Unterschiede bestehen, sogar innerhalb eines einzigen Vintage-Jahrs. Bottom-up-Überlegungen sind wie immer von allergrößter Bedeutung.

Wichtige Hinweise

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen geben die Auffassung der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich aufgrund von Markt- und sonstigen Bedingungen ändern. Die Einschätzungen und Meinungen stimmen nicht zwangsläufig mit denen überein, die in anderen Veröffentlichungen, Strategien oder Fonds von Schroders zum Ausdruck kommen.

Dieses Dokument ist nur für Informationszwecke bestimmt. Das Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder Wertpapiers oder zur Verfolgung einer bestimmten Anlagestrategie dar. Die bereitgestellten Informationen sind nicht als Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Anlageresearch zu verstehen und berücksichtigen nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Das Dokument ist weder als Beratung in buchhalterischen, rechtlichen oder steuerlichen Fragen gedacht und sollte nicht für diese Zwecke genutzt werden.

Die hierin enthaltenen Angaben werden als verlässlich erachtet. Schroders gibt jedoch keine Zusicherung und übernimmt keine Gewähr für ihre Vollständigkeit oder Richtigkeit. Schroders, seine leitenden Angestellten, Mitarbeiter oder Vertreter übernehmen keine Verantwortung oder Haftung für fehlerhafte Angaben oder Meinungen oder für jegliche Verluste, die sich aus der Verwendung aller oder eines Teils der Informationen in diesem Dokument ergeben. Die Ansichten und Informationen in diesem Dokument sollten nicht als Grundlage für einzelne Anlage- und/oder strategische Entscheidungen dienen. Schroders ist nicht verpflichtet, Empfänger zu benachrichtigen, sollten sich hierin enthaltene Informationen ändern oder nachträglich unzutreffend werden. Sofern von Schroders nicht anderweitig autorisiert, ist die Vervielfältigung aller oder eines Teils der Informationen in diesem Dokument untersagt.

Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Schroders hat diese Daten nicht von unabhängiger Seite überprüft oder validiert. Sie sollten vor einer weiteren Veröffentlichung oder Verwendung von unabhängiger Seite überprüft werden. Schroders gibt keine Zusicherung und übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit solcher Daten.

Investieren ist stets mit Risiken verbunden. Dazu gehört unter anderem der mögliche Verlust des investierten Kapitals.

Die Daten Dritter sind Eigentum des Datenlieferanten oder von diesem lizenziert und dürfen ohne die Genehmigung des Datenlieferanten nicht reproduziert, extrahiert oder für andere Zwecke verwendet werden. Sie werden ohne jegliche Gewähr zur Verfügung gestellt. Der Datenanbieter und Herausgeber des Dokuments haften nicht für Daten von Drittanbietern; www.schroders.com beinhaltet weitere Rechtshinweise, die auf Daten von Drittanbietern zutreffen.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Maßstab für zukünftige Ergebnisse und lässt sich möglicherweise nicht wiederholen. Der Wert der Anlagen und der damit erzielten Erträge kann sowohl steigen als auch fallen. Zudem erhalten die Anleger den ursprünglich investierten Betrag möglicherweise nicht in vollem Umfang zurück. Wechselkursschwankungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen in Fremdwährungen steigt oder fällt. Dieses Dokument kann „zukunftsgerichtete“ Informationen wie Prognosen oder Vorhersagen enthalten. Bitte beachten Sie, dass solche Informationen keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft darstellen und es keine Gewissheit gibt, dass sich die Prognosen oder Vorhersagen als richtig erweisen.

Europäische Union/Europäischer Wirtschaftsraum:

Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 1 London Wall Place, London EC2Y 5AU, Großbritannien. Registriert in England unter der Nummer 1893220. Zugelassen und beaufsichtigt durch die Financial Conduct Authority.

Hinweis für Leser in Australien: Herausgegeben von Schroder Investment Management Australia Limited, Level 20, Angel Place, 123 Pitt Street, Sydney NSW 2000 Australien. ABN 22 000 443 274, AFSL 226473.

Hinweis für Leser in Kanada: Schroder Investment Management Nordamerika Inc., 7 Bryant Park, New York, NY 10018-3706. NRD-Nummer 12130. Bei der Ontario Securities Commission, der Alberta Securities Commission, der British Columbia Securities Commission, der Manitoba Securities Commission, der Nova Scotia Securities Commission, der Saskatchewan Securities Commission und der Autorité des marchés financiers (Québec) als Portfoliomanager registriert.

Hinweis für Leser in Hongkong: Schroder Investment Management (Hong Kong) Limited, Level 33, Two Pacific Place 88 Queensway, Hongkong. Central Entity Number (CE-Nr.) ACJ591. Reguliert von der Securities and Futures Commission.

Hinweis für Leser in Indonesien: PT Schroder Investment Management Indonesia, Indonesia Stock Exchange Building Tower 1, 30th Floor, Jalan Jend. Sudirman Kav 52-53 Jakarta 12190, Indonesien. Registrierungs-/Unternehmensnummer per Erlass des Vorsitzenden der Bapepam Nr.: KEP-04/PM/MI/1997 vom 25. April 1997 über die Anlageverwaltungsaktivitäten und reguliert durch Otoritas Jasa Keuangan („OJK“), ehemals Capital Market and Financial Institution Supervisory Agency („Bapepam dan LK“).

Hinweis für Leser in Japan: Schroder Investment Management (Japan) Limited, 21st Floor, Marunouchi Trust Tower Main, 1-8-3 Marunouchi, Chiyoda-Ku, Tokyo 100-0005, Japan. Registriert als Financial Instruments Business Operator, reguliert durch die japanische Finanzaufsichtsbehörde. Lokales Finanzamt Kanto (FIBO) Nr. 90.

Hinweis für Leser in der Volksrepublik China: Schroder Investment Management (Shanghai) Co., Ltd., RM1101 11/F Shanghai IFC Phase (HSBC Building) 8 Century Avenue, Pudong, Shanghai, China, AMAC-Registrierungsnr. P1066560. Reguliert von der Asset Management Association of China.

Hinweis für Leser in Singapur: Schroder Investment Management (Singapore) Ltd, 138 Market Street #23-01, CapitaGreen, Singapore 048946. Firmenregistrierungs-Nr. 199201080H. Reguliert von der Monetary Authority of Singapore.

Hinweis für Leser in Südkorea: Schroders Korea Limited, 26th Floor, 136, Sejong-daero, (Taepyeongno 1-ga, Seoul Finance Center), Jung-gu, Seoul 100-768, Südkorea. Registriert und reguliert durch den Financial Supervisory Service of Korea.

Hinweis für Leser in der Schweiz: Schroder Investment Management (Switzerland) AG, Central 2, CH-8001 Zürich, Postfach 1820, CH-8021 Zürich, Schweiz. Unternehmens-Identifikationsnummer (UID) CHE-101.447.114, Referenznummer CH02039235704. Zugelassen und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA).

Hinweis für Leser in Taiwan: Schroder Investment Management (Taiwan) Limited, 9F, 108, Sec.5, Hsin-Yi Road, Hsin-YI District, Taipei 11047 Taiwan, R.O.C. Registriert als Securities Investment Trust Unternehmen und reguliert vom Securities and Futures Bureau der Financial Supervisory Commission, R.O.C.

Hinweis für Leser in den Vereinigten Arabischen Emiraten: Schroder Investment Management Limited, 1st Floor, Gate Village Six, Dubai International Financial Centre, PO Box 506612, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. Registriert in England unter der Nummer 1893220. Zugelassen und beaufsichtigt durch die Financial Conduct Authority.