

Medien Mitteilung

Frankfurt am Main, 8. Oktober 2009

Studie: Wertschöpfung in Private Equity nicht nur von Fremdkapital abhängig - Zwei Drittel der Wertsteigerung durch operative Faktoren und Bewertungsveränderungen

Die Subprime-Krise hat in den vergangenen Monaten die allgemeine Bereitschaft zur Kreditvergabe im Bankenwesen stark beeinträchtigt. Stand dem globalen Private Equity im Frühjahr 2007 noch scheinbar unbegrenzt Fremdkapital zur Verfügung, so hat sich das Volumen weltweit in kurzer Zeit um zwei Drittel verringert. Diese Entwicklung stellt das jüngere Geschäftsmodell von Private Equity in Frage und war deswegen Antriebsfeder für eine neue Studie zur Wertschöpfung im Private Equity.

In der von Capital Dynamics in Zusammenarbeit mit Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, Co-Direktorin des Center for Entrepreneurial and Financial Studies der Technischen Universität München, und ihrem Team durchgeführten Studie konnten gängige Unterstellungen über Private Equity empirisch entkräftet werden. So zeigt die Studie, dass

- zwei Drittel der Wertschöpfung im Private Equity über operative Verbesserungen im Portfoliounternehmen und über positive Veränderung der Bewertungsmultiples generiert werden,
- der Leverage-Effekt, also die Erhöhung der Eigenkapitalrendite durch den Einsatz von Fremdkapital, nur zu einem Drittel zur Wertschöpfung beiträgt und
- Private Equity-finanzierte Unternehmen eine höhere operative Wertsteigerung als börsennotierte Unternehmen aufweisen.

Die Studienparameter

Für die Studie wurden die Wertschöpfungs- sowie die Cash-Flow-Parameter, der Gesamtunternehmens- und Eigenkapitalwert, Umsatz, EBITDA, Nettoverschuldung zum Einstieg und Ausstieg des Investments sowie Interim-Cash-Flows (aus der Perspektive der Private-Equity-Investoren) von 241 Unternehmen aus den Jahren 1989 bis 2006 untersucht. Die Transaktionsgrößen auf der Unternehmensebene reichten von einer Million bis 4,3 Milliarden Euro und decken somit ein breites Unternehmensspektrum ab. Zu 85 Prozent basiert die Studie auf europäischen Transaktionen. Außerdem deckt der Datensatz nicht nur erfolgreiche, sondern auch solche Transaktionen ab, die das eingesetzte Kapital nicht komplett zurückzahlen konnten. Die durchschnittliche Verschuldung der Unternehmen betrug zum Zeitpunkt der Investition 1,7x (Fremdkapital/Eigenkapital) und konnte über die durchschnittliche Haltedauer von 3,5 Jahren auf durchschnittlich 0,8x gesenkt werden.

Die Einzelergebnisse

Die Private-Equity-Investoren konnten im Untersuchungszeitraum eine durchschnittliche Wertsteigerung von 272 Prozent (s. Abb.1) realisieren. Lediglich 89 Prozentpunkte entfielen dabei auf den Leverage-Effekt, also die Verwendung von Fremdkapital zur Steigerung der Eigenkapitalrendite. 88 Prozentpunkte

waren auf ein positives EBITDA-Wachstum zurückzuführen, 42 Prozentpunkte auf den Free Cash Flow und 47 Prozentpunkte wurden über die positive Entwicklung der Bewertungsmultiples erzielt. Dies zeigt, dass der Leverage-Effekt 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 184 Prozent beachtlich ist. „Diese Ergebnisse sind nicht nur im Hinblick auf die Investitionstätigkeit von Bedeutung, sondern erlauben eine wesentlich differenziertere Diskussion über Private Equity in der Öffentlichkeit“, kommentiert Ann-Kristin Achleitner die gewonnenen Erkenntnisse.

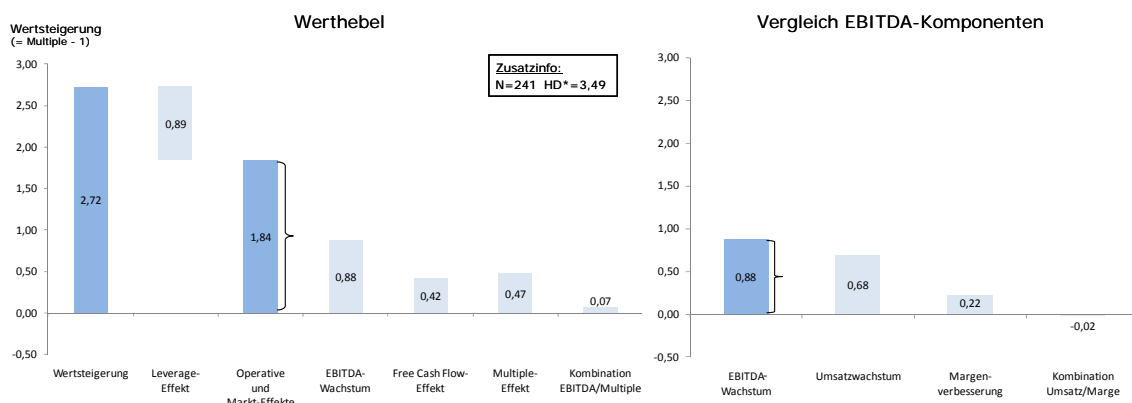


Abb. 1: Wertschöpfung von Private Equity

„Wir haben durch die Zusammenarbeit mit Capital Dynamics eine ausgezeichnete Möglichkeit, das Thema Wertsteigerung in Private-Equity-Transaktionen wissenschaftlich fundiert, aber trotzdem praxisnah weiterzuentwickeln“, erläutert Ann-Kristin Achleitner. „So konnten wir anonymisierte Daten von 241 Unternehmen auswerten und somit eine der umfangreichsten Studien zur Analyse von Wertsteigerungshebeln in Private-Equity-Transaktionen durchführen.“

Beim Vergleich von Private-Equity-finanzierten Unternehmen zu öffentlichen Vergleichsunternehmen ergab die Studie, dass die Private Equity-finanzierten Unternehmen im Vergleichszeitraum eine um 6 Prozentpunkte höhere fremdkapitalbereinigte, operative Rendite für die Eigenkapitalgeber erwirtschaften konnten. Ohne Fremdkapitalbereinigung liegt die Rendite sogar 21 Prozent über der von Vergleichsunternehmen. Hierfür wurde für jede der 241 Firmen ein vergleichbares Unternehmen am öffentlichen Markt gesucht, das zum Zeitpunkt des Einstiegs in Bezug auf die geographische Lage, die Industrie sowie Umsatz und EBITDA möglichst kleine Abweichungen zur privat gehaltenen Firma hatte.

Zusammenfassend konnte durch die Studie gezeigt werden, dass Private Equity auch mit reduziertem Fremdkapitaleinsatz eine attraktive Wertsteigerung erzielen kann. Zwei Drittel des Wertes werden über operative Verbesserungen und Multiple-Veränderungen – erzielt. Die operativen Verbesserungen wurden wiederum zu einem großen Teil durch Umsatzsteigerung und nicht durch Verbesserung der Marge generiert. Ferner zeigt die Studie, dass Unternehmen, die in Krisenzeiten gekauft wurden,

überdurchschnittliche Renditen erzielen und dies hauptsächlich durch Umsatzwachstum erreichen. Allerdings gewinnen bei größeren Unternehmen die Verbesserung der EBITDA-Marge und der Einsatz von Leverage an Bedeutung.

„Für uns ist das Verständnis, wie ein Private-Equity-Manager Wert generiert, von zentraler Bedeutung, um die Erfolgchancen eines Fondsmanagers in einem sich verändernden Umfeld einschätzen zu können“, zieht Dr. Katharina Lichtner, Managing Director bei Capital Dynamics, als wichtigste Erkenntnis aus der ersten Studienzusammenarbeit mit der TU München. „Dies wird immer wichtiger werden, da wir davon ausgehen, dass sich im nächsten Zyklus bei den Fondsmanagern die Spreu vom Weizen trennen wird. Für uns ist die Zusammenarbeit mit dem CEFS der TU München darum von großer Bedeutung. Wir arbeiten im Rahmen unserer Due Diligence Arbeit seit Jahren mit Wertschöpfungsanalysen. So hatten wir in diesem Projekt die Möglichkeit, unsere Daten systematisch, fondsübergreifend und wissenschaftlich fundiert auszuwerten.“

„Während wir seit Jahren die Performance von Fonds-Managern vergleichen können, gibt es für die Wertschöpfungsanalyse im Bereich Private Equity kein Referenzsystem“, erklärt Dr. Christian Diller von Capital Dynamics. „Bisher ist es nur möglich, qualitative Aussagen über den Wertschöpfungsansatz eines Managers zu machen. Die Studie ist so ausgelegt, dass sie als Basis zur Bewertung der Performance von General Partnern dienen kann. So ist es das Ziel, die vorliegende Analyse in Zusammenarbeit mit dem CEFS der TU München kontinuierlich weiterzuentwickeln.“

Über 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.

Über Capital Dynamics

Capital Dynamics ist ein weltweit führender, unabhängiger Vermögensverwalter. Die Capital Dynamics Gruppe bietet institutionellen Investoren und Family Offices eine Bandbreite an Private-Equity-Dienstleistungen: Dachfonds, Co-Investments, maßgeschneiderte Investmentprogramme und strukturierte Private-Equity-Produkte. Capital Dynamics investiert seit mehr als 20 Jahren sehr erfolgreich in führende Private-Equity-Fonds und betreut heute weit über 20 Milliarden US-Dollar an Kundengeldern. Das Unternehmen wurde von Private Equity News zur „Dachfonds-Firma des Jahres 2008“ gekürt. Die Capital Dynamics Gruppe mit Hauptsitz in Zug (Schweiz) und Niederlassungen in New York, Menlo Park, London, Birmingham, Hongkong und München ist in allen wichtigen Finanzmärkten aktiv. Zum Kundenkreis gehören einige der weltweit größten und erfahrensten institutionellen Anleger.

ENDE

Ansprechpartner für die Presse:

Northoff.Com Public Relations

Volker Northoff

+49 69 952977-00

info@northoff.com

Capital Dynamics

Dr. Katharina Lichtner, Managing Director

+41 41 748 8402

klichtner@capdyn.com