

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:

ARDIAN

CapitalDynamics
TRULY INVESTED.

CEPRES
POWERFUL INVESTING MADE EASY

Hamilton Lane

PRIVATE EQUITY **PE** MAGAZIN

STEPSTONE
inside private markets

YIELCO
Investments

Diese Termine sollten Sie sich nicht entgehen lassen!

13. März 2019, 10:00 - 10:45 Uhr

BAI-Webinar "Private Debt – wie können ESG und die SDGs der UN eine Rolle spielen?"

20. März 2019

**Vorstellung der BAI Studie „Private Debt in Deutschland“
(anlässlich der BAI Mitgliederversammlung)**

4. (Frankfurt) und 10. April (München) 2019

**BAI Insight 50 "Von Eigenkapital bis Fremdkapital:
Private Finanzierung für den deutschen Mittelstand"**

11. April 2019, 10:00 – 11:00 Uhr

BAI-Webinar „Währungsrisiken bei Private Assets: Herausforderungen, Analysen, Lösungsmöglichkeiten“

14. und 15. Mai 2019 (Frankfurt)

BAI Alternative Investor Conference

Inhalt

2 Leitartikel

7 Stellenanzeigen

10 Mitgliederneuvorstellungen

11 Herausforderungen und Management-Ansatz wachstumsorientierter Private-Equity-Investoren im Umfeld steigender Fondsvolumina
Wolfgang Pietzsch und Philipp Lattermann, ARDIAN Germany GmbH

16 Erfolgreiche Positionierung von Co-Investments über Marktzyklen
Oliver Schumann, Capital Dynamics GmbH

22 Empower Due Diligence by Digitalization of Investment Work Flows: Empirical Study on North American Private Equity
Jinfang Shi und Dr. Daniel Schmidt, CEPRES

29 Eine neue Ära in Private Markets: Secondaries und Co-Investments
Richard Hope, Hamilton Lane

35 Prospekthaftung – BGH-Urteil reduziert Risiken für Fonds
Dr. Joachim Mogck, P+P Pöllath + Partners

37 Emerging Markets Perspectives: The Rise of the Asian Consumer
Weichou Su, StepStone Group

43 Special Situations-Investitionen – Strategien zu Qualitätssteigerung in Private Equity-Portfolien institutioneller Anleger
Dr. Peter Laib, María Sanz García, Dr. Matthias Unser, YIELCO Investments AG

50 Veranstaltungshinweise

57 Buchvorstellungen

von Dr. Peter Laib, María Sanz García, Dr. Matthias Unser, YIELCO Investments AG

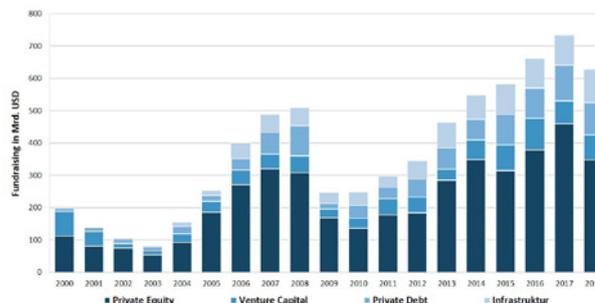
Beteiligungen am Eigenkapital an nicht börsennotierten Unternehmen (Private Equity) haben sich über die Jahre als fester Bestandteil in den meisten Portfolien institutioneller Anleger etabliert. Der Schwerpunkt der Private Equity-Beteiligungsangebote und folglich auch der Allokation institutioneller Anleger bilden hierbei Investitionen in eher gesunde, wachstumsorientierte Unternehmen („traditionelle Buyouts“). Der folgende Artikel zeigt auf, wie Nischenstrategien im Bereich Special Situations, d. h. Beteiligungen an komplexen Transaktionen und Unternehmen mit außergewöhnlichen operativen und finanziellen Herausforderungen, Portfolien sinnvoll diversifizieren und einen wertvollen Beitrag zur Qualitätssteigerung in den Portfolien leisten können.

Marktüberblick

Die Finanzmärkte haben sich nach der mehrjährigen Boomphase im Jahr 2018 hoch volatil gezeigt. Die wichtigsten Indizes in den USA und Europa haben nach heftigem Auf und Ab ihre zwischenzeitlichen Höchststände bis zum Jahresende mehr als eingebüßt. Und auch an den Kreditmärkten deuten steigende Risikoprämien auf ein Ende der mehrjährigen Boomphase hin.

Die Entwicklungen an den öffentlichen Märkten haben im Bereich des Private Capitals bisher kaum Auswirkungen gezeigt. Wie die folgende Abbildung von Preqin zeigt, hat der Kapitalzufluss für Private Market-Investitionen (Buyouts, Venture Capital, Infrastruktur, Private Debt) für das Jahr 2018 wieder die Marke von 600 Milliarden USD überschritten, wenn auch nicht die Höchststände der Jahre 2016 und 2017 erreicht wurden. Dies ist ggf. eine erste Indikation für ein leicht vorsichtigeres Anlageverhalten der Investoren mit Blick auf den massiven Kapitalzufluss in Private Markets. Zusätzlich wurden die Vorjahreswerte 2017 durch die Closings der Fondsgeneration IX von Apollo Global Management (24,6 Milliarden USD) und des bisher größten auf Europa fokussierten Fonds, CVC Capital Partners VII (16 Milliarden EUR), etwas nach oben „verzerrt“.

Abbildung 1: Globales Private Capital Fundraising

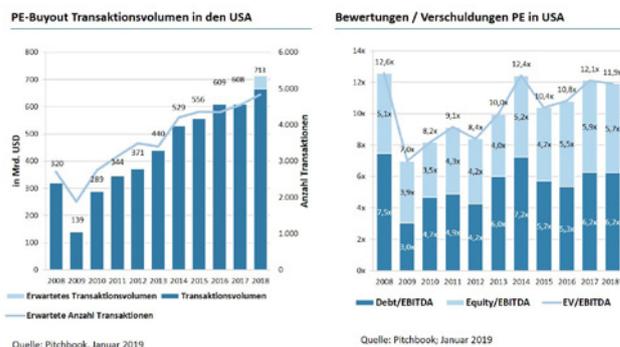


Quelle: Preqin, Januar 2019, YIELCO 2019

Wenngleich leicht tiefer als in 2017 hat das globale Fundraising-Volumen für Buyout-Fonds im Jahr 2018 mit über 300 Milliarden USD wieder für einen erheblichen Kapitalzustrom gesorgt. Inklusiv 2018 hat damit der globale Zufluss für Buyout-Investitionen nun bereits zum fünften Mal (2014-2018) das Vorkrisenniveau von 2007/2008 erreicht.

Auch die Investitionsseite zeigt sich bis heute weitgehend stabil. So dürfte beispielsweise in den USA für das Jahr 2018 das Private Equity-Transaktionsvolumen erstmalig im Bereich von 600 Milliarden USD liegen. Wie die folgende Abbildung illustriert, wurden damit über die letzten 5 Jahre von der Branche ca. 3.000 Milliarden USD zu Bewertungen von insgesamt deutlich über dem 10-fachen der operativen Ergebnisse (EBITDA) bei Verschuldungsgraden von durchschnittlich dem 6-fachen des EBITDA investiert.

Abbildung 2: Private Equity-Transaktionsvolumina und Bewertungen in den USA



Quelle: Pitchbook, Januar 2019

Quelle: Pitchbook, Januar 2019

Unter der Annahme nicht weiter steigender Einstiegs-/Exit-Multiplikatoren auf Marktebene ist die obige Entwicklung durchaus problematisch. So können diese Transaktionen für Investoren nur dann zufriedenstellende Renditen erwirtschaften, wenn die operativen Unternehmensgewinne über die nächsten Jahre deutlich gesteigert werden können. In Anbetracht einer sich abzeichnenden Konjunkturertrübung dürfte dies einer Reihe von Unternehmen eher schwerfallen. Insbesondere angesichts der teilweise erheblichen Verschuldungsgrade ist davon auszugehen, dass eine Reihe dieser Unternehmen in den nächsten Jahren in Schieflage geraten werden. Selbst bei einer konjunkturellen Seitwärtsbewegung ist zudem zu erwarten, dass einigen der hoch gehebelten Unternehmen bei weiter ansteigenden Leitzinsen die Schuldenlast zum Verhängnis wird, so wie auch im Jahr 2008 geschehen. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund anstehender Refinanzierungen bei dann zusätzlich mutmaßlich höheren Risikoprämien problematisch.

Interessant ist auch die längerfristige Perspektive während/nach einer Zyklusänderung. Wie obige Abbildungen 1 und 2 zeigen, hat sich in den Krisenjahren 2009/2010 das Fundraising-Volumen (und damit die Kapitalverfügbarkeit für Investoren) gegenüber den Vorkrisenjahren nahezu halbiert. Parallel dazu haben sich auch die Fund-Manager mit ihrer Investitionstätigkeit eher zurückhaltend gezeigt. Und dies, gerade zu einer Zeit mit tiefen, sehr attraktiven Einstiegsbewertungen.

Neben den Indikatoren für einen möglichen Zykluswechsel auf Gesamtkonjunkturbene zeigt auch der Private Equity-Markt klare Anzeichen für das Erreichen des Zyklusgipfels. Ein wichtiger Indikator hierfür ist der Anteil sogenannter „Add-on-Investitionen“ zu bestehenden Plattformen, welcher in den USA seit 2014 stabil über zwei Drittel und in Europa ca. 50% aller Transaktionen ausmacht (Quelle: Pitchbook 2019). Gleichzeitig nimmt die durchschnittliche Haltedauer von Unternehmen in den Portfolios der Private Equity-Manager kontinuierlich zu. In den USA beispielsweise wurden Ende 2017 zwischenzeitlich von den ca. 7500 Portfoliounternehmen der Private Equity-Manager mehr als ein Drittel bereits länger als 5 Jahre gehalten (Quelle: Pitchbook 2018). In Anbetracht der insgesamt sehr guten Rahmenbedingungen für Unternehmensverkäufe ist dies recht erstaunlich. Bei der genaueren Betrachtung stellt man fest, dass die Mehrzahl der Unternehmen entweder mit operativen Problemen oder mit Überschuldung

zu kämpfen haben. Aufgrund der beschränkten Fondslaufzeiten sind zudem Manager von Fonds am Ende ihrer Laufzeit durchaus «motiviert» Verkäufer. Diese sogenannten «Orphans» sind daher attraktive Übernahmekandidaten für auf komplexe Situationen und Distressed-/Turnaround-Transaktionen spezialisierte Manager.

Herausforderung für Investoren

Für Investoren ergeben sich aus dem zyklischen Marktverhalten zwei Hauptherausforderungen. Zum einen stellt sich die Frage, wie im aktuellen Boom-Umfeld die sehr hohen Einstiegsbewertungen und Verschuldungsgrade vermieden werden können. Zum anderen sollte sichergestellt werden, dass bei/nach einer potenziellen Zyklusänderung das Investitionsvolumen bei dann mutmaßlich attraktiven Einstiegsbewertungen hoch oder zumindest weitgehend stabil gehalten werden kann.

Eine verlässliche zeitliche Vorhersage von Zyklen ist nicht möglich. Investoren sollten daher im Rahmen der Portfolioplanung das Spektrum der strategischen Ansätze im Bereich der Alternativen Investments breit diversifiziert nutzen und ein systematisches Risikomanagement betreiben. Hierbei stehen folgende Einzelperspektiven im Vordergrund:

- **Reduzierung des Kapitalausfallrisikos im Portfolio** – Beimischung von Transaktionen mit tiefen Einstandspreisen und moderatem Fremdkapitalanteil und damit Absicherung gegen einen Rückgang der Bewertungsmultiples und Beschränkung des Risikos von Überschuldungen, insbesondere im Umfeld steigender Zinsen bzw. Risikoprämien.
- **Sicherstellung von Renditepotenzial im aktuellen Umfeld** – Fokus auf Manager mit stark operativen Fähigkeiten, die Investitionen zu durchschnittlich tieferen Einstandspreisen tätigen und über Zyklen gezeigt haben, dass sie Unternehmen mit operativen Herausforderungen erfolgreich repositionieren und Wertsteigerungen über EBITDA-Wachstum schaffen können.
- **Sicherstellung von Investitionen in und nach einer Zyklusänderung** – Fokus auf Manager, die auch in/nach einer Zyklusänderung die Investitionsgeschwindigkeit bei dann tieferen Einstiegspreisen hochhalten. Die Erfahrung aus den Krisenjahren 2009/2010 zeigt, dass sich gerade

dann viele der traditionellen Buyout-Häuser aufgrund der unsicheren Aussichten und der fehlenden Erfahrung mit problembehafteten Unternehmen mit Investitionen zurückhalten. Dies wird noch dadurch verstärkt, dass im bestehenden Portfolio zunehmend Problemfälle auftreten und die personellen Ressourcen hierfür statt für den Abschluss neuer Transaktionen eingesetzt werden (wie schon in den Jahren 2009-2010 zu beobachten).

- **Vermeidung einer Zykluswette** – Fokus auf Strategien, welche auch in der letzten Boomphase (2006/2007) nachhaltig solide Renditen gezeigt haben (z. B. durch Beschränkung des Anteils größerer Transaktionen und Abdeckung der Distressed-Debt-for-Control-Allokation über Manager mit hybrider Strategie).

Grundsätzlich ist für eine erfolgreiche Umsetzung von Private Equity-Programmen institutioneller Investoren Kontinuität eine unabdingbare Voraussetzung, da ein Markttiming fast unmöglich ist. Hierfür müssen die entsprechenden Rahmenbedingungen geschaffen werden, um die langfristige strategische Asset Allocation wie geplant umzusetzen und durchgängig investieren zu können, auch in Krisenjahren. Daneben sollte aber jederzeit ein gewisser Spielraum für taktische Opportunitäten beibehalten werden, wozu neben Secondaries auch Special Situations-Strategien zählen. Diese bieten bei einem Fokus auf kleinere/mittlere Transaktionen generell, insbesondere aber in Erwartung einer möglichen Marktkorrektur eine sinnvolle Portfolioergänzung.

Spektrum an Strategien im Bereich Private Equity

Mit geschätzten 90 % des Gesamtvolumens, bilden wachstumsorientierte «Traditionelle Leveraged Buyouts» den Schwerpunkt der Private Equity-Investitionstätigkeit im aktuellen Marktumfeld. Wie aufgezeigt, wird die «typische Transaktion» aktuell zu hohen Einstiegspreisen von ca. dem 12-fachen der EBITDA bei einer durchschnittlichen Verschuldung von im Bereich des 6-fachen der EBITDA getätigt. Meist investieren Manager hierbei in profitable Wachstumsunternehmen im Rahmen nicht allzu komplexer Transaktionsstrukturen. Spiegelbildlich bilden diese traditionellen Buyouts auch den Schwerpunkt der Allokationen in den Portfolien institutioneller Anleger.

Abbildung 3: Spektrum an Private Equity-Investitionsstrategien

	«Traditionelle» Leveraged Buyouts	Special Situations		
		Komplexe Buyouts	Turnaround/ Distressed	(Distressed) Debt-for-Control
Zustand des Unternehmens/ Art der Transaktion	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Profitabel ▪ Solide wachsend ▪ Einfache Transaktion 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Operative Probleme ▪ Komplexe Nachfolge ▪ „Carve-out“ 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ (Drohender) Konkurs ▪ Überschuldung ▪ Illiquidität ▪ Restunternehmen in PE-Portfolien („Orphans“) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ziel: Kontrolle der Restrukturierung ▪ Ziel: Kontrolle des (Eigenkapitals des) Unternehmens
Bewertung	▪ > 10x EBITDA	▪ 4-7x EBITDA	▪ < 4x EBITDA	▪ NA
Verschuldung	▪ ~ 6x EBITDA	▪ 0-3x EBITDA	▪ i.d.R. kein FK	▪ i.d.R. signifikant
	Einstieg über Eigenkapital			Einstieg über Fremdkapital

Quelle: YIELCO 2019

Neben dem Erwerb von gesunden Wachstumsunternehmen bieten sich in allen Wirtschaftszyklen auch attraktive Investitionsmöglichkeiten im Bereich Special Situations. Dies sind Beteiligungen an Unternehmen mit operativen oder finanziellen Schwierigkeiten und Beteiligungsmöglichkeiten im Rahmen komplexer Transaktionen. Das Spektrum reicht hierbei von eher moderaten operativen oder finanziellen Herausforderungen («Komplexe Buyouts») bis hin zur drohenden oder tatsächlichen Illiquidität des Unternehmens («Turnaround/Distressed»). Der Einstieg in das Unternehmen kann über den direkten Erwerb von Eigenkapital oder den (schrittweisen) Kauf von Fremdkapitaltranchen mit der Zielsetzung zur Kontrolle des Restrukturierungsprozesses oder der tatsächlichen Übernahme des Eigenkapitals des Unternehmens erfolgen («Distressed Debt-for-Control»). Typisch für alle Special Situations-Transaktionen sind die (teilweise) deutlich unter dem Marktdurchschnitt liegenden Einstiegspreise sowie die moderaten Verschuldungsgrade, bis hin zu Unternehmensübernahmen zum symbolischen 1 EURO/USD und Transaktionen ohne jeglichen Leverage. Mittels Beimischung von Special Situations-Allokationen lassen sich somit systematisch die durchschnittlichen Einstiegspreise und Verschuldungsgrade im Portfolio reduzieren.

Abbildung 4: Attraktivität von Private Equity-Strategien über Konjunkturzyklen

	Traditionelle Leveraged Buyouts	Special Situations		
		Komplexe Buyouts	Distressed/Turnarounds	(Distressed) Debt-for Control
Erholung (2002 – 2003) (2011 – 2012)	+	+	o	-
Boom (2004 – 2007) (2013 – ...)	-	+ (o große Buyouts)	o (- große)	-
Rezession (2008 – 2010)	o (geringes Volumen)	+	+	+

Quelle: YIELCO 2019; + = attraktives Investitionsumfeld, o = neutrales Investitionsumfeld, - = unattraktives Investitionsumfeld

Obige Abbildung fasst die Strategieansätze im Hinblick auf die Attraktivität in den verschiedenen Konjunkturzyklen zusammen:

- **Traditionelle Buyouts** – bieten im Rahmen einer wirtschaftlichen Erholungsphase hervorragende Renditeaussichten. Investiert man bei vergleichsweise tiefen Einstiegspreisen in eine wirtschaftliche Erholungsphase, kann i.d.R. von einer Multiple-Expansion auf Industriebene sowie von der Verbesserung der operativen Unternehmensergebnisse profitiert werden. In wirtschaftlichen Boomphasen sind die Transaktionen dagegen vergleichsweise teuer und durch die oft hohe Verschuldung der Gefahr potenziell steigender Zinsen und/oder einer wirtschaftlichen Abkühlung ausgesetzt.
- **Komplexe Buyouts** – interessant sind insbesondere kleine und mittelgroße Transaktionen in grundlegend attraktive Mittelstandsfirmen, die sich in eine Sondersituation befinden (z. B. aufgrund des wirtschaftlichen Umfelds oder bei Veränderungen im Gesellschafterkreis) und vor wichtigen strategischen, operativen und/oder finanziellen Herausforderungen stehen und deswegen eine niedrigere Bewertung und geringe Verschuldung (zumindest nach einer Restrukturierung) aufweisen. Hierunter fallen u. a. Abspaltungen von größeren Konzernen, die in der Vergangenheit Kernleistungen aus dem Mutterunternehmen bezogen haben (wie IT, HR, Controlling, Rechnungswesen etc.) und in Zukunft diese Funktionen intern selbst aufbauen müssen, als auch jegliche Art von komplexen (Nachfolge-)Transaktionen, worunter auch die Finanzierung von suboptimal geführten Unternehmen fällt, also Unternehmen, die aufgrund technologischen oder strukturellen Wandels erhebliche Investitionen benötigen, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Schließlich lassen sich in jeder Phase des Konjunkturzyklus Unternehmen finden,

die ihr Wachstumspotenzial aufgrund von Managementfehlern oder begrenzten Investitionsbudgets nicht vollständig ausgeschöpft haben. Aufgrund dieser für einen Käufer unattraktiven Merkmale liegen die Bewertungen von komplexen Buyouts in der Regel bei nur 40 bis 60 % des Marktdurchschnitts gesunder Unternehmen. Um die mögliche Wertsteigerung nach dem Erwerb realisieren zu können, muss der Käufer entsprechenden erheblichen Mehrwert schaffen, z. B. durch strategische Neupositionierung, operative Wertschöpfung, optimierte Finanzierungsstrukturen und aktive Management-Unterstützung.

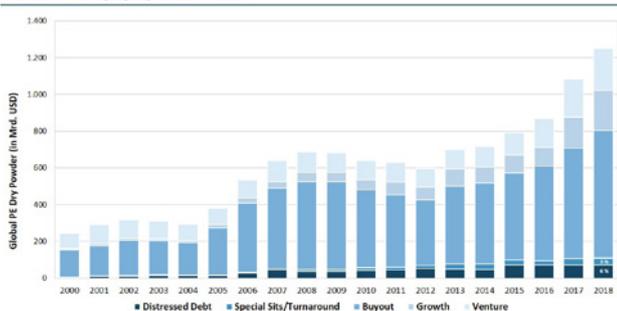
- **Distressed/Turnarounds** – Investoren, die sich in das Eigenkapital von zu restrukturierenden Unternehmen einkaufen („Turnarounds“), haben historisch vergleichsweise stabile Netto-Renditen erzielen können. Insbesondere Investitionen in Unternehmen kleinerer und mittlerer Größe (d. h. Unternehmen mit einem EBITDA von bis zu 50 Mio. USD) zeigen unabhängig von Zyklen eine sehr gute Performance. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass zyklusunabhängig eine hohe Zahl von Unternehmensinsolvenzen kleinerer und mittlerer Unternehmen zu verzeichnen ist (z. B. lag in den USA die Untergrenze der Insolvenzen in den letzten 10 Jahren bei ca. 30.000 jährlich). Zusätzlich sind insbesondere in Rezessionsjahren gute Einstiegsmöglichkeiten über alle Größensegmente zu verzeichnen. D. h. in dieser Phase geraten auch größere Unternehmen in Schieflage. Dies ist unmittelbar einsichtig, da etablierte Unternehmen in einem gesunden Umfeld nur in Ausnahmefällen straucheln, aber in Krisenzeiten durchaus in erhebliche Schwierigkeiten bis hin zum Konkurs geraten können (z. B. General Motors, AIG oder Delphi Automotive).
- **(Distressed) Debt-for-Control** – im Vergleich zu Einstiegsstrategien über den Erwerb von Eigenkapital zeigen fremdkapitalorientierte Strategien eine deutlich höhere Zyklusabhängigkeit. Die Möglichkeit, die Mehrheit an einem überschuldeten Unternehmen durch den Erwerb von Fremdkapitaltiteln zu Preisen deutlich unter dem Nominalwert der Kredite und anschließender Restrukturierung zu übernehmen, eröffnet sich insbesondere in einem engen Zeitfenster während der Abschwungphase im Kreditzyklus. Spezialisierte Distressed Debt-Manager nutzen gezielt Phasen der Überreaktion an den Märkten, um Kredite oder Bonds am Sekundärmarkt zu erwerben und Kontrollpositionen aufzubauen (Distressed-for-

Control) oder nach einer Erholung der Märkte und Korrektur der Unterbewertung die Kredite zu dann höheren Preisen wieder zu verkaufen. Während diese Strategie vor allem für größere Unternehmen vom Timing lebt, lassen sich im Lower Mid Market Bereich in fast allen Zyklusphasen einzelne attraktive Problemfälle identifizieren, die eine Umsetzung dieser Strategie ermöglichen.

Markt für Special Situations-Investitionen

Getrieben insbesondere durch den hohen Mittelzufluss in den letzten Jahren, ist das für Private Equity-Investitionen verfügbare Kapital auf einen neuen historischen Höchststand gewachsen. Das sogenannte „Dry Powder“ für Private Equity-Investitionen (inklusive Venture Capital, Distressed Debt und Special Situations) ist per Ende 2018 auf über 1.200 Milliarden USD angestiegen und ist damit fast doppelt so hoch wie in den Vorkrisenjahren 2007/2008. Das für Spezialsituationen (insbes. Komplexe Buyouts, Turnarounds, Distressed Debt) vorgesehene Kapital liegt dabei lediglich bei 9 % des Gesamtvolumens, wovon eigenkapitalorientierte Strategien gerade einmal 3 % ausmachen.

Globales Private Equity Dry Powder Volumen



Quelle: Preqin 2019, Dry Powder; YIELCO 2019

Auf den ersten Blick erstaunlich, ist dieses niedrige Niveau einfach zu erklären: Weltweit sind nach Schätzung von YIELCO nur ca. 200 spezialisierte Manager ausreichend positioniert, um in Unternehmen mit erheblichen operativen Herausforderungen oder Überschuldung zu investieren. Die verwalteten Fondsvolumina dieser auf komplexe Transaktionen spezialisierten Manager sind nach wie vor vergleichsweise klein (i. d. R. < 1 bis 2 Milliarden USD/EUR pro Fonds). Aufgrund der speziellen Anforderungen, insbesondere im Hinblick auf den operativen Restrukturierungs- und Wertbeitrag, lassen sich diese auch bei hoher Investorennachfrage nur moderat skalieren. Nach Einschätzung von YIELCO verfügen ca. 80 Teams hiervon

über ausgeprägte operative Fähigkeiten und einen ausgewiesenen Leistungsnachweis (Track Record). Hiervon sind ca. 25 Manager in den USA und ca. 15 Gruppen in Europa zudem sehr gut positioniert, attraktive Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren, Zugang zu erhalten, diese zu repositionieren und schließlich erfolgreich zum Exit zu führen. Die Platzierungskraft für Investoren bei diesen Managern ist insbesondere aufgrund ihrer häufig unter einer Milliarde USD/EUR liegenden Fondsgrößen beschränkt und auch nur schwer skalierbar. Ein sehr enger Sektorfokus bei den Managern ist hierbei kaum zu beobachten und auch nicht empfehlenswert, um Klumpenrisiken gewisser Branchen insbesondere in der Krise zu vermeiden.

Qualitätssteigerung institutioneller Portfolien – empirische Erkenntnisse

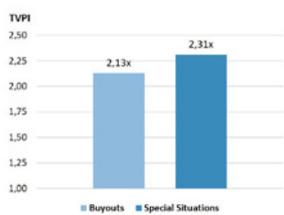
Im Rahmen der längerfristigen Portfolioplanung institutioneller Investoren bietet die Beimischung von Managern mit Strategien im Bereich Special Situations einen attraktiven Ansatz zur Steigerung der Portfolioqualität. Investitionen in kleine/mittlere komplexe Buyouts und Distressed-/Turnaround-Situationen bieten zyklusunabhängig durch vergleichsweise tiefe Einstiegspreise ein attraktives und sehr stabiles Renditepotenzial – und dies bei moderatem Risiko. Eine von der unabhängigen Private Market-Research Firma CEPRES im Jahr 2017 durchgeführte Studie hat sich mit dem Rendite-/Risikoprofil solcher Special Situations-Investitionen beschäftigt. Differenziert nach „Buyouts“ (insbes. MBOs/MBIs, Rekapitalisierungen, LBOs, Akquisitionsfinanzierungen, Public-to-Private-Transaktionen) und „Special Situations“ (Turnaround-Transaktionen ohne Distressed-Debt) hat CEPRES ca. 9.500 über die letzten 25 Jahre getätigte Transaktionen analysiert. Zusammenfassend wurden folgende Erkenntnisse gewonnen:

1. Special Situations-Transaktionen haben in der Vergangenheit eine bessere Performance als traditionelle Buyouts erzielt – sowohl hinsichtlich der IRRs, als auch bezüglich der Investment-Multiplikatoren (TVPI/MOIC).

IRR-Performancevergleich



TVPI-Performancevergleich

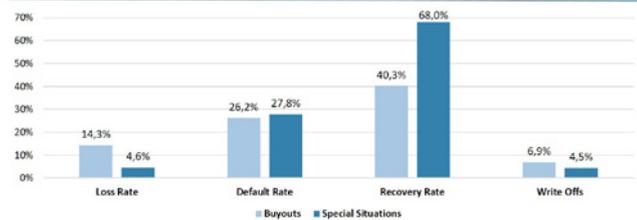


Quelle: CEPRES PE Analyzer, Mai 2017, Analyse von ca. 9.500 Transaktionen seit 1991

Die relative Outperformance der Special Situations-Investitionen wurde hierbei hauptsächlich von zwei Faktoren getrieben. Zum einen wurden die Investitionen durchschnittlich zu deutlich tieferen Einstiegsmultiplikatoren getätigt (ca. 20% tiefer) und zum anderen lag die durchschnittliche Haltedauer des Kapitals mit ca. 4 Jahren um ein Jahr tiefer als bei den traditionellen Buyouts.

- Special Situations-Investitionen weisen ein deutlich geringeres Risiko als traditionelle Buyouts auf. So liegt die Verlustrate von Buyouts um das Dreifache höher als die Verlustrate von Special Situations (letztere liegt bei nur 4,6 % – gemessen als über die Laufzeit kumulierter Kapitalverlust in % des investierten Kapitals).

Risikoanalyse: Buyouts versus Special Situations



Quelle: CEPRES PE Analyzer, Mai 2017, Analyse von ca. 9.500 Transaktionen seit 1991, Werte jeweils in Prozent des investierten Kapitals

Auch wenn diese Statistik zunächst überraschend scheint, ist die tiefere Risikostruktur der Special Situations-Investitionen durch eine Kombination verschiedener Faktoren zu erklären. Ausschlaggebend sind hier insbesondere die niedrigeren Verschuldungsgrade, welche den Unternehmen insgesamt eine höhere Krisenresistenz verleihen. Zum anderen dürfte zusätzlich die relativ höheren operativen Kompetenzen der Manager/Investoren einen erheblichen Beitrag zur erfolgreichen Neupositionierung spielen. Insbesondere die relativ deutlich besseren «Recovery Rates» sind hierfür ein klares Indiz.

Zusammenfassung - Ausblick

Das aktuelle Investitionsumfeld weist hinsichtlich Transaktionspreisen und Verschuldungsgraden starke Ähnlichkeiten zu den Boom- bzw. Vorkrisenjahren 2006/2007 auf. So wird die Investitionsaktivität an den Private Equity-Märkten stark von dem sehr hohen Preisniveau und dem intensiven Wettbewerb insbesondere um traditionelle Leveraged Buyouts bestimmt. Gleichzeitig werden über die teils sehr hohen Verschuldungsgrade erhebliche Risiken in Kauf genommen. Die Pipeline attraktiver Investitionsmöglichkeiten für auf komplexe Buyouts und Distressed/Turnaround-Investitionen spezialisierte Manager sollte daher über die nächsten Jahre gut gefüllt sein. Und dies nicht nur im Bereich kleiner, sondern auch mittelgroßer und selektiv auch größerer Transaktionen. Auch ist zu erwarten, dass sich durch die steigende Nervosität an den Kreditmärkten mittelfristig mehr attraktive Möglichkeiten des Erwerbs von Fremdkapitalpositionen potenziell gefährdeter Unternehmen ergeben.

Durch die attraktiven Renditeaussichten bei moderaten Ausfallraten bietet die Beimischung einer Allokation für Special Situations-Strategien (als Ergänzung zu meist auf traditionelle Buyouts fokussierte Portfolios institutioneller Investoren) einen echten Mehrwert und damit attraktiven Ansatz zur Qualitätssteigerung der Portfolien institutioneller Anleger.

Kontakt

YIELCO Investments AG
Karlstraße 66
80335 München
Germany
www.yielco.com



*Dr. Peter Laib
Vorsitzender des Aufsichtsrats*

*Tel. Zentrale: +49 (0) 89.2323.9297 - 0
E-Mail: peter.laib@yielco.com*



*María Sanz García
Partnerin*

*Tel. Zentrale: +49 (0) 89.2323.9297 - 0
E-Mail: maria.sanz@yielco.com*



*Dr. Matthias Unser
Vorstand*

*Tel. Zentrale: +49 (0) 89.2323.9297 - 0
E-Mail: matthias.unser@yielco.com*