

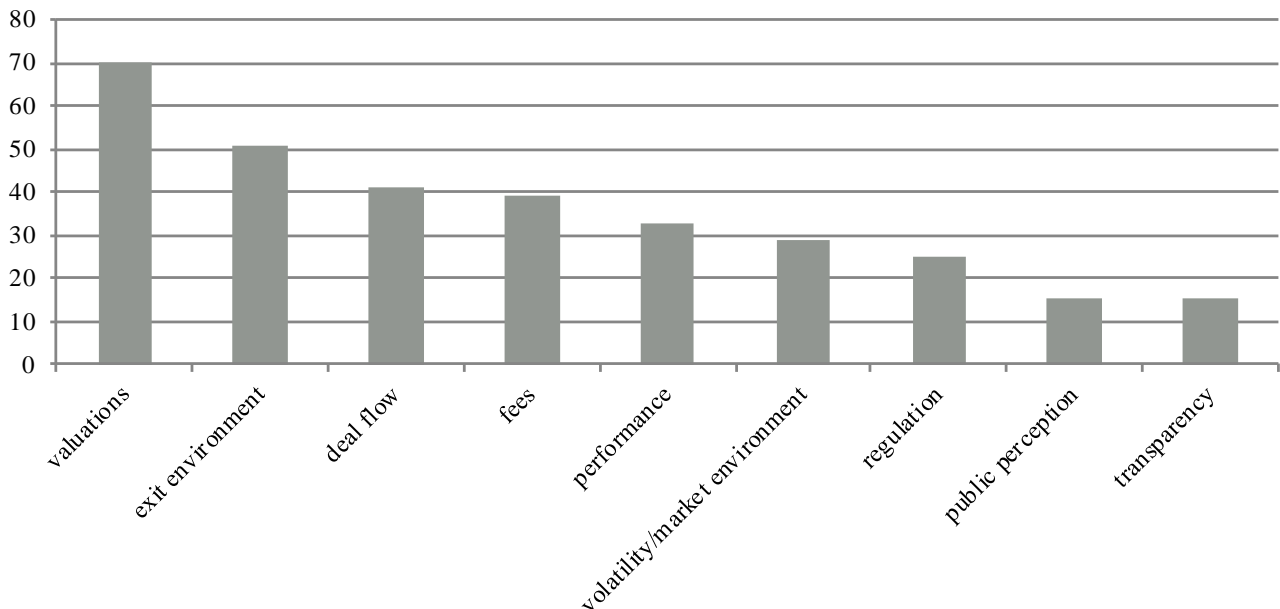
Gutmann Investment Mail – März 2017

Private Equity: Ein Ausblick auf 2017

Keine Anlageklasse kann sich vor dem momentanen Marktumfeld verstecken. Das derzeitige Zinsniveau hat Auswirkungen auf die Erträge jeder Veranlagung wie auch auf das Verhalten der Investoren. Mut zum Risiko wurde bis dato mehrheitlich belohnt. Dies gilt auch für Private Equity und manches mag an das Jahr 2007 erinnern. Wir sehen allerdings gravierende Unterschiede zu damals. Da bei Private Equity ein Investment über mehrere Jahre auf- und abgebaut wird, unterscheidet sich auch das Timing-Risiko von der liquiden Welt deutlich.

Preqin – ein führender Datenanbieter zu alternativen Investments – veröffentlichte jüngst die Ergebnisse einer Befragung von Marktteilnehmern der verschiedenen Kategorien innerhalb des Private Markets Kosmos (Preqin Investor Outlook Alternative Assets 1. Halbjahr 2017). Investoren zeigen sich – wenig überraschend – besonders besorgt über die Bewertungsniveaus innerhalb von Private Equity. Kopfschmerzen in abnehmender Intensität bereiten den befragten Investoren auch das Exitumfeld sowie das Angebot an Transaktionsmöglichkeiten. Damit deuten alle drei genannten Faktoren auf den gleichen Themenkomplex hin: zu viel Geld jagt zu wenigen Deals hinterher.

Abb. 1: Wichtigste Themen nach Ansicht von Private Equity Investoren für 2017
(Angaben in % der Befragten)



Quelle: Preqin Investor Outlook Alternative Assets 1. Halbjahr 2017

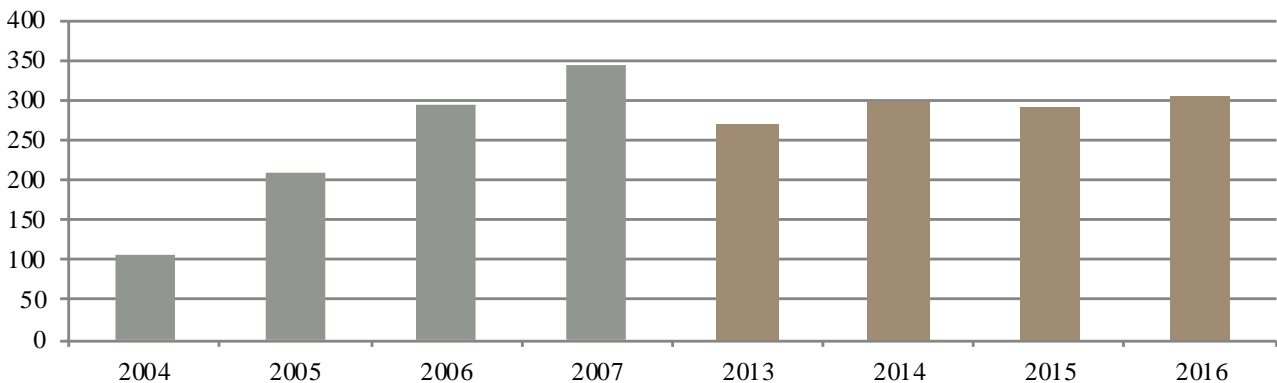
Zu viel Geld?

Das Einsammeln von Kapitalzusagen war in den letzten zwei Jahren aus mehreren Gründen in Rekordgeschwindigkeit möglich. Einerseits auf Grund der hohen Nachfrage von institutionellen Investoren, von denen einige einen Match von langfristigen Aktiva und Passiva bewerkstelligen müssen. Zunehmend aber auch wegen großen nicht-professionellen Kunden wie etwa Family Offices, die auf der Suche nach höheren Nominalrenditen sind. Ein weiterer Grund war der anhaltende Erfolg von Private Equity in den letzten Jahren. Der Netto-Cash Flow zu den Investoren (also die Differenz aus Ausschüttungen und Kapitalabrufen) ist stark positiv. Wohl auch deshalb, weil Fonds, die von der Finanzkrise betroffen waren, in den letzten Jahren an Ausschüttungsdynamik gewonnen haben bzw. Fonds, die in oder unmittelbar nach der Finanzkrise aufgelegt wurden, nun von den damaligen günstigen Einstiegsniveaus profitieren. Darüber hinaus wollen viele Investoren ihre Allokation zu Private Equity erhöhen oder zumindest unverändert lassen. D.h. der künftige Fundraising-Prozess sollte gute Manager unter normalen Umständen nicht vor allzu große Probleme stellen.

Zudem sitzen Private Equity Manager aufgrund der erfolgreichen Fundraisings der letzten zwei Jahre auf viel trockenem Pulver, d.h. einem hohen Betrag an von den Investoren zugesagtem, aber noch nicht abgerufenem Kapital. Nicht nur das ausgeschüttete, sondern auch das zugesagte Kapital übersteigt derzeit die Abrufe deutlich.

Auch wenn das Fundraising derzeit sehr gut läuft, die Unterschiede zu 2007 sind gravierend (vgl. Abb. 2). Damals haben sich die eingesammelten Volumina innerhalb von vier Jahren mehr als verdreifacht. Heute sind die Volumina zwar ähnlich hoch, allerdings gab es die letzten Jahre kaum Wachstum. Es macht einen großen Unterschied, ob Fonds im Verhältnis zum Vorjahr jeweils USD 50 Mrd. zur Verfügung haben, oder ob das Niveau gleich bleibt. Hier sei allerdings angemerkt, dass die Grenzen zwischen Private Equity Manager und Investor zunehmend verschwimmen. Immer mehr größere Investoren nehmen ihr Schicksal durch Direktbeteiligungen selbst in die Hand. D.h. es drängt außerhalb der Private Equity Häuser zusätzliches Kapital in den Markt, und es ist fraglich, inwieweit dieses Volumen in den gängigen Statistiken Berücksichtigung findet.

Abb. 2: Entwicklung Fundraising Private Equity 2004-2007 im Vergleich zu 2013-2016
(in Mrd. USD)



Quelle: McKinsey Global Private Markets Review (Feb. 2017), Preqin

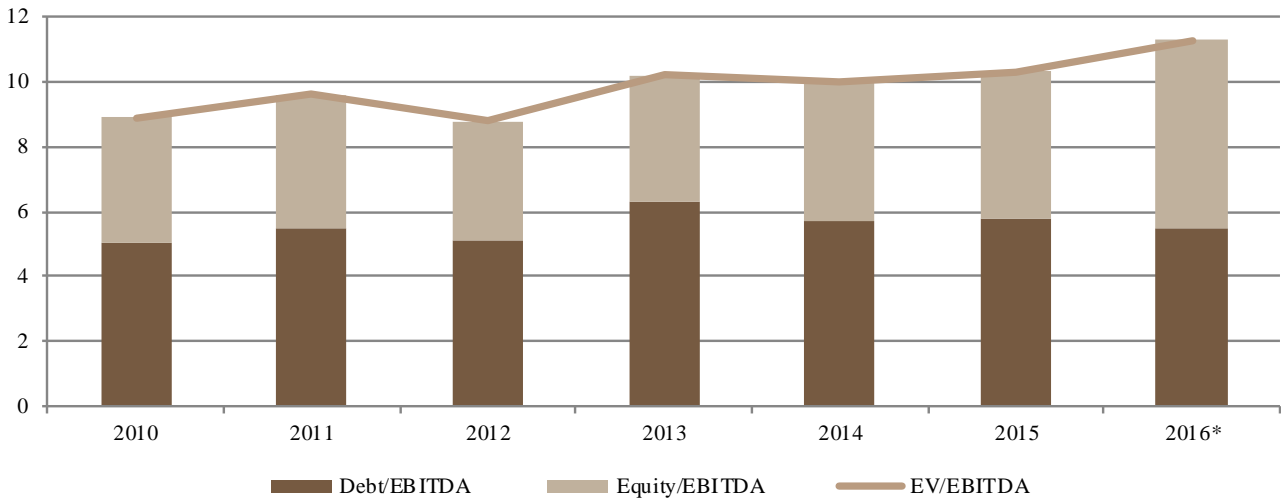
Der Wunsch internationaler Investoren, die Anlageklasse in Zukunft eher stärker zu gewichten, der hohe Nettomittelzufluss an bestehende Private Equity Investoren und das hohe Ausmaß an Kapitalzusagen für Private Equity Fonds, das noch auf eine Veranlagung wartet; all diese Faktoren sprechen unter normalen Umständen eher dagegen, dass wir uns in naher Zukunft über wesentlich tiefere Bewertungsniveaus freuen dürfen, zumal der Weg dorthin auch für die meisten Anlageklassen sehr schmerzlich wäre.

Zu wenige Deals?

Der Umstand, dass Private Equity Fonds auf einem hohen Berg noch nicht investierten Kapitals sitzen, wird auch gerne dahingehend interpretiert, dass es einfach keine Opportunitäten gäbe. Diese Betrachtung ist vielleicht intuitiv eingängig, aber nicht zur Gänze korrekt. Eine Verlangsamung oder Verzögerung der Geschwindigkeit, mit der Kapital investiert wird, ist derzeit nämlich nicht festzustellen. Laut einer Analyse von McKinsey (Global Private Markets Review, Feb. 2017) hat sich die Relation des für Investments zur Verfügung stehenden Kapitals zu den Abrufen für Investments in den letzten zehn Jahren de facto nicht verändert.

Dennoch dürfte sich diese Thematik eher verschärfen, da – wie schon angesprochen – Investoren zunehmend selbst das Heft in die Hand nehmen und ausgestattet mit einem mehr oder weniger großen Erfahrungsschatz aus Co-Investments (jene Investments, bei denen Private Equity Manager aus einer Reihe von Gründen zusätzliche Investoren (Co-Investoren) außerhalb eines Fonds an einer Transaktion partizipieren lassen) selbst Direktbeteiligungen suchen und eingehen. Vor- und Nachteile dieser Herangehensweise sollen jetzt nicht weiter beleuchtet werden. Weiters traten gerade in den letzten ein bis zwei Jahren auch andere Unternehmen als (strategische) Käufer bei Transaktionen auf. Für einen Private Equity Fonds, der für eine Beteiligung einen Verkauf anstrebt, ist das Vorhandensein von strategischen Käufern überaus positiv. Nicht aber, wenn der Private Equity Fonds selbst auf der Käuferseite steht. Um möglichst früh und exklusiv an eine Opportunität heranzukommen und um teure Auktionsverfahren zu vermeiden, wird der Qualität des Netzwerks eines Private Equity Managers sowie der Preisdisziplin beim Investieren immer mehr Bedeutung zukommen. Möglicherweise werden die angesprochenen neuen Investoren aber auch ihr Netzwerk in Form einer strategischen Partnerschaft mit einem Private Equity Manager bündeln wollen, was dann wieder dem Private Equity Manager zugutekommen könnte. Es ist aber nicht zu bestreiten, dass die Konkurrenz für Private Equity Häuser zunimmt. Erfreulicherweise blieben die Leverage-Niveaus über die letzten fünf Jahre de facto unverändert. Und dies ist wohl der größte Unterschied zum Vorabend des Jahreswechsels 2007/2008.

Abb. 3: Bewertungen US M&A (inkl. Private Equity buyouts)



Quelle: PitchBook

* Daten bis inkl. 1. Halbjahr 2016

Fazit

Wir kennen den Versuch, den Markt timen zu wollen, vor allem aus der liquiden Veranlagungswelt. Wenn man allerdings – wie bei Private Equity üblich – ein Portfolio über zumindest vier Jahre aufbaut, relativiert sich dieser Versuch sehr schnell. Private Equity ist im historischen Vergleich nicht billig. Aber welche Anlageklasse ist das? Private Equity kann sich naturgemäß dem Kapitalmarktumfeld nicht entziehen, eine relative Outperformance zu anderen Anlageklassen sollte aber bestehen bleiben. Wir sehen gewisse Parallelen zu 2007, aber auch gravierende Unterschiede, vor allem deutlich niedrigere und stabilere Leverage-Niveaus einerseits und kaum Wachstum der eingesammelten Gelder über die letzten Jahre andererseits. Für uns bedeutet das (unverändert), dass jene Manager und Fonds zu bevorzugen sind, die in der Vergangenheit bewiesen haben, dass sie stets in der Lage sind, attraktive Opportunitäten zu finden und die das entsprechende Netzwerk vorweisen können.

Autor: Mag. Nikolaus Görg, CEFA, Bank Gutmann AG



Mag. Nikolaus Görg, CEFA
Tel.: +43-1-502 20-296, Mobil: +43-664-96 95 296
nikolaus.goerg@gutmann.at

Mag. Nikolaus Görg ist seit 2006 bei Bank Gutmann tätig. Davor war Mag. Görg sechs Jahre als Aktienanalyst bei einer der größten Banken Österreichs. Seit 2007 ist er Leiter des Osteuropa-Aktienteams und seit 2010 Mitglied des Chief Investment Office der Bank Gutmann. Mit August 2014 verantwortet Mag. Görg den Bereich Private Markets.

Dies ist eine Marketingmitteilung. Die Anlage in Finanzinstrumenten oder Anteilen an geschlossenen Fonds ist Marktrisiken unterworfen. Hinweise auf frühere Wertentwicklungen lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investments zu. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert. Für deren Richtigkeit und Vollständigkeit sowie für das Eintreten von Prognosen wird jedoch keine Gewähr übernommen und jede Haftung ausgeschlossen. Bank Gutmann AG weist ausdrücklich darauf hin, dass diese Unterlage ausschließlich für den persönlichen Gebrauch und nur zur Information dienen soll. Eine Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe ist ohne die Zustimmung der Bank Gutmann AG untersagt. Der Inhalt dieser Unterlage stellt nicht auf die individuellen Bedürfnisse einzelner Anleger ab (gewünschter Ertrag, steuerliche Situation, Risikobereitschaft etc.), sondern ist genereller Natur und basiert auf dem neuesten Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Diese Unterlage ist weder ein Angebot noch eine Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Anteilen an geschlossenen Fonds. Offenlegungspflicht gemäß § 25 MedienG: Die erforderlichen Angaben zur Offenlegungspflicht gemäß § 25 Mediengesetz sind unter folgender Web-Adresse zu finden: <https://gutmann.at/Impressum>

© Bank Gutmann Aktiengesellschaft, Schwarzenbergplatz 16, 1010 Wien, Österreich
Tel.: +43-1-502 20-0, www.gutmann.at

März 2017