



Renditeberechnung von Private Equity II

Vorsicht vor der IRR-Falle

Pirmin Hotz & Florian Hotz

Die von Private-Equity-Häusern ausgewiesenen Renditen sind irreführend und aufgeblasen. Aufgrund hoher Intransparenz und Komplexität ist es für Investoren schwierig, die Renditefallen von Private Equity (PE) zu entdecken.

Im Umgang mit PE gibt es für die Ermittlung der Renditen keine börsengehandelten Marktwerte. Die Anbieter stützen sich deshalb auf selbst berechnete interne Renditen, sogenannte Internal Rates of Return (IRR).¹

Die PE-Branche brüstet sich gerne mit jährlichen Renditen von 10 bis 25 % – deutlich höher als die Renditen kotierter Aktien. Dieser Artikel zeigt auf, dass IRR nicht nur irreführende Performance-Kenngrössen sind, sondern auch systematisch manipuliert werden können.

Auf welcher Basis berechnet sich die Rendite?

PE-Gesellschaften rufen das Kapital der Investoren nicht auf einen Schlag, sondern tranchenweise ab. Wenn ein institutioneller Anleger eine Kapitalzusage von 100 Mio. Franken macht, werden in einer ersten Tranche beispielsweise 20 Mio. Franken abgerufen. Weitere 80 Mio. Franken hält der Investor in liquider Form, da diese Summe oder Teilbeträge davon jederzeit kurzfristig abgerufen werden können.

Es stellt sich die Frage: Wird die IRR auf das zugesagte Kapital von 100 Mio. gerechnet oder auf das abgerufene von 20 Mio. Franken? Der Unterschied ist keine

Marginalie. Angenommen, die PE-Gesellschaft erzielt auf der abgerufenen Tranche einen Gewinn von 4 Mio. Franken und weist damit eine überragende IRR von 20% aus. Aus Sicht des Anlegers mutiert dieser IRR schwuppdiewupp zu mageren 4 %, weil er den Gewinn auf sein zugesagtes Kapital von 100 Mio. Franken beziehen sollte. Bezahlt der Investor auf seinen 80 Mio. Franken, die er liquide hält, auch noch Negativzinsen, verschlechtert sich seine Rendite weiter. In der Praxis ist die Berechnung komplex, weil PE-Gesellschaften fortlaufend frisches Kapital abrufen und Gelder an die Investoren zurückzahlen.

Fehlanreize für die Anbieter durch die Methodik

Ludovic Phalippou, Professor an der University of Oxford, kritisiert seit Jahren, dass IRR-Renditen irreführend seien und keine vernünftige Aussage über die wirkliche Performance von PE-Anlagen zuließen.²

Ein fundamentales Problem von IRR sei die sogenannte «reinvestment assumption». Diese unterstellt, dass Gelder, die in einem frühen Stadium an die Investoren des Fonds zurückbezahlt werden, implizit über die gesamte Laufzeit des Fonds zu denselben IRR-Renditen reinvestiert werden könnten. Wenn beispielsweise in den ersten zwei Jahren nach Auflegung eines Fonds, der eine Laufzeit von zwölf Jahren aufweist, Gelder an die Investoren zurückfliessen, die eine IRR-Rendite von jährlich 25% ergeben, so wird diese Rendite auf die volle Laufzeit des Fonds hochgerechnet.

Rechenbeispiel IRR/NPV

	Jahr	Investment 1 Recapitalization	Investment 2 Halten bis zum Ende
Investment	0	-100	-100
Recapitalization	1	50	-
	2	0	-
Verkauf Investment 1	3	150	-
	4		-
Verkauf Investment 2	5		350
	IRR	34%	28%
	NPV	51,4	98,6



Natürlich ist das rein hypothetische Renditeakrobatik, denn die Investoren haben keinerlei Garantie, dass sie die erhaltenen Gelder zu diesem hohen Satz reinvestieren können. PE-Häuser haben folglich ein virulentes Interesse, gute Unternehmen möglichst früh zu verkaufen oder hohe Ausschüttungen vorzunehmen respektive Aktionärsdarlehen zurückzuzahlen, um die anfänglich hohen IRR-Renditen für die gesamte Laufzeit des Fonds zu sichern («lock-in»).

Die Interessen der Anbieter kollidieren deshalb oft mit denjenigen der Investoren, denn für Letztere wäre ein Halten und ein Verkauf dieser Beteiligungen zu einem späteren Zeitpunkt in vielen Fällen die bessere Entscheidung.

Die hypothetische Extrapolation von Renditen sei eine Absurdität, mahnt Phalippou. Amerikanische PE-Giganten wie Apollo und KKR würden seit Jahren sehr hohe und praktisch konstante IRR-Renditen ausweisen. Neuere Fondsrenditen hätten kaum mehr Einfluss auf den Renditeausweis, auch wenn sie noch so schlecht seien. Dieses Vorgehen ist konform mit den geltenden Rechnungslegungsvorschriften, erinnert aber an einen Taschenspielertrick. Phalippou bezeichnet IRR-Renditen in der Folge als «quasi-religiöse Glaubenssache».

Die zeitliche Abfolge entscheidet

Unterschiede in der zeitlichen Abfolge der Zahlungsströme haben einen erheblichen Einfluss auf den IRR. PE-Häuser frisieren den IRR beispielsweise dadurch, dass sie auf die gekaufte Beteiligung Schulden aufnehmen und daraus Aktionärsdarlehen an den PE-Fonds zurückzahlen (Recapitalization).

Aufgrund der schnellen Rückzahlung eines Teils des Investments erhöht sich der IRR, weil die Diskontierung der Zahlungsströme näher in der Gegenwart liegt. Je stärker solche Zahlungen vorgezogen werden, desto irrelevanter wird der potenzielle Verkaufserlös der Beteiligung, denn dieser fliesst in der Regel erst nach sechs bis zehn Jahren. Durch geschicktes Zahlungsmanagement können PE-Häuser so den ausgewiesenen IRR massiv beeinflussen, wie die erste Tabelle zeigt. Obwohl Investment 2 einen signifikant höheren Net

TAKE AWAYS

IRR ist eine irreführende Kenngrösse, die sich leicht manipulieren lässt.

Trotz mässiger Performance können hohe IRR ausgewiesen werden. Investoren sollten daher dieser Kenngrösse kritisch gegenüberstehen.

Present Value (NPV) aufweist,³ liegt der IRR deutlich unter demjenigen von Investment 1, der durch eine Recapitalization von 50 im Jahr 1 getrieben ist. Hohe IRR generieren den PE-Gesellschaften hohe variable Vergütungen, auch wenn dies nicht im besten Interesse der Investoren ist.

Um die Aussagekraft von IRR-Renditen einer kritischen Würdigung zu unterziehen, drängt sich ein Vergleich von börsengehandelten PE-Fonds, einem repräsentativen Basket kotierter PE-Beteiligungsgesellschaften und dem kotierten Aktienmarkt auf.⁴ Mithilfe von Marktpreisen lässt sich ein realitätsnaher Performance-Vergleich ermitteln, wie ihn die zweite Tabelle zeigt.

Die Renditen der PE-Gefässe liegen weit unter den von der Branche kolportierten IRR-Renditen. Über einen Zeitraum von 5, 10 und knapp 20 Jahren schneiden die PE-Fonds von Avadis, der Credit Suisse (von Partners Group gemanagt), der Partners Group (Partners Fund) und PE-Beteiligungsgesellschaften schlechter ab als kotierte Aktien. Dass die Renditen von PE-Gefässen trotz erheblichem Einsatz von Fremdkapital (Leverage) so bescheiden sind, ist ernüchternd.

Reich werden primär die Anbieter

Kotierte PE-Fonds und Beteiligungsgesellschaften stehen im Schaufenster der Anlegergemeinde und müssten im Sinne eines erfolgreichen Marketings eigentlich die besten Produkte der Anbieter repräsentieren. Wenn nun selbst diese derart unbefriedigende Resultate liefern, verstärkt dies die Zweifel, ob IRR-Renditen für Investoren eine aussagekräftige Grösse darstellen.

Oliver Gottschalg, Finanzprofessor an der Pariser HEC-Universität, und Ludovic Phalippou sind der Überzeugung, dass «die Renditen von PE-Fonds deutlich



Jährliche Renditen im Vergleich (in CHF)

	1.11.2001 bis 31.12.2020	1.1.2011 bis 31.12.2020	1.1.2016 bis 31.12.2020
	19 Jahre & 2 Monate*	10 Jahre	5 Jahre
Private Equity			
Avadis PE Welt III	3,5%	10,1%	1,2%
Credit Suisse PE (Partners Group)	4,6%	7,9%	7,4%
Avadis PE Welt IV		7,0%	-6,1%
Avadis PE Welt V		10,2%	5,8%
Avadis PE Welt VI		10,6%	7,7%
The Partners Fund (Partners Group)		9,8%	8,0%
Basket von PE-Gesellschaften**	-1,6%	9,2%	4,5%
Aktien kotiert			
SPI	6,3%	8,7%	7,9%
S&P 500	5,6%	13,3%	12,4%
MSCI World TR	4,9%	9,9%	10,1%
Ø Private Equity	2,2%	9,3%	4,1%
Ø Aktien kotiert	5,6%	10,6%	10,1%

* Daten verfügbar seit 1. November 2001. ** Der Composite beinhaltet Spice Private Equity (früher Apen), Castle Private Equity, HBM Bioventures, New Venturetec, Partners Group Global Opportunities, Partners Group Listed Private Equity, Princess Private Equity, Partners Group, Private Equity Holding und Shape Private Equity – zwischenzeitlich dekotierte Beteiligungsgesellschaften bis zu ihrer Kotierung.

schlechter sind, als weithin angenommen wird».⁵

Die Experten haben im Auftrag des Europäischen Parlaments rund tausend PE-Fonds analysiert und kommen dabei zum Schluss, dass Investoren in PE über einen betrachteten Zeithorizont von 25 Jahren eine Rendite erzielen, die im Durchschnitt der Jahre um 3% unter dem marktbreiten S&P-500-Aktienindex lag.

Die von der Branche oft zitierte «Illiquiditätsprämie» von PE ist bei Lichte betrachtet eine Fata Morgana.

Diese Erkenntnis kann angesichts der horrenden Gebühren, die von Experten auf jährlich 5 bis 6% geschätzt werden, nicht überraschen.⁶ Für Phalippou ist die Branche deshalb eine «Milliardärsfabrik», die die Anbieter auf Kosten der Investoren reich mache.

PIRMIN HOTZ, Gründer und Inhaber, Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG

FLORIAN HOTZ, Master of Science in Law and Finance der University of Oxford

QUELLEN

¹ Siehe dazu Artikel Zoss/Ott, Seite 69.

² Ludovic Phalippou: An Inconvenient Fact: Private Equity Returns & The Billionaire Factory, University of Oxford, Said Business School, Juni 2020.

³ Beide Investments wurden in diesem Beispiel mit 12 % diskontiert.

⁴ Siehe dazu auch Pirmin Hotz: Über die Gier, die Angst und den Herdentrieb der Anleger, FinanzBuch Verlag, 2021, Seite 213 f.

⁵ Oliver F. Gottschalg und Ludovic Phalippou: «The Truth about Private Equity Performance», Harvard Business Review, Dezember 2007.

⁶ Hansruedi Scherer (Gründungsmitglied von PPCmetrics), «Bilanz», Juni 2018, Seite 101 ff.