



Private Equity In Zeiten monetärer Normalisierung

8. August 2013

Autor
Thomas Meyer
+49 69 910-46830
thomas-d.meyer@db.com

Editor
Jens Dallmeyer

Deutsche Bank AG
DB Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Ralf Hoffmann | Bernhard Speyer

Die Ankündigung der Fed, Anleihekäufe zukünftig einzuschränken (Tapering), hat zu neuer Volatilität an den Finanzmärkten und steigenden High-Yield-Spreads geführt. Diese Entwicklung hat bedeutende Auswirkungen auf Private Equity, denn Kredit ist einer der wichtigsten Treiber für diese Anlageklasse.

Auf mittlere Sicht dürfte der Prozess der monetären Normalisierung aber mit einem besseren Ausblick für Private Equity einhergehen. Das liegt freilich nicht daran, dass die Marktteilnehmer ein knapperes Liquiditätsangebot bejubeln würden. Vielmehr dürften sie die graduelle wirtschaftliche Erholung begrüßen, die eine Normalisierung der Geldpolitik überhaupt erst möglich macht. Aus analytischer Sicht ist der neue Kurs der Geldpolitik allerdings Neuland, d.h. Erfahrungen aus der Vergangenheit können nur einen groben Eindruck vermitteln.

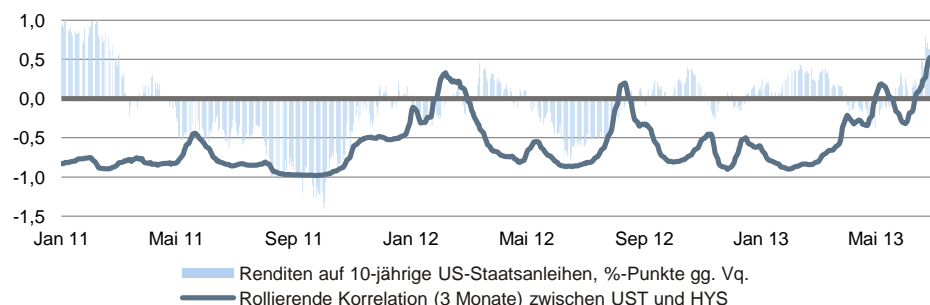
Weitere wirtschaftliche Erholung dürfte sich positiv auf laufende Renditen auswirken. Im Gegensatz dazu dürften die Renditen per Gründungsjahr (Vintage) tendenziell sinken, da der beste Zeitpunkt zum Kauf wohl während des Höhepunkts der Krise gegeben war. Zudem dürften der hohe Bestand an nicht abgerufenen Mitteln bei den PE-Fonds sowie niedrige High-Yield-Spreads moderaten Aufwärtsdruck auf die Übernahmepreise ausüben.

Private Equity ist ein wichtiger Katalysator für Strukturreformen. Die relativ geringe Aktivität in Europas Peripherie ist deshalb eine vertane Chance. Gerade dort gibt es eine Vielzahl an Firmen, die von der Art von Restrukturierungen profitieren könnten, die Private-Equity-Fonds typischerweise durchführen.

Zu den Hauptrisiken gehören eine zu aggressive geldpolitische Wende bzw. eine überzogene Marktreaktion darauf. Diese Sorgen scheinen zwar wenig begründet, denn die Fed plant keine Anleiheverkäufe und Zinserhöhungen werden erst für 2015 erwartet. Aber in Zeiten, in denen Zentralbankzinsen nahe der Untergrenze sind, wird bereits die Kommunikation über den zukünftigen geldpolitischen Kurs zum mächtigen Politikinstrument.

Geldpolitische Wende provoziert ungewöhnliche Korrelation

Empirische Erfahrungen legen nahe, dass der jüngste gemeinsame Anstieg von Renditen auf US-Staatsanleihen und High-Yield-Spreads nur ein vorübergehendes Phänomen ist.



Letzter Wert: 5. Juli 2013

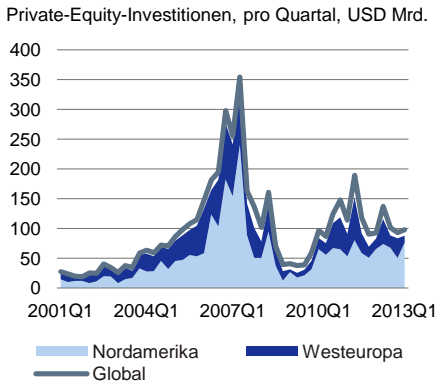
Quellen: DB Research, DBIQ, IHS Global Insight





Private Equity

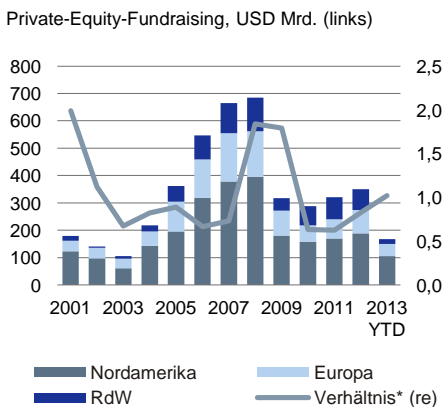
Verhaltener Start ins Jahr 2013 1



Transaktionswert (Fremd- und Eigenkapital) laufender und abgeschlossener Deals mit PE Beteiligung.
Stand: 25. Juni 2013. Jüngste Zahlen können von späteren Revisionen betroffen sein.

Quelle: Bloomberg

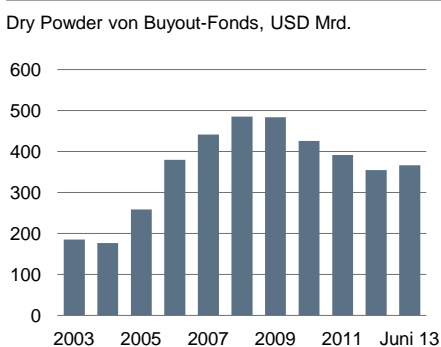
Leichter Zugang zu Kapital 2



*Globales Fundraising zu Investitionen (FK+EK)
Stand: 14. Juni 2013

Quellen: Bloomberg, Preqin, DB Research

Dickes Polster 3



Quelle: Preqin

Diese Studie untersucht wichtige makroökonomische Einflussfaktoren auf Private Equity (PE). Welche Konsequenzen ergeben sich für diese Assetklasse angesichts einer graduellen wirtschaftlichen Erholung und erster Schritte auf dem Weg zur geldpolitischen Normalisierung? Wir werfen auch einen Blick auf einige strukturelle Fragen, z.B. den hohen Bestand an nicht abgerufenen Mitteln bei PE-Fonds, das sogenannte Dry Powder. Außerdem untersuchen wir den Beitrag, den PE potenziell spielen könnte, um die Konkurrenzfähigkeit in Europas Peripherie zu erhöhen.

Der Kreditzyklus hat sich als wesentlicher Treiber für PE erwiesen – das gilt für Investitionen und Renditen. Daher werfen wir einen genaueren Blick auf Kreditmärkte mit Fokus auf das Hochzinssegment, also Produkte mit einem Rating unterhalb von Investment Grade. Bis vor kurzem haben sich die Kreditmärkte durch eine ungewöhnliche Kombination aus historisch niedrigen Zinsen und moderaten Spreads bei Hochzinsprodukten ausgezeichnet. Dies waren außerordentlich günstige Finanzierungsbedingungen für PE. Allerdings haben die schwache Wirtschaft und eine zögerliche Transmission geldpolitischer Impulse dämpfend gewirkt.

Neben Fremdkapital sind die Eigenmittel, die Anleger (Limited Partners, LPs) den PE-Fonds zur Verfügung stellen, die zweite Säule der Finanzierung. Das Fundraising hat sich von der Nachkrisenflaute erholt. Im letzten Jahr haben Anleger weltweit rund USD 350 Mrd. gezeichnet – im Jahr 2010 waren es nur USD 290 Mrd. Umfragen bei den LPs deuten zudem darauf hin, dass die Zielallokationen für PE wahrscheinlich weiter steigen werden, auch wenn sich einige Anleger über den Boom bei Covenant-Lite-Krediten (siehe unten) und dem Überhang an investiertem Kapital besorgt zeigen.¹ Zudem füllt der stete Zustrom an Kapital die bereits vollen Kassen der PE-Fonds. Zum ersten Mal seit der Krise stieg das Volumen an Dry Powder bei Buyout-Fonds im Juni wieder auf nun USD 366 Mrd.

Insgesamt hatte PE einen gebremsten Start ins Jahr 2013. Der Informationsdienst Bloomberg zählte im ersten Quartal Investitionen mit PE-Beteiligung im Gesamtwert von USD 98 Mrd. weltweit. Dabei zählen abgeschlossene und laufende Transaktionen. Dieser Wert ist nur ein leichter Anstieg gegenüber dem Vorjahr. Investitionen in Nordamerika konnten allerdings deutlich zulegen (+16% gg. Vj.), während Investitionen in Westeuropa einbrachen (-35% gg. Vj.).

Freilich sind Quartalswerte volatil und können später revidiert werden. Zudem wurden die nordamerikanischen Zahlen durch die Ankündigung zweier großer Übernahmen mit PE-Beteiligung gestützt: Ziel waren ein Computerfabrikant und ein Ketchup-Hersteller.

Kreditzyklus gibt entscheidende Impulse

Es ist erstaunlich, dass eine Anlageklasse, der immer noch ein Hauch des Mysteriösen anhaftet, sich vergleichsweise gut mit makroökonomischen Trends beschreiben lässt. Der Kreditzyklus nimmt hier eine Schlüsselposition ein. Das liegt daran, dass PE-Transaktionen typischerweise mit einem großen Fremdkapitalanteil durchgeführt werden. Nach Angaben von S&P lag der Eigenkapitalanteil bei Leveraged Buyouts (LBOs) in den USA im ersten Quartal 2013 bei nur 36%. Die Hauptfinanzierungsquelle ist also Fremdkapital. Starke Kreditmärkte können PE-Investitionen daher beflügeln.

Für einen besseren Eindruck der Beziehung zwischen Kreditmärkten und PE nutzen wir eine Reihe einfacher empirischer Modelle. Insbesondere analysieren wir den Einfluss der Finanzierungsbedingungen und der Geldpolitik auf PE-

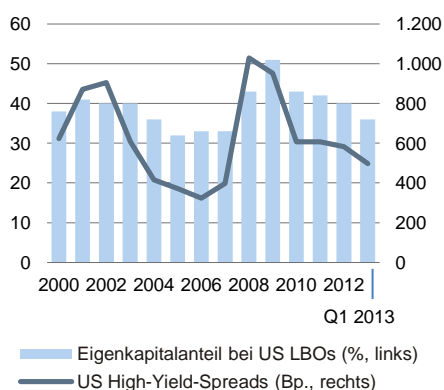
¹ Vgl. zum Beispiel: Coller Capital (2013). Global Private Equity Barometer. Sommer 2013.



Private Equity

Günstiger Kredit treibt Leverage

4



Quellen: DB Research, S&P LCD

Investitionen. Zusätzlich berücksichtigen wir die laufenden Renditen von PE sowie den Wechselkurs. Wir teilen die Stichprobe in nordamerikanische und westeuropäische PE-Investitionen, denn die Märkte jenseits und diesseits des Atlantiks stehen auf unterschiedlichen Entwicklungsstufen. Zudem hat die Finanzkrise zunächst die USA härter getroffen, während die Eurokrise offensichtlich Europa stärker im Griff hat. Beide Argumente können dazu führen, dass Investitionsvolumina unterschiedlichen Gesetzmäßigkeiten folgen.

Im Einzelnen betrachten wir High-Yield-Spreads (HYS), also die Renditeaufschläge von Anleihen mit einem Rating unterhalb von Investment Grade, sowie die Renditen von Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren als Indikatoren für den Kreditzyklus. Die Leitzinsen der Zentralbanken (Federal Funds Rate und der Hauptrefinanzierungssatz der EZB) geben Aufschluss über die geldpolitische Ausrichtung. Zusätzlich berücksichtigen wir die Bilanzsumme der Zentralbanken, um auch unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen, z.B. Anleihekäufe, zu erfassen.

Wirtschaftswachstum, Zinsen und Wechselkurse gehen in die Modelle mit einem Lag von einem Quartal ein. Dies gewährleistet, dass die Modelle eine gewisse Verzögerung bei der Umsetzung finanzwirtschaftlicher Trends in PE-Transaktionen abbilden. Die Ergebnisse sind wenig überraschend: PE-Investitionen profitieren von guten Bedingungen am Kreditmarkt. Niedrige High-Yield-Spreads beispielsweise gehen mit höheren Investitionsvolumina einher. Tests auf Granger-Kausalität legen zudem nahe, dass die Kausalität von HYS zu PE-Investitionen verläuft – aber nicht umgekehrt.

High-Yield-Spreads besitzen die höchste Erklärungskraft für PE-Investitionen. Das liegt auch daran, dass typische PE-Übernahmen mit einem hohen Fremdkapitalanteil finanziert werden. Zudem bilden HYS eine Reihe weiterer Trends ab. Erstens haben HYS großen Einfluss auf die Kreditkosten und bestimmen so, ob Übernahmen erschwinglich sind. Zweitens ist der Fremdkapitalanteil (Leverage) bei einer Transaktion abhängig von den Spreads: Niedrige Spreads bedeuten geringere Fremdkapitalkosten, so dass PE-Fonds mehr Fremdkapital bei Übernahmen einsetzen. **Erfahrungsgemäß geht ein Rückgang der HYS um 100 Bp. mit einem um rund 1,8 %-Punkte niedrigeren Eigenkapitalanteil einher.** Drittens treiben niedrige Kreditkosten und hohe Leverages die Übernahmepreise in die Höhe, denn die PE-Fonds und strategische Investoren stehen in Konkurrenz zueinander um die besten Übernahmeziele. Steigende Preise übersetzen sich dann ebenfalls in höhere aggregierte Investitionsvolumina.

Die Renditen auf Staatsanleihen sind positiv mit Private-Equity-Investitionen korreliert. Das zeigt auch, dass steigende Renditen häufig mit geringerer Risikoaversion einhergehen. Allerdings spielt Multikollinearität eine Rolle infolge der typischerweise inversen Beziehung zwischen HYS und Renditen auf Staatsanleihen. Fügt man die Renditen der Modellspezifikation hinzu, bedeutet das in der Regel also einen schwächeren Einfluss der HYS.

Schwache monetäre Transmission bremst Private Equity

Der hier vorgestellte Ansatz erlaubt es auch, den Einfluss unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen, z.B. *Quantitative Easing* (QE), auf PE-Investitionen zu untersuchen. Die Modelle deuten auf eine inverse Beziehung zwischen der Bilanzsumme der Zentralbanken und den Investitionsvolumina hin. Das heißt, dass Anleihekäufe der Zentralbank einen negativen Effekt auf PE-Investitionen zu haben scheinen. Das wäre ein ungewöhnliches Ergebnis, schließlich besteht der Sinn von QE ja darin, den Zugang zu Finanzmitteln zu erleichtern und damit die Investitionstätigkeit anzukurbeln.

Aber der Kontext ist entscheidend. QE wird dann eingesetzt, wenn andere geldpolitische Instrumente an ihre Grenzen stoßen, beispielsweise, wenn die Leit-

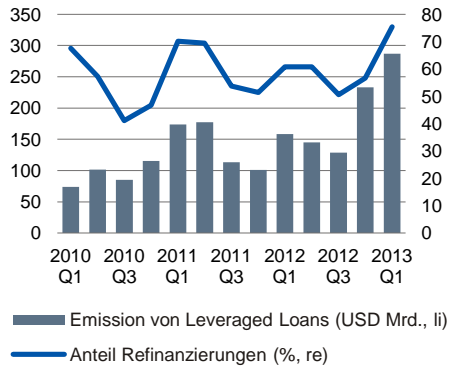


Private Equity

Refinanzierungswelle

5

USA

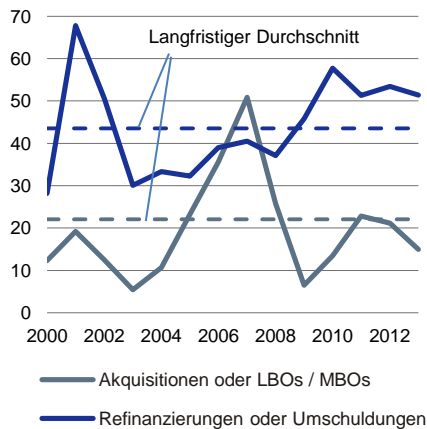


Quellen: Fitch, Thomson Reuters, DB Research

Weniger frisches Geld

6

Emission von US-Hochzinsanleihen, nach Verwendung der Erlöse, %



Stand: 7. Juni 2013

Quellen: Dealogic, DB Research

zinsen bereits nahe Null sind oder die Transmission geldpolitischer Impulse in die Realwirtschaft gestört ist. Diese Störungen bremsen die Investitionen – nicht QE.

Dieser Effekt lässt sich beispielsweise am Markt für Hochzinsanleihen beobachten. In der Tat sind Spreads gesunken und Emissionsvolumina gestiegen (siehe unten) – ganz so, wie es die geldpolitische Expansion erwarten ließ. Allerdings wurde ein Großteil des frisch aufgenommenen Geldes eingesetzt, um Altschulden zu refinanzieren, umzuschulden oder um Dividenden auszuzahlen. Refinanzierungen machten 75% aller in Q1 aufgenommenen Leveraged Loans in den USA aus. Ebenso wanderten die Erlöse von 51% der bislang in diesem Jahr emittierten US-Hochzinsanleihen in die Refinanzierung oder Umschuldung. Im Gegensatz dazu ist der Anteil der Erlöse, die für LBOs oder MBOs eingesetzt wurden, auf 15% gesunken.

Das ist eine wichtige Einschränkung, denn sie zeigt, dass trotz üppiger Kreditmärkte nur wenig frisches Geld eingesetzt wurde, um Erweiterungsinvestitionen oder neue Transaktionen durchzuführen. Die geldpolitische Transmission ist offensichtlich schwächer als normal.

Keine Angst vor geldpolitischer Normalisierung

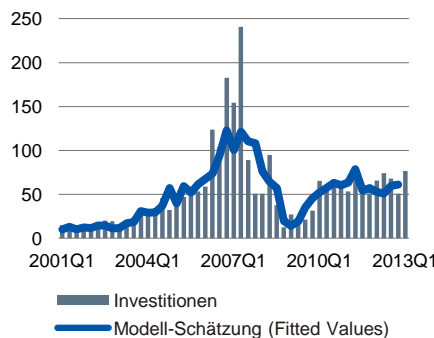
Wenn aber die geldpolitische Expansion mit geringeren PE-Investitionen einher geht, müsste doch die geldpolitische Normalisierung – also weniger Anleihekäufe und schließlich höhere Leitzinsen – mit höheren PE-Investitionen assoziiert sein. Das liegt freilich nicht daran, dass die PE-Fonds den Rückgang im Liquiditätsangebot bejubeln würden. Vielmehr begrüßen sie die zugrundeliegende wirtschaftliche Erholung, die eine geldpolitische Normalisierung überhaupt erst möglich macht. Einschränkend muss man sagen, dass der neue Kurs der Geldpolitik aus analytischer Sicht Neuland ist. Daher können Erfahrungen aus der Vergangenheit nur einen groben Eindruck vermitteln.

Insgesamt erklären die empirischen Modelle bis zu 84% der Variation der PE-Investitionen pro Quartal. Wie die Abbildungen unten illustrieren, ist die Erklärungskraft der Modelle recht gut und die Ergebnisse sind robust gegenüber anderen Spezifikationen und Stichproben.

Kreditzyklus gibt entscheidende Impulse

7

Private-Equity-Investitionen, USD Mrd. Nordamerika



Transaktionswert (EK+FK) laufender und abgeschlossener Deals mit PE Beteiligung

Modell:
 $\text{Log(PE)} = 2.2 - 0.08 \cdot \text{HYS}(-1) - 0.95 \cdot \text{Log(Fed b/s)} + 0.32 \cdot \text{UST10}(-1) + 0.037 \cdot \text{PE_returns} + 0.086 \cdot \text{Trend}$

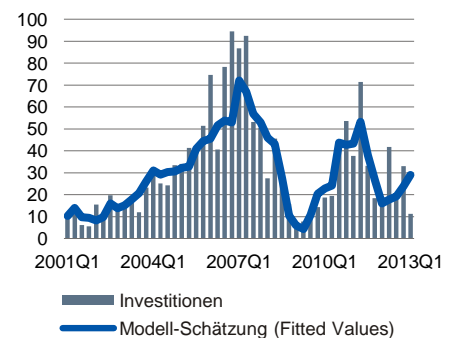
Stichprobe: 2001Q1-2012Q4; R²=84%; DW=1.89

Quellen: DB Research, Bloomberg

Boom Crash Boom (Flaute)

8

Private-Equity-Investitionen, USD Mrd. Westeuropa



Transaktionswert (EK+FK) laufender und abgeschlossener Deals mit PE Beteiligung

Modell:
 $\text{Log(PE)} = 40.4 - 0.08 \cdot \text{HYS}(-1) + 0.09 \cdot \text{GDP}(-1) - 2.7 \cdot \text{Log(ECB b/s)} + 0.12 \cdot \text{ECB_main_refi}(-1) - 1.26 \cdot \text{USDEUR}(-1) + 0.11 \cdot \text{Trend}$

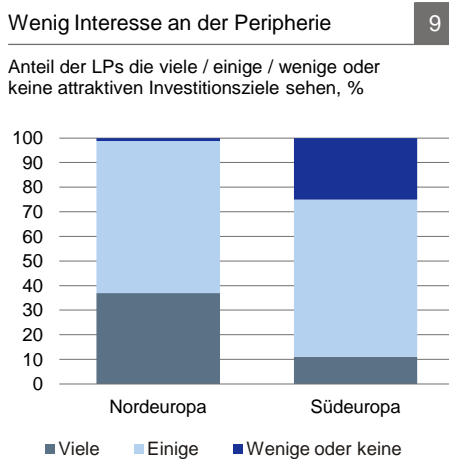
Stichprobe: 2001Q1-2013Q2; R²=79%; DW=1.85

Quellen: DB Research, Bloomberg



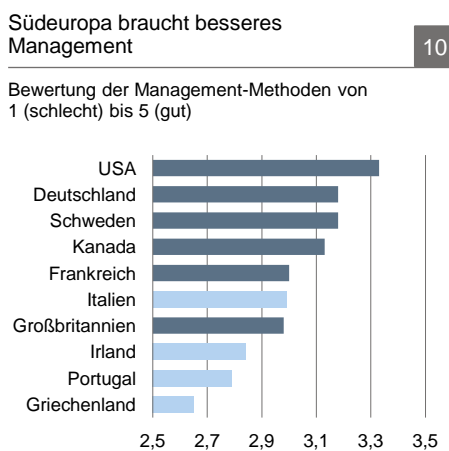
Es gibt eine Ausnahme: Während der Spitze des Vorkrisen-Booms übersteigen die PE-Investitionen in Nordamerika und Europa bei weitem die Summen, die vom Modell erklärt werden können. Das ist wohl kein Fehler der Modelle, sondern zeigt den Überschwang im Markt kurz vor dem Kollaps im Sommer 2007.

Vertane Chancen in Europa



Es gibt deutliche Unterschiede zwischen Private Equity in Nordamerika und Europa. Klar: Die Investitionsvolumina sind erheblich höher in Nordamerika. Letztes Jahr waren die Investitionen mehr als doppelt so hoch wie in Europa. Das liegt an der längeren Geschichte von Private Equity in den USA sowie der insgesamt größeren Tiefe der Kapitalmärkte. Tatsächlich deuten die Modelle darauf hin, dass Europa noch in einer Aufholphase ist, was sich zum Beispiel darin äußert, dass der Koeffizient für den Zeittrend in Europa größer ist als in Nordamerika. Darüber hinaus hatten sich die PE-Investitionen in Europa bereits etwas erholt relativ zum Vorkrisenniveau, während sich die PE-Investitionen jenseits des Atlantiks auf deutlich niedrigerem Niveau stabilisiert hatten.

Die Euro-Schuldenkrise hatte eine weitere Konvergenz in Europa unterbrochen, aufgrund eingeschränkter Finanzierungsbedingungen, anhaltender Unsicherheit über die zukünftige Ertragskraft der Unternehmen und Sorgen um den Fortbestand der Währungsunion.



Umfragen bei Anlegern zeigen, dass insbesondere in Südeuropa wenige attraktive Investitionsgelegenheiten gesehen werden. Das ist bedauerlich, denn gerade Firmen in Europas Peripherie haben häufig Bedarf nach einer gründlichen Überholung ihrer Management-Strukturen. Forschungsergebnisse legen nahe, dass die durchschnittliche Managementqualität bei Firmen in Italien, Portugal, Irland oder Griechenland am unteren Ende Europas rangiert. Die Übernahme und Restrukturierung durch einen PE-Fonds aber ist ein effektiver Weg, die Managementqualität zu verbessern.² Starke PE-Aktivität könnte also ein wichtiger Katalysator sein, um die Konkurrenzfähigkeit zu verbessern und nötige Strukturereformen auf Firmenebene durchzuführen. Tatsächlich haben bereits frühere Studien von uns darauf hingewiesen, dass Buyout-Investitionen einen positiven und statistisch signifikanten Einfluss auf Wachstum haben.³ Der Mangel an Private Equity ist daher eine vertane Chance für Europa – aber auch für manche Anleger, denn häufig sind es die Firmen mit dem höchsten Restrukturierungsbedarf, die die attraktivsten Investitionsziele darstellen.

Kreditmärkte: Der Honeymoon ist wohl vorbei

Bis in den Mai waren die Kreditmärkte in geradezu überschwänglicher Stimmung. Die schwache Wirtschaft in den USA und Europa veranlasste die Zentralbanken, reichlich Liquidität in den Markt zu pumpen – mit konventionellen und unkonventionellen Methoden. Die Leitzinsen waren auf einen historischen Tiefstand gesunken.

In jüngster Zeit hat aber die wirtschaftliche Erholung langsam an Fahrt gewonnen. Die Wirtschaftsleistung in den USA hat inzwischen das Vorkrisenniveau übertroffen und Europas Wirtschaft wird im zweiten Halbjahr 2013 wahrschein-

² Bloom, Nicholas, John Van Reenen and Raffaella Sadin (2009). Do private equity owned firms have better management practices? In: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009. World Economic Forum. pp. 3-23; und Bloom, Nicholas and John Van Reenen (2010). Why do management practices differ across firms and countries? Journal of Economic Perspectives. Volume 24. Number 10. Pages 203–224.

³ Meyer, Thomas (2008). Venture capital: Brücke zwischen Idee und Innovation. E-economics 65. Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main.

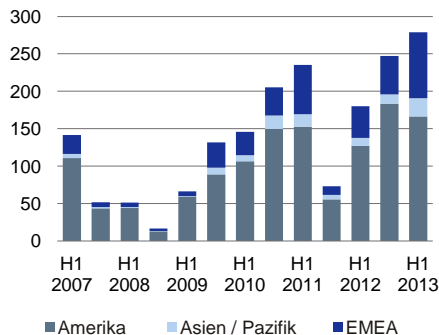


Private Equity

Boom bei Hochzinsanleihen

11

Emission von Hochzinsanleihen, USD Mrd.

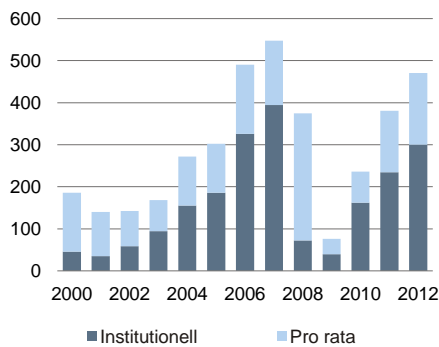


Quelle: Dealogic

Höchststände im Blick

12

Emission von US Leveraged Loans, USD Mrd.

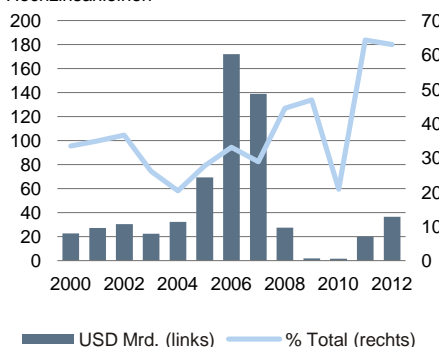


Quelle: S&P LCD

"Auferstanden von den Toten"

13

Weltweite Emissionen von CDOs auf Basis von Hochzinsanleihen



Quellen: DB Research, SIFMA

lich wieder zu positiven Wachstumsraten zurückkehren. Dieser Trend begünstigt einen optimistischeren Ausblick der Investoren und wachsenden Risikoappetit. Darüber hinaus haben die wichtigsten Zentralbanken deutlich gemacht, dass sie sehr entschlossen gegen einen Rückfall in die Krise vorgehen würden – mit unkonventionellen Maßnahmen, falls nötig.

Lebhafte Kreditmärkte

Das Ergebnis waren niedrige Zinsen für Staatsanleihen bei wachsendem Risikoappetit und starker Emissionsaktivität. Das Emissionsvolumen von hochverzinslichen Anleihen (sog. High-Yield-Bonds), das sind Anleihen mit einem Rating unterhalb von Investment-Grade, hat im ersten Halbjahr 2013 weltweit fast USD 280 Mrd. erreicht – getragen insbesondere von einer lebhaften Entwicklung in den USA. Damit wurden Vorkrisenniveaus deutlich übertroffen. Die Vergabe von Leveraged Loans hat sich ebenfalls von der Krise erholt und erreichte USD 470 Mrd. allein in den USA.

Dieser Boom wurde unterstützt durch neue Aktivität bei sogenannten Collateralised Debt Obligations (CDOs) – Produkte, die während der Krise in Misskredit gerieten. Das Emissionsvolumen neuer CDOs liegt zwar noch weit unterhalb der Spitzenwerte von vor der Krise, aber die Lebenszeichen sind nicht zu übersehen. Das starke Wachstum bei CDOs gemeinsam mit dem sogenannten Originate-to-Distribute-Ansatz, also der Bündelung und Verbriefung von Vermögenswerten, war eine der stärksten Begleiterscheinungen des letzten PE-Booms.⁴ Eine Renaissance bei CDOs könnte also neue Impulse bringen – insbesondere einen robusteren Zugang zu hochverzinslichen Kreditformen, wenn die jüngste Honeymoon-Phase vorbei ist.

Banken und CLO-Manager zeigen sich auch zunehmend aufgeschlossener gegenüber sogenannten Covenant-Lite-Krediten, das sind Kredite mit weniger strengen Auflagen. Nach Angaben der Rating-Agentur Fitch stieg die Emission von Covenant-Lite-Krediten in den USA auf USD 78,3 Mrd. in Q1 (27% des gesamten Emissionsvolumens) – der höchste Quartalswert seit 2007. Das durchschnittliche Limit für Covenant-Lite-Kredite bei CLOs in den USA lag bei knapp 50% in Q1 2013, nach nur 44% im Vorquartal.⁵

Einige Beobachter betrachten den Zuwachs bei Covenant-Lite-Krediten als Anzeichen für die Überhitzung des Kreditmarktes, schließlich gab es auch vor der letzten Krise einen Boom bei Covenant-Lite-Krediten. Die Hauptsorge ist, dass ohne strenge Kreditaufgaben Firmen in Schieflage lediglich das Unvermeidliche aufschieben, weil Kreditgeber die Rechte fehlen, frühzeitig einzugreifen. Das könnte dazu führen, dass eine Reihe von Zombiefirmen entstehen, die zwar technisch gesehen noch nicht insolvent sind, deren Geschäftsmodell aber überholt ist.

Genau diese Eigenschaft macht Covenant-Lite-Kredite aber interessant für Unternehmer und Manager, die in schwierigen Zeiten durchaus anderer Meinung als die Kreditgeber sein können, was die Zukunftsfähigkeit ihres Geschäftsmodells angeht. Zudem sind viele PE-Fonds besonders erfahren in Sachen Restrukturierung und sind mitunter besser in der Lage als Kreditgeber zu entscheiden, was getan werden muss. Tatsächlich zeigt eine Studie, dass PE-geführte Unternehmen im Durchschnitt die besten Management-Methoden ein-

⁴ Meyer, Thomas (2011). Private Equity: Chancen in stürmischem Umfeld. E-economics 87. DB Research.
⁵ Fitch (2013). U.S. Leveraged Market Quarterly. April 22, 2013.



setzen.⁶ Kein Wunder, dass 72% der Covenant-Lite-Kredite in Q1 2013 einen PE-Hintergrund hatten – im Vergleich zu 65% in Q4 2012.⁷

Die Ausfallraten bei Covenant-Lite-Krediten sind offensichtlich niedriger als bei traditionellen Krediten, schließlich gibt es weniger Auslöser, um einen Kredit fällig zu stellen. Überraschenderweise sind aber auch die Verwertungsraten höher. Das liegt daran, dass Covenant-Lite-Kredite in der Regel durch nachrangige Kreditformen geschützt werden – Verluste müssen zunächst diese nachrangigen Kredite aufzehren, bevor sie die höherrangigen Kredite einschließlich der Covenant-Lite-Kredite angreifen. Im Endergebnis ersetzen die Kreditgeber den Schutz durch Auflagen (Covenants) mit Schutz durch nachrangige Kreditformen recht effektiv.

Die Honeymoon-Phase würde nicht ewig dauern

Wir hatten bereits zuvor angedeutet, dass diese Honeymoon-Phase nicht ewig andauern würde.⁸ Seit der Ankündigung der Fed im Mai, die Anleihekäufe zukünftig einzuschränken, sind die Renditen für US-Staatsanleihen zeitweise um 70 Bp. nach oben geschossen; High-Yield-Spreads hatten sich um bis zu 88 Bp. geweitet. Weltweit folgten Renditen einem ähnlichen Muster. Aktien, Rohstoffe und andere risikosensitive Vermögenswerte erlebten einen Ausverkauf.

Steigende Volatilität hat auch das Emissionsvolumen gebremst, nach einem starken Start im Jahr 2013. Bis in den Mai lag das Emissionsvolumen bei Unternehmensanleihen weltweit rund 25% über dem Vorjahreswert. Im Juni lag der Wert dagegen 12% niedriger.

Ein empirisches Modell für High-Yield-Spreads

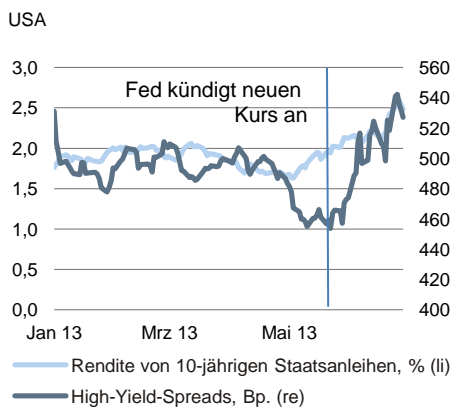
Der Kreditzyklus, insbesondere die High-Yield-Spreads, sind wichtige Treiber für PE-Investitionen. Das rechtfertigt eine genauere Untersuchung. High-Yield-Spreads sind im Wesentlichen das Ergebnis aus den Opportunitätskosten des Kapitals, dem Liquiditätsangebot, Kreditrisiko und dem Risikoappetit der Investoren. In der Praxis überlappen sich diese Treiber natürlich: In Zeiten großen Liquiditätsangebots dürften auch die Kredit-Ausfallraten niedrig sein, denn es dürfte auch vielen schlecht geführten Firmen gelingen, ihre Finanzierung zu sichern. Das Kreditrisiko könnte also unterschätzt werden.

Um diese verschiedenen Einflussfaktoren abzubilden, haben wir ein einfaches Modell gerechnet basierend auf 10-jährigen US-Staatsanleihen (UST10) als Indikator für die Opportunitätskosten des Kapitals und der geldpolitischen Ausrichtung. Das US-Wirtschaftswachstum und der S&P 500 Aktienindex erfassen die gegenwärtige und erwartete gesamtwirtschaftliche Lage als Hinweis auf das Kreditrisiko. Der S&P-500 Volatilitätsindex (VIX) berücksichtigt zusätzlich die Risikopräferenz der Investoren.

Dieses einfache Modell erweist sich als vergleichsweise effektiv – es erklärt 75% der Variation bei High-Yield-Spreads. Die statistischen Zeitreiheneigenschaften sind etwas komplizierter; das Modell nutzt daher die Veränderungen im Quartal anstatt von Niveaus. Das Modell kann allerdings nicht das volle Ausmaß der Krise erklären, als die HYS explodierten und der Bond-Markt in Q4 2008

Deutlicher Anstieg

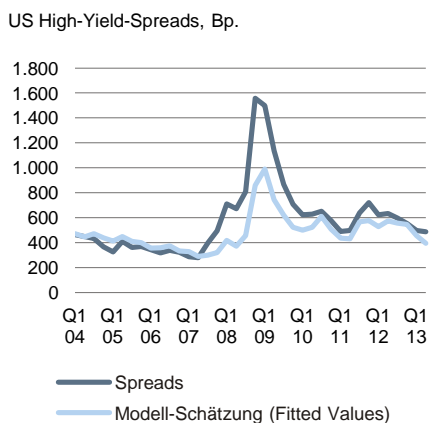
14



Quellen: DBIQ, IHS Global Insight

Panik nach Lehman

15



Modell:

$$D\log(\text{HYS}) = -0,49 \cdot D\log(\text{UST10}) - 1,4 \cdot D\log(\text{S\&P 500}) - 0,014 \cdot D(\text{GDP})$$

Stichprobe: 2004Q1 - 2013Q1; R² = 76%; DW = 1.59

Quellen: DBIQ, DB Research

⁶ Bloom, Nicholas, John Van Reenen und Raffaella Sadin (2009). Do private equity owned firms have better management practices? In: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009. World Economic Forum. pp. 3-23.

⁷ Moody's (2013). Covenants: Signs of a "Covenant Bubble" Suggest Future Risks for Investors. Moody's Investors Service. Special Comment, May 20, 2013.

⁸ Kaya, Orcun and Thomas Meyer (2013). Unternehmensanleihen in Europa: Wo stehen wir und wohin geht die Reise? EU Monitor. Globale Finanzmärkte.

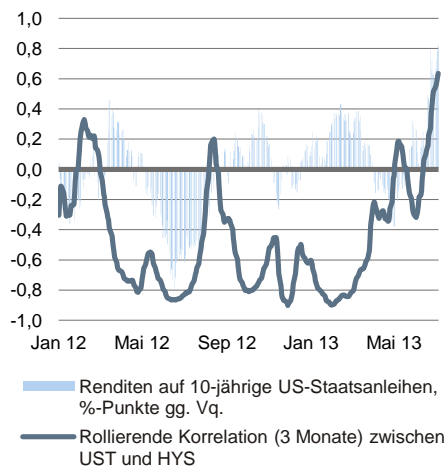


austrocknete. Das zeigt vor allem auch die Panik seitens der Anleger nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers.

Insgesamt deuten die Modelle auf einen inversen Zusammenhang zwischen HYS und den Renditen auf Staatsanleihen, Aktienkursen und US-Wirtschaftswachstum hin. Sie sind positiv korreliert mit der Aktienmarktvolatilität, denn beide sind ein Indikator für Risikoaversion. Die Ergebnisse sind insgesamt wenig überraschend und sagen im Prinzip, dass die Investoren eine geringere Risikoprämie verlangen, wenn es der Wirtschaft besser geht.

Normalerweise negativ

16



Quellen: DB Research, DBIQ, IHS Global Insight

Wie lassen sich die jüngsten Bondpreise erklären?

Die jüngsten Erfahrungen widersprechen den oben beschriebenen Zusammenhängen. Obwohl es eine überwiegend negative Korrelation zwischen den Renditen auf Staatsanleihen und risikosensitiven Vermögenswerten gibt, ist diese Korrelation nicht vollständig stabil über die Zeit. Wie die jüngsten Erfahrungen zeigen, gibt es Episoden, in denen Renditen und HYS sich in die gleiche Richtung bewegen, also eine positive Korrelation haben.

Historisch gesehen haben sich solche Episoden (a) als recht kurzlebig erwiesen und traten (b) häufig im Zusammenhang mit wichtigen geldpolitischen Kursänderungen auf. Die vorherige Spitze im Spätsommer 2012 kann wohl auch auf die Einführung des OMT-Programms (Outright Monetary Transactions) der EZB zurückgeführt werden.

Die historischen Muster deuten an, dass eine geldpolitische Normalisierung, im Einklang mit der wirtschaftlichen Erholung, sowie steigende Renditen auf Staatsanleihen auf mittlere Sicht durchaus mit niedrigeren HYS einhergehen können. Geldpolitische Entscheidungen werden häufig von höherer Volatilität an den Finanzmärkten begleitet. Es wäre aber sehr ungewöhnlich, wenn eine solche Situation dauerhaft Bestand hätte.

Das Hauptrisiko besteht gegenwärtig darin, dass die geldpolitische Wende zu schnell erfolgt – oder dass die Märkte sie für zu schnell halten könnten. Obwohl die Fed betont, dass geldpolitische Entscheidungen abhängig sind von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, insbesondere der Arbeitslosigkeit, ist bereits diese Ankündigung eine Form restriktiverer Geldpolitik. Das liegt daran, dass in Zeiten niedrigster Leitzinsen die Kommunikation über den zukünftigen Kurs der Geldpolitik eines der mächtigsten verbliebenen geldpolitischen Instrumente ist. Jede Kursänderung hat daher großer Einfluss auf die Markterwartungen, selbst wenn aktuell noch nichts passiert.

Darüber hinaus könnte die Fed weniger Rücksicht nehmen auf Europa, wo die wirtschaftliche Erholung hinterher hinkt, oder die Schwellenländer, wo jüngst eine gewisse Umkehr früherer Kapitalzuströme stattfand.

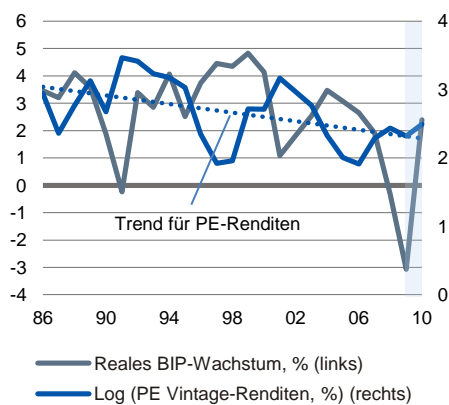
Erholung der Vintage-Renditen bislang schwächer als in früheren Zyklen

Im Endeffekt bestimmen die (erwarteten) Renditen die Attraktivität von Private Equity als Anlageklasse. Dabei ist es wichtig, zwischen laufenden Renditen und den Renditen per Gründungsjahr des Fonds (Vintage) zu unterscheiden, denn beide folgen unterschiedlichen makroökonomischen Mustern. Laufende Renditen sind prozyklisch, wogegen Vintage-Renditen ein antizyklisches Verhalten zeigen. Das heißt im Wesentlichen, dass PE-Fonds von wirtschaftlicher Erholung profitieren (laufende Renditen), aber auch dass es am besten gewesen wäre, zum Tiefpunkt der Krise eingestiegen zu sein (Vintage-Renditen).



Private Equity

Schwaches Wachstum, starke Rendite 17

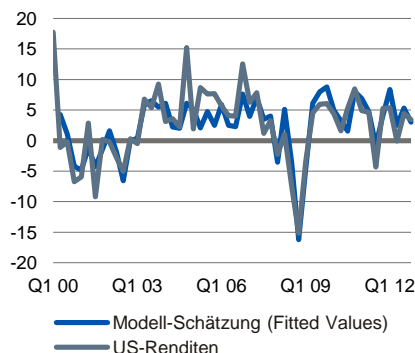


Jüngste Jahrgänge haben noch keine aussagekräftigen Zahlen vorgelegt. Die Renditen sind Pooled Returns (IRR) die seit Auflegung netto den LPs zufließen.

Quellen: DB Research, Cambridge Associates

Laufende Renditen sind prozyklisch 18

US Private Equity: End-to-End pooled Returns (netto), %



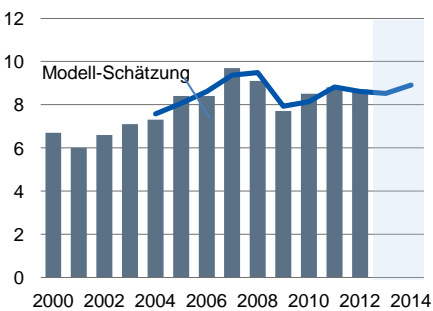
Modell:
Returns = $-5.8 + 0.41 \cdot \text{GDP} + 0.04 \cdot \text{D}(\text{S\&P 500}) + 6.03 \cdot \text{USDEUR}$

Stichprobe: 2000Q2 to 2012Q4; $R^2 = 72\%$; $DW = 2.03$

Quellen: Cambridge Associates.; DB Research

Konkurrenzdruck 19

US-LBOs, Purchase Price Multiple



Modell:
Multiple = $8.3 - 0.28 \cdot \text{HYS}(-1) + 0.005 \cdot \text{Dry_powder}(-1)$

Stichprobe: 2004 to 2012; $R^2 = 83\%$; $DW = 2.94$

Quellen: S&P LCD, DB Research

Das antizyklische Muster von Vintage-Renditen sieht man natürlich nicht nur bei Private Equity. Es ist meist am lukrativsten, dann Vermögenswerte zu kaufen, wenn der Preis am Boden ist. Allerdings zeigen Vintage-Renditen von PE auch dann noch ein antizyklisches Muster, wenn sie mit ebenfalls zyklischen Renditen am Aktienmarkt verglichen werden. Das heißt, der Boom-Bust-Zyklus ist für Private Equity stärker ausgeprägt als z.B. bei Aktien.⁹

Der scharfe Einbruch infolge der Finanzkrise bot also auch Gelegenheit für PE-Fonds, günstig einzusteigen: Die Bewertungen waren niedriger, und schwaches Fundraising reduzierte den Konkurrenzdruck zwischen den Fonds.¹⁰ Es braucht einige Jahre, bis PE-Fonds verlässliche Zahlen zur Rendite vorlegen können, so dass nicht unmittelbar klar war, ob sich diese Strategie auch während der letzten Krise auszahlen würde. Inzwischen haben einige Fonds Zahlen vorgelegt, so dass eine erste Bilanz gezogen werden kann.

Der Gesamteindruck bestätigt zunächst das traditionelle Muster: Vintage-Renditen sanken während des Booms vor der Krise und deuteten damit auf eine gewisse Übertreibung. Seit Ausbruch der Krise haben sich die Vintage-Renditen aber wieder erholt und bestätigen somit das typische antizyklische Muster. Allerdings scheint die Erholung bislang schwächer zu sein als in früheren Zyklen – über die letzten 25 Jahre zeigt sich ein gewisser Abwärtstrend.

Die jüngste Krise war in vielerlei Hinsicht außergewöhnlich. Der Aufschwung nach einer Finanzkrise fällt typischerweise schwächer aus, und insbesondere diese Krise hatte ihren Ursprung am Anleihemarkt. Eine etwas gebremste Erholung der Renditen war also zu erwarten. Zudem gilt es zu berücksichtigen, dass viele junge PE-Fonds bislang noch wenige Portfolio-Unternehmen weiterverkauft haben (Exit). Das heißt, dass sich die Renditen nicht nur aus tatsächlichen Cash-Flows, sondern auch aus geschätzten Wertanpassungen bei den Portfolio-Unternehmen ergeben. Sollten diese Unternehmen beim späteren Exit höhere Preise erzielen, würden auch die Renditen nach oben angepasst. Tatsächlich zeigt ein Blick auf laufende Renditen keinen Abwärtstrend.

Erholung stützt laufende Renditen

Laufende Renditen von Private Equity zeigen ein klares prozyklisches Muster. Empirisch gesehen profitieren sie von höherem Wirtschaftswachstum und steigenden Aktienkursen, denn beides übersetzt sich typischerweise in eine stärkere Bewertung der Portfolio-Unternehmen und höhere Exit-Preise. Es gibt keinen statistisch signifikanten Abwärtstrend, was den Trend bei den Vintage-Renditen etwas relativiert. Die weitere wirtschaftliche Erholung sollte sich also positiv auf laufende Renditen auswirken.

Aufwärtsdruck auf Übernahmepreise

Leichter Zugang zu Kredit und Fundraising erhöht die Konkurrenz zwischen den PE-Fonds. Ein großer Bestand an Dry Powder erhöht außerdem den Druck, zeitnah zu investieren, und treibt somit die Übernahmepreise. Günstiger Kredit macht höhere Preise auch erschwinglich für PE-Fonds.

Der Bestand an Dry Powder bei Buyout-Fonds hat nach einem mehrjährigen Abwärtstrend gerade erst wieder zu steigen begonnen. Dieser Abwärtstrend dürfte auf kurze Frist die Preisentwicklung dominieren: In der Tat sind die Übernahmepreise (ausgedrückt in Purchase Multiples) im ersten Quartal auf 8,4x gefallen – von 8,7x im vergangenen Jahr. Allerdings dürften niedrige HYS und ein

⁹ Meyer, Thomas (2012). Tight credit, low growth. How will private equity fare in Europe? Research Briefing. February 27, 2012. DB Research.

¹⁰ Meyer, Thomas (2011). Private Equity: Chancen in stürmischem Umfeld. E-economics 87. DB Research.



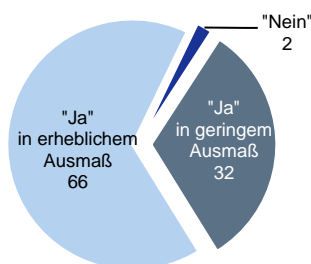
hoher Bestand an Dry Powder zukünftig wieder leichten Aufwärtsdruck auf die Übernahmepreise ausüben.

Ausblick

Restrukturierungen sind der Schlüssel

20

Frage: "Haben PE-Fonds zu operativen Verbesserungen beigetragen?"



Quelle: Collier Capital

Das grundlegende Geschäftsmodell von Private Equity – schwache Unternehmen kaufen, Restrukturierungen durchführen, mit Gewinn verkaufen – scheint intakt. Jüngere Forschung zeigt, dass PE-geführte Unternehmen die besten Management-Methoden einsetzen (Bloom et al, 2009). Institutionelle Investoren stimmen zu: Sie sind sich weitgehend einig, dass PE operative Verbesserung bewirkt. Das Ergebnis scheint auch zu stimmen. Private Equity bietet attraktive Renditen, die jenen an den Aktienmärkten häufig überlegen sind.¹¹ Studien zeigen auch, dass sich Private Equity während der Krise wacker behauptet hat.¹²

Der relative Mangel an Private Equity in Europas Peripherie ist daher eine vertane Chance, weil es dort viele Unternehmen gibt, die von den durch PE-Fonds typischerweise durchgeführten Restrukturierungen profitieren würden.

Die Honeymoon-Phase auf den Kreditmärkten, also die Kombination aus historisch niedrigen Zinsen auf Staatsanleihen und moderaten High-Yield-Spreads, scheint erste Risse zu bekommen. Obwohl die Zinsen auf Staatsanleihen infolge der geldpolitischen Normalisierung wohl weiter steigen werden (zunächst in den USA, später in Europa), könnten risikosensitive Vermögenswerte durchaus von einer weiteren wirtschaftlichen Erholung profitieren. Unterm Strich dürfte sich Kredit aber wohl eher verteuern.

Dem stehen andere Faktoren gegenüber, vor allem der bessere gesamtwirtschaftliche Ausblick und stärkere Unternehmenszahlen. DB Strategen sehen den S&P 500 Aktienmarktindex gegen Ende 2015 bereits bei 2000 Punkten – ein Anstieg um 24% gegenüber Juni 2013.¹³ Das hilft den Gewinnen der Portfolio-Unternehmen und erlaubt höhere Exit-Preise. Darüber hinaus dürfte sich die monetäre Transmission stärken, d.h. dass Impulse vom Kreditmarkt sich besser in tatsächliche Investitionen übersetzen als zuvor.

Laufende Renditen von Private Equity sollten deshalb vom Aufschwung profitieren. Im Gegensatz dazu könnten die Vintage-Renditen wieder etwas sinken, denn die beste Gelegenheit zum Kauf war wohl während des Höhepunkts der Krise. Der Abwärtstrend bei den Vintage-Renditen mag Ausweis einer zunehmenden Reife von Private Equity sein – Überrenditen gegenüber anderen Anlagelassen fallen dann kleiner aus. Der Abwärtstrend kann aber auch ein statistischer Sondereffekt sein, der sich daraus ergibt, dass noch nicht ausreichend verlässliche Zahlen aus dem jüngsten Zyklus vorliegen. Tatsächlich gibt es keinen Trend bei den laufenden Renditen.

Die Geldpolitik bleibt die große Unbekannte. Die Ankündigung der Fed, zukünftig die Anleihekäufe einzuschränken, hat für neue Finanzmarktvolatilität und steigende High-Yield-Spreads gesorgt. Das mag ein kurzlebiges Phänomen sein, bis die Marktteilnehmer von der Liquiditätsschwemme entwöhnt sind. Auf mittlere Sicht sollte eine geldpolitische Normalisierung mit stärkeren risikosensitiven Vermögenswerten einhergehen. Das liegt freilich nicht daran, dass die Marktteilnehmer ein knapperes Liquiditätsangebot bejubeln würden. Vielmehr

¹¹ Siehe zum Beispiel: Harris, Robert; Tim Jenkinson and Steven N. Kaplan (2011). Private Equity Performance: What Do We Know? Working Paper No. 11-44. Fama-Miller Paper Series. Chicago Booth. S. 36.

¹² Siehe zum Beispiel: A.T. Kearney (2011). Rating Operative Performance of PE Portfolio Companies. PE fund companies in Europe stage a post-recession comeback; Gottschalg, Oliver and Jakob Schramm (2013). Im Auge des Sturms. Die Bank 5/2013.

¹³ Deutsche Bank Research (2013). Multi-year path to PE expansion. US Equity Insight. 14. Juni.



dürften sie die graduelle wirtschaftliche Erholung begrüßen, die eine Normalisierung der Geldpolitik überhaupt erst möglich macht.

Das Hauptrisiko besteht darin, dass die geldpolitische Wende zu schnell oder zu aggressiv erfolgt. Auch könnten die Märkte übertrieben reagieren und ihrerseits eine Abwärtsspirale in Gang setzen. Diese Sorgen scheinen weit hergeholt zu sein, werden doch die ersten Leitzinserhöhungen nicht vor 2015 erwartet. Aber in Zeiten, in denen die Leitzinsen bereits nahe Null sind, wird die Kommunikation über den zukünftigen geldpolitischen Kurs zu einem Schlüsselinstrument der Zentralbanken. Bereits eine Ankündigung beeinflusst Markterwartungen. Es bleibt also eine heikle Aufgabe, den geldpolitischen Kurs so zu setzen, dass er in Einklang mit der gesamtwirtschaftlichen Erholung steht.

Thomas Meyer (+49 69 910-46830, thomas-d.meyer@db.com)

© Copyright 2013. Deutsche Bank AG, DB Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg