

GOLDING

CAPITAL PARTNERS

# PRIVATE EQUITY STUDIE: FINDING ALPHA

Eine Studie von Prof. Oliver Gottschalg (HEC) und Golding Capital Partners zur relativen Performance von Private Equity

Frankfurt, 5. Oktober 2010

HEC  
PARIS

# ZIEL DER STUDIE WAR DIE WISSENSCHAFTLICHE UNTERSUCHUNG DES ALPHAS VON PRIVATE EQUITY

## Hintergrund der Studie

- Es wird immer wieder angezweifelt, dass Private Equity eine nachhaltige Überrendite gegenüber Aktien erzielen kann
- Ein häufiger Kritikpunkt ist der Einsatz von Fremdkapital (Leverage und Financial Engineering)
- Bislang konnte wissenschaftlich nur begrenzt untersucht werden, ob Private Equity tatsächlich einen Mehrwert bei den übernommenen Unternehmen schafft
- In einer gemeinsamen Studie von Golding Capital Partners und HEC sind einige der häufigen Vorurteile und Kritikpunkte untersucht worden
- Die Vorgehensweise und der Datenumfang sind in dieser Form bisher einmalig



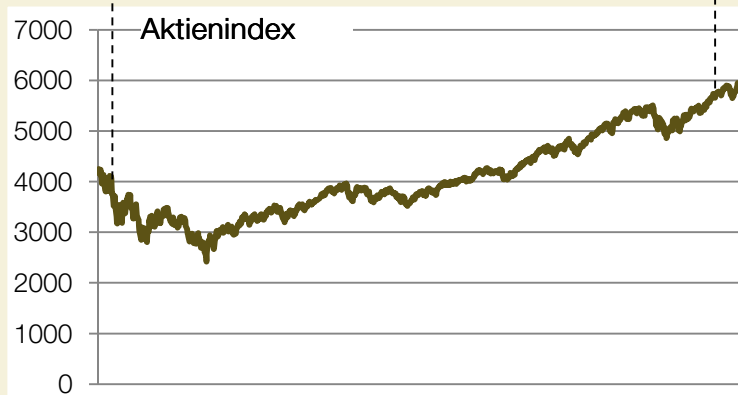
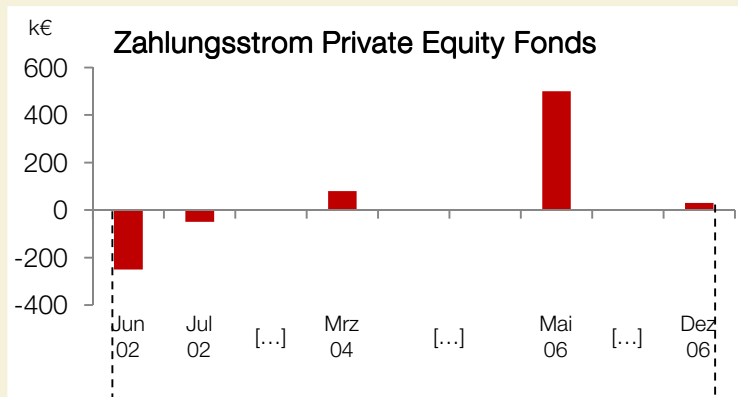
## Fragestellungen

- 1 Ist Private Equity in der Lage, Überrenditen gegenüber dem Aktienmarkt zu erwirtschaften?
- 2 Erzielt Private Equity seine Rendite vor allem über den hohen Fremdkapitalanteil (Leverage) bei den übernommenen Unternehmen?
- 3 Ist Private Equity nur in einem positiven Marktumfeld erfolgreich und bewegt sich zyklisch mit den Aktienmärkten?

Umfangreiche Datenbasis und wissenschaftliche Vorgehensweise eröffnen eine neue Sichtweise

# HERAUSFORDERUNG: RENDITEN VON AKTIEN UND PRIVATE EQUITY SIND NICHT DIREKT MITEINANDER VERGLEICHBAR

## Benchmarking von Private Equity - beispielhaft



△ 22%  
Rendite

Ist 12%  
die richtige  
Überrendite?

△ 10%  
Rendite

## Notwendige Anpassungen

- Der einfache Vergleich von Private Equity-Renditen mit der Aktienrendite über die Fondslaufzeit („Buy and Hold“) führt zu irreführenden Ergebnissen
- Um die Renditen vergleichbar zu machen, sind vor allem folgende Anpassungen notwendig:
  - 1) Timing der einzelnen Zahlungsströme
  - 2) Allgemeine Entwicklung der jeweiligen Branchen
  - 3) Einsatz von Fremdkapital (Leverage)
- Die Ermittlung der Private Equity-Rendite erfolgt auf Transaktionsebene, nicht aggregiert über einen oder mehrere Fonds

Private Equity-Renditen müssen mit einer geeigneten Benchmark verglichen werden

## ES MUSSTE EINE NEUE BENCHMARK GEFUNDEN WERDEN, UM DIE RENDITEN KORREKT MITEINANDER ZU VERGLEICHEN

Anpassung Benchmark	Timing Effekt	Branchen Effekt	Leverage Effekt	Erläuterung
Passiver Aktienindex (buy and hold)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Jahresrendite eines passiven Investments (buy and hold) in einen breiten Aktienindex analog der Haltedauer des Private Equity Investments
Aktiver Aktienindex	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Laufende Käufe und Verkäufe eines breiten Aktienindex, analog der Kapitalabrufe und -rückflüsse des Private Equity Investments
Aktiver Branchenindex	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Laufende Käufe und Verkäufe eines Aktienindex aus Firmen, welche in denselben Branchen wie das Private Equity Investment tätig sind
<b>Aktiver Branchenindex mit Leverage-Anpassung</b>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	Zusätzliche Angleichung des Verschuldungsgrades der öffentlich gehandelten Firmen auf das Niveau von Buyout-Investitionen

Die verwendete Benchmark spiegelt ein vergleichbares Aktieninvestment möglichst exakt wider

## DIE LEVERAGE-ANPASSUNG IST EIN WICHTIGER SCHRITT IN DER BERECHNUNGSMETHODE VON ALPHA

### Prinzipdarstellung einer Leverage-Anpassung

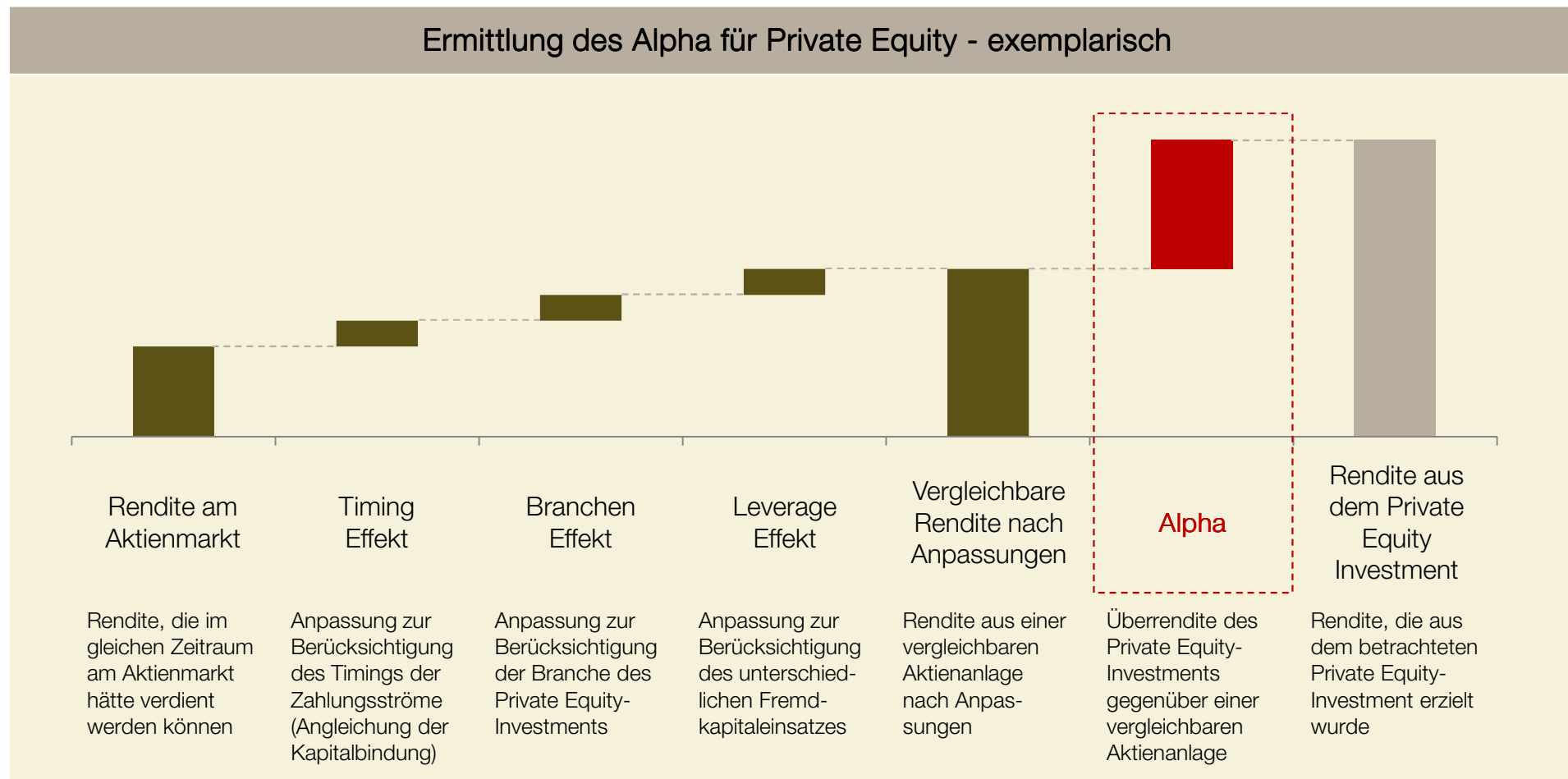


### Erläuterungen

- Börsennotierte Unternehmen sind im Durchschnitt mit weniger Fremdkapital finanziert
- Aktienrenditen schwanken bei Marktbewegungen entsprechend weniger von der durch Fremdkapital getriebenen Hebelwirkung
- Durch unterschiedliche Kapitalstrukturen („Leverage“) getriebene Renditeunterschiede werden bei der Alpha-Berechnung berücksichtigt und korrigiert

Das berechnete Alpha ist unabhängig vom Verschuldungsgrad

# ALPHA IST DIE ÜBERRENDITE EINES PRIVATE EQUITY INVESTMENTS GEGENÜBER EINER VERGLEICHBAREN AKTIENANLAGE



Die Anpassungen sind wichtig, um die Anlageklassen vergleichbar zu machen

# DIE TRANSAKTIONS DATENBANK VON GOLDING CAPITAL PARTNERS IST DIE GRUNDLAGE FÜR DIE ANALYSE

## Golding Capital Partners Transaktionsdatenbank

PORTFOLIO COMPANY					FUND	
Investment	G/P Industry Sector	Business Description	Region	Country / State (US)	Fund Manager	Fund Name
Transaction Name	General Industrials	Anode and industrial grade calcined petroleum co	North America	New York	WWWV	WWWV II
Transaction Name	General Industrials	Excavation equipment for mining	North America	Wisconsin	WWWV	WWWV II
Transaction Name	General Industrials	Engine Components	North America	Connecticut	WWWV	WWWV II
Transaction Name	General Industrials	Value-added synthetic fabrics	North America	Canada	WWWV	WWWV II
Transaction Name	General Industrials	Manufacture of metal systems and supports for	North America	Wisconsin	WWWV	WWWV II

Illustrativer Datenauszug:

Investment	Industry Sector	Business Description	Region
Transaction A	Distribution / Retail	Supplier of frozen foods	Europe
Transaction B	General Industrials	Purification & recycling equip. for oil products	North America
Transaction C	Consumer Goods	Animal nutrition products	Europe

Holding Period	Capital Invested	Realized Proceeds	Total Value	Gain	Gross MoM	Gross IRR
4,3	-434.642.000	1.451.908.881	1.451.908.881	1.017.266.881	3,3x	32,6%
7,4	-815.000	240.000	240.000	-575.000	0,3x	-15,0%
4,5	-131.374.158	285.668.971	285.668.971	154.294.813	2,2x	19,6%

MM.JJ	MM.JJ	MM.JJ	MM.JJ	MM.JJ	MM.JJ	MM.JJ
-	-434.642.000	-	100.000.000	344.606.726	1.007.302.155	-
-815.000	-	-	-	240.000	-	-
-	-	-105.870	-96.702.922	-34.565.366	2.665.552	283.003.419

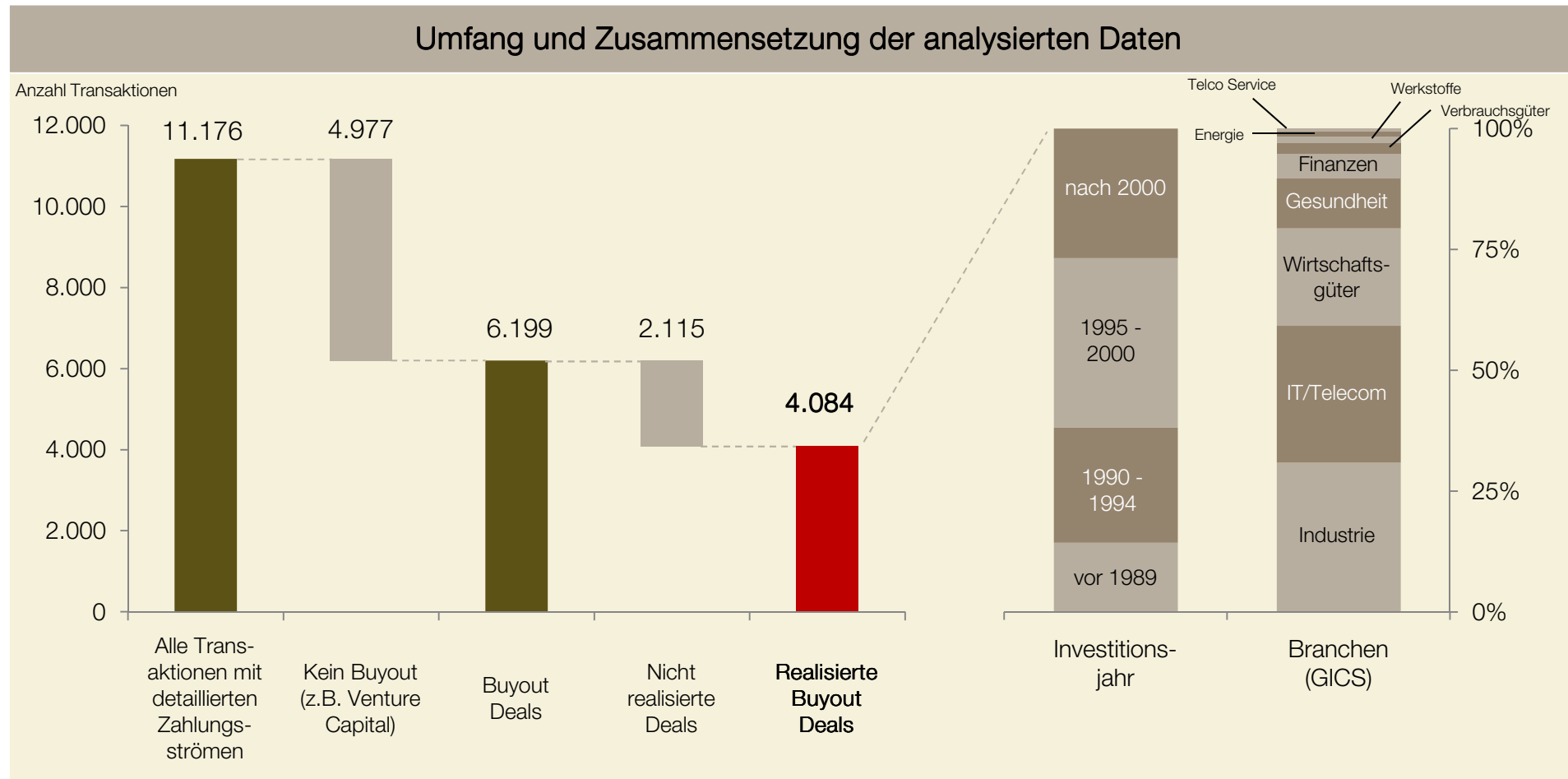
Transaction Name	IT	Electrical component manufacturing services out	North America	Canada	ZZZ	ZZZ VI
Transaction Name	Distribution / Retail	Drug store retailer	North America	Canada	ZZZ	ZZZ VI
Transaction Name	Technology, Media & Telecom	Fiber optic capacity and related telecommunicatio	Europe	Netherlands	ZZZ	ZZZ VI
Transaction Name	Technology, Media & Telecom	Compartme local exchange carrier that provides s	Europe	Italy	ZZZ	ZZZ VI
Transaction Name	Distribution / Retail	Drug store retailer	North America	Canada	ZZZ	ZZZ VI
Transaction Name	Consumer Goods, Services & Leisure	Decorative, industrial and protective coating chemi	Europe	Netherlands	ZZZ	ZZZ VI
Transaction Name	Technology, Media & Telecom	Broadcasting	Europe	Germany	ZZZ	ZZZ VI
Transaction Name	General Industrials	Industrial distribution business	Europe	Germany	ZZZ	ZZZ VI

## Beschreibung

- Basis der Analyse ist die Transaktionsdatenbank von Golding Capital Partners, die über 4.000 relevante Transaktionen über mehrere Zyklen (1977-2009) abdeckt
- Die Datenbasis ist deutlich größer als die für vergleichbare Studien
- Die Datenbank erfasst vor allem Europa und die USA und deckt dabei eine breite Anzahl an Branchen und Transaktionsgrößen ab
- Die Datenbank kann nicht den Gesamtmarkt erfassen und die Stichprobe für die Analyse schließt insbesondere noch nicht realisierte Transaktionen aus

Für alle untersuchten Transaktionen liegen vollständige Performance-Daten vor

## DIE VERWENDETE DATENBASIS IST DEUTLICH UMFANGREICHER ALS BEI VERGLEICHBAREN STUDIEN



Es wurden über 4.000 Transaktionen aus verschiedenen Bereichen und Jahren analysiert

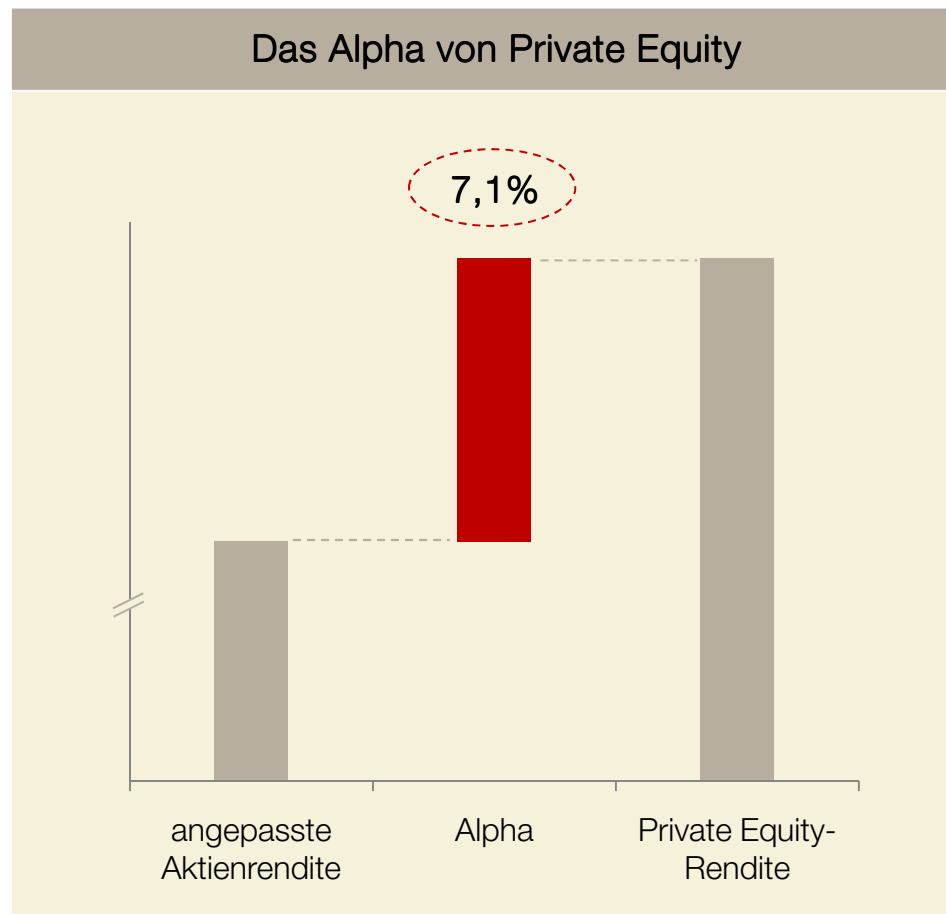
## BERECHNUNG DES INDIVIDUELLEN ALPHA FÜR JEDE TRANSAKTION

### Beispielhafter Auszug der Alpha-Berechnung auf Transaktionsebene

Deal Count	Business Description	Region	MIRR Focal	Passive Index Return	Timing Effect	Industry Effect	Leverage Effect	Alpha
194	Outsourcing services	Europe	21,71%	5,82%	13,24%	1,94%	2,90%	-2,19%
195	Software	Europe	-100,00%	19,15%	-1,24%	8,77%	5,28%	-131,95%
196	Building materials	Europe	9,24%	10,59%	2,65%	1,07%	2,20%	-7,27%
197	Co-mailing service	Europe	31,61%	23,20%	-9,39%	1,13%	1,78%	14,88%
198	Bar and restaurant chain	Europe	-92,59%	-1,17%	0,15%	-2,49%	-5,39%	-83,68%
199	Bakery retail chain	Europe	147,20%	23,49%	29,54%	0,54%	15,73%	77,89%
200	Parcel delivery service	Europe	14,51%	12,23%	2,51%	3,01%	4,53%	-7,78%
201	Department store franchise	Europe	-100,00%	16,53%	-0,21%	3,62%	4,32%	-124,27%
202	Fast food restaurants	Europe	7,46%	6,11%	-0,85%	0,96%	-0,82%	2,07%
203	Amusement park	Europe	38,06%	17,39%	-2,79%	10,33%	4,29%	8,85%
204	TV cable systems	Europe	54,68%	14,31%	-11,63%	-4,34%	-6,82%	63,16%
205	TV cable networks	Europe	16,66%	9,10%	6,89%	2,09%	2,05%	-3,47%
206	Local TV channel	Europe	1,91%	13,13%	-2,93%	4,17%	2,71%	-15,17%
207	Provider of digital access systems and software	Europe	157,21%	26,70%	1,81%	11,93%	12,02%	104,75%
208	Security software	Europe	51,35%	23,94%	-1,23%	2,87%	5,53%	20,24%
209	Industrial bakery	Europe	66,45%	10,73%	19,07%	24,11%	11,56%	0,98%
210	Fax broadcaster	Europe	35,92%	19,96%	-12,84%	0,40%	-1,02%	29,43%
211	Manufacturer of decoder and encoder software	Europe	-100,00%	11,79%	-0,01%	0,28%	1,94%	-114,00%
213	Software for integrated web solutions	Europe	84,22%	-10,24%	51,77%	-13,16%	6,30%	49,55%
214	Manufacturer of warehouse storage equipment	Europe	-22,58%	-0,80%	0,92%	-0,41%	-4,54%	-17,76%
215	Designs and supplies electronic components	Europe	50,04%	2,65%	35,86%	7,91%	5,07%	-1,44%
216	Financial institution	Europe	30,92%	-7,00%	27,05%	-1,35%	3,05%	9,17%
217	Metal foundry	Europe	-24,36%	-9,68%	2,54%	5,05%	-5,97%	-16,30%
218	Broadband wireless communications	Europe	-100,00%	34,08%	-9,46%	65,32%	34,88%	-224,81%
219	Internet software company	Europe	-100,00%	-7,65%	-2,69%	6,91%	-6,38%	-90,20%
220	Network based voice reseller	Europe	21,67%	-0,23%	17,35%	8,49%	5,90%	-9,85%
221	Leisure business	Europe	4,70%	-3,27%	0,00%	-4,08%	-11,49%	23,53%
222	Service stations	Europe	12,90%	-0,95%	3,03%	-1,10%	-3,79%	15,70%
223	Telecom	Europe	39,92%	19,01%	-8,90%	-30,71%	-34,72%	95,24%
224	TV loyalty program	Europe	-37,40%	3,94%	-1,11%	-2,42%	-4,06%	-33,76%
225	Operator of cinemas	Europe	-53,79%	-2,81%	-2,17%	-5,67%	-16,72%	-26,43%
226	Innovative therapeutics	Europe	11,39%	3,66%	1,79%	0,84%	-1,00%	6,11%

Alpha auf Transaktionsebene ist die Basis für die weiteren Analysen

## FÜR DIE DATENBASIS ERGIBT SICH EINE DEUTLICHE ÜBERRENDITE GEGENÜBER AKTIENINVESTMENTS

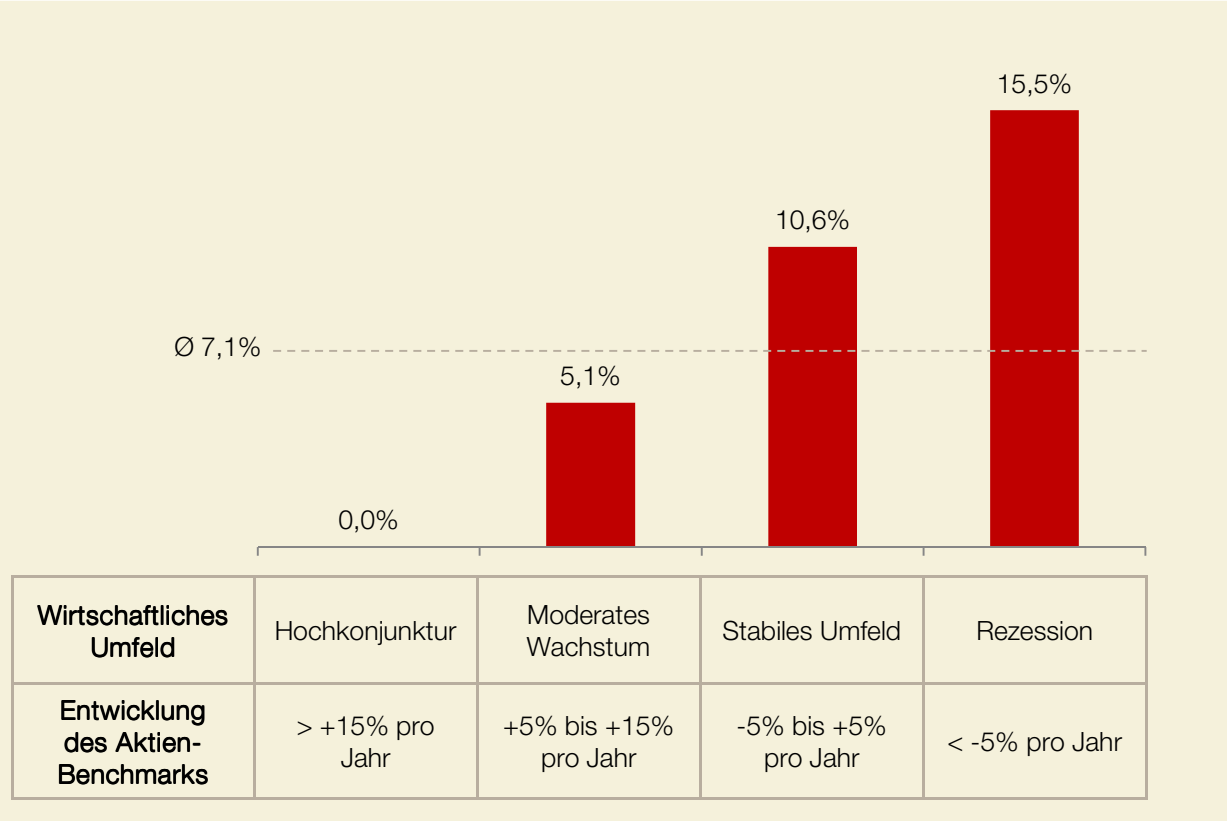


- Kommentar**
- Die etablierten Private Equity-Fonds-Manager, auf deren Daten diese Studie basiert, liefern mit ihren Transaktionen im Durchschnitt ein positives Alpha von 7,1%
  - Damit erzielen die Private Equity-Manager dieses Datensatzes mit ihren Transaktionen eine positive Überrendite gegenüber dem Aktienmarkt

Die verwendete Datenbasis zeigt im Durchschnitt ein positives Alpha

## DIE RELATIVE PERFORMANCE VON PRIVATE EQUITY BEWEGT SICH ANTIZYKLISCH ZU DEN AKTIENMÄRKTEN

### Das Alpha von Private Equity über den Kapitalmarktzyklus

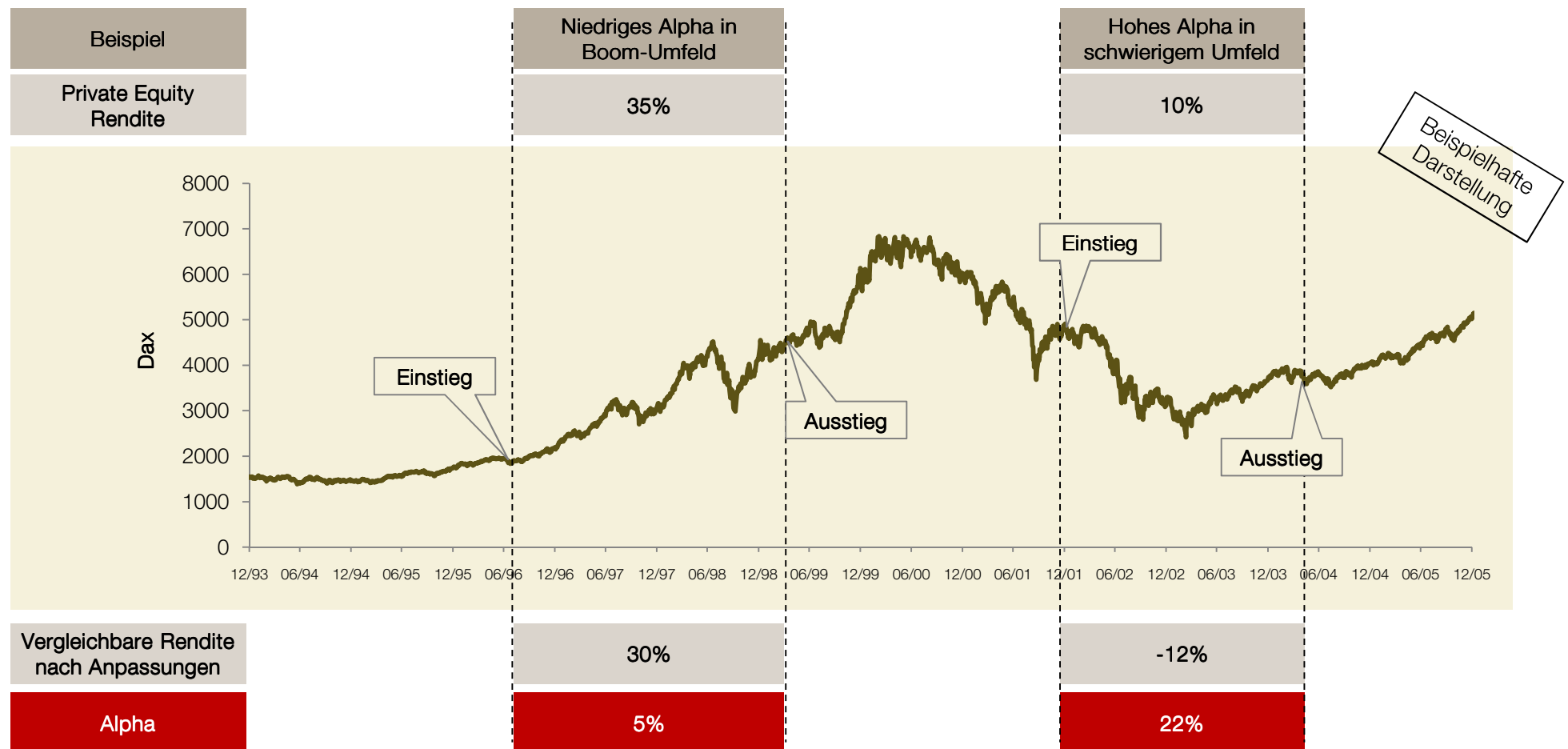


### Erläuterung

- In schwierigen Marktphasen ist das Alpha von Private Equity überdurchschnittlich hoch
- Private Equity ist dann besonders gut, wenn Unternehmen die Unterstützung am nötigsten brauchen
- Das Private Equity Modell kann Abschwünge besser abfedern und ist deshalb eine gute Portfolio-beimischung
- Lediglich in Boom-Zeiten (Hochkonjunktur) getätigte Private Equity-Investments erwirtschaften keine zusätzliche Rendite im Vergleich zu Aktien im gleichen Zeitraum

Das Alpha von Private Equity ist negativ korreliert zur Kapitalmarktentwicklung

## FÜR JEDE TRANSAKTION WURDE DAS ALPHA IM VERHÄLTNIS ZUM KAPITALMARKTUMFELD UNTERSUCHT



Es zeigt sich, dass Alpha und angepasste Aktienrendite tendenziell gegenläufig sind

## DIE ERGEBNISSE DER STUDIE KÖNNEN DIE GÄNGIGEN KRITIKPUNKTE GEGENÜBER PRIVATE EQUITY ENTKRÄFTEN

Fragestellung		Ergebnis
1	Ist Private Equity in der Lage, Überrenditen gegenüber dem Aktienmarkt zu erwirtschaften?	Ja, für die verwendete Datenbasis ergibt sich eine durchschnittliche Überrendite von 7,1% gegenüber vergleichbaren Aktienanlagen.
2	Erzielt Private Equity seine Rendite vor allem über den hohen Fremdkapitalanteil (Leverage) bei den übernommenen Unternehmen?	Nein, die Überrendite wurde nach Korrektur des Leverage-Effekts ermittelt und ist somit auf andere Faktoren zurückzuführen.
3	Ist Private Equity nur in einem positiven Marktumfeld erfolgreich und bewegt sich zyklisch mit den Aktienmärkten?	Nein, im Gegenteil - Private Equity Überrenditen bewegen sich sogar antizyklisch zu Kapitalmarktphasen.

Private Equity ist in der Lage, einen Mehrwert bei den Unternehmen zu schaffen

# PRAKTISCHE VERANSCHAULICHUNG UND MÖGLICHE FAKTOREN FÜR DAS ERZIELTE ALPHA



Fokussierung auf die Wertsteigerung im Rahmen der Unternehmensentwicklung

## POSITIVES ALPHA FÜR PRIVATE EQUITY GERADE IN SCHWIERIGEN MARKTPHASEN

<p><b>Ausgangslage</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Die Fähigkeit von Private Equity, nachhaltige Überrenditen zu erzielen, wird häufig angezweifelt</li> <li>▪ In einer Zusammenarbeit von Golding Capital Partners und HEC wurde das Alpha von Private Equity anhand einer breiten Datenbasis in einer bisher einmaligen Form wissenschaftlich untersucht</li> </ul>
<p><b>Methodik</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Alpha beschreibt die Überrendite von Private Equity gegenüber einer angepassten Aktienanlage</li> <li>▪ Notwendige Anpassungen betreffen das Timing der Cash Flows, die Branchenzugehörigkeit sowie den Verschuldungsgrad (Leverage)</li> </ul>
<p><b>Datenbasis</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Die Studie basiert auf der proprietären Transaktionsdatenbank von Golding Capital Partners</li> <li>▪ Mit über 4.000 analysierten Buyout-Transaktionen ist die Datenbasis deutlich umfangreicher als bei vergleichbaren Studien</li> </ul>
<p><b>Ergebnisse</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Für die Datenbasis ergibt sich im Durchschnitt ein positives Alpha von 7%</li> <li>▪ Das Alpha von Private Equity ist antizyklisch und damit negativ mit der Kapitalmarktentwicklung korreliert</li> </ul>
<p><b>Praktische Bedeutung</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Private Equity ist in der Lage, durch gezielte Unternehmensentwicklung eine Wertsteigerung zu erzielen</li> <li>▪ Die antizyklischen Eigenschaften von Private Equity bieten Investoren eine Möglichkeit, ihr Portfolio über verschiedene Aktienmarktphasen hinweg zu stabilisieren</li> </ul>

## KONTAKTDATEN

### Golding Capital Partners



Golding Capital Partners GmbH  
Möhlstraße 7  
81675 München  
Deutschland

Tel +49 89 419 997-0

[info@goldingcapital.com](mailto:info@goldingcapital.com) • [www.goldingcapital.com](http://www.goldingcapital.com)



Ecole des Hautes Etudes Commerciales de Paris (HEC)  
1, rue de la Libération  
78351 Jouy en Josas cedex  
France  
[www.hec.edu](http://www.hec.edu)

Prof. Oliver Gottschalg  
Tel +33 1 39 67 70 81  
[gottschalg@hec.fr](mailto:gottschalg@hec.fr)