

# VentureCapital

www.vc-magazin.de

# Magazin

Das Magazin für Investoren und Entrepreneur

ANALYSE/  
DETAILS

## Private Equity- Dachfonds

*Rating-Studie im 7. Jahrgang*

18 PRIVATE EQUITY-DACHFONDS FÜR PRIVATANLEGER AUF DEM PRÜFSTAND – NEUE FONDSGENERATION –  
AUSFÜHRLICHE ERLÄUTERUNGEN – FONDSPORTRAITS – TABELLARISCHE ÜBERSICHT DER ERGEBNISSE

# Herausforderung mal fünf

## Analysekategorien und Kurzübersicht der Rating-Ergebnisse 2011

Risikostreuung, Rendite, Kosten, Management, Transparenz – in fünf Kategorien müssen sich die in der vorliegenden Studie analysierten Private Equity-Dachfonds messen lassen. Zu den Fonds der vergangenen Ausgaben kommen in diesem Jahr Vertreter einer weiteren Fund of Fund-Generation dazu. Aufgrund des Reifegrades der Fonds hat die Rendite das stärkste Gewicht im Rating.



### Rendite: Die Spannung steigt

Anleger, die in die erste der hier untersuchten Fondsgenerationen investiert haben, sind nun schon zehn Jahre und länger investiert, und auch die Fonds der zweiten Generation sind längst ausinvestiert.

Selbstverständlich warten die Anleger jetzt auf Rückflüsse – die Rendite ihrer Investments dürfte bei den meisten im Mittelpunkt des Interesses stehen. Dementsprechend stellen die Renditekennziffern mit 40% der Gesamtbewertung wie im Vorjahr den wichtigsten Baustein des Ratings dar. Die höchsten Rückflüsse an die Anleger leisteten bis dato die beiden Private Equity-Dachfonds von HCI der ersten Fondsgeneration, die bis Ende 2010 insgesamt 81% (HCI I) bzw. 79% (HCI II) des abgerufenen Kapitals an die Investoren zurückführten. Den größten Sprung innerhalb des Jahres 2010 machte der von der Privatbank Berenberg aufgelegte Private Equity-Dachfonds, der seinen Anlegern im Jahr 2010

insgesamt 19% des von ihnen eingezahlten Kapitals auszahlte.

### Krisenfest durch Diversifikation

Von der Finanz- und Wirtschaftskrise erholte sich die Weltwirtschaft 2010 sukzessive, einige Unternehmen schneller als andere. Ein vielseitig zusammengestelltes Portfolio läuft allerdings weniger Gefahr, in einer Krise an allen Fronten getroffen zu werden. Deshalb honoriert unser Rating eine große Anzahl von Zielfonds und eine weite Diversifikation über verschiedene Regionen, Anlagestile, Auflegungsjahre und Zielfonds. Die Risikostreuung fließt mit 20% Gewichtung in die Untersuchung ein.

## Kurzübersicht der Rating-Ergebnisse 2011 – Fondsgeneration I

	Berenb. I	BVT I	BVT II	BVT III	HCI I	HCI II	MPC I	MPC II	MPC III	MPC IV	MPC V	NC I	RWB I	SVF PES I
<b>Streuung</b>	BBB	AAA	A	AA	BBB	CCC	BBB	AA	A	BBB	BB	B	AAA	B
<b>Rendite</b>	BBB	B	BB	CC	B	BBB	D	D	D	C	C	BB	BB	B
<b>Kosten</b>	BB	CCC	CCC	B	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BBB	BB
<b>Management</b>	BBB	A	A	A	BB	BB	B	B	B	B	B	BB	A	BBB
<b>Transparenz</b>	D	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	BB	AAA	B
<b>Gesamtrating</b>	BB	BB	BBB	BB	BB	BB	CCC	CCC	CCC	B	B	BB	A	B

grün: bestes Rating innerhalb einer Kategorie; rot: schlechtestes Rating innerhalb einer Kategorie



### Doppelte Kostenstruktur

Ebenfalls mit 20% gewichten wir die Kosten, die die Anleger für ihre Engagements berappen müssen und die ihre Rendite schmälern. Kosten entstehen bei Private Equity-Dachfonds gleich auf zwei Ebenen – auf Ebene des Dachfonds und der jeweiligen Zielfonds, u.a. für die Auswahl geeigneter Investitionsziele und Managementhonorare. Niedrige Kosten sind ex-ante ein wichtiges Vergleichskriterium – schließlich stehen zu Beginn der Laufzeit eines Private Equity-Dachfonds noch keine Renditekennziffern zur Verfügung. Mit zunehmender Reife des Portfolios – und beide hier untersuchten Fondsgenerationen sind bereits weit entwickelt – schlagen sich die Kosten jedoch indirekt in der Höhe der erwirtschafteten Rendite nieder, ihre absolute Höhe verliert an Bedeutung. Neben anderen Parametern wird der Renditequotient RQ-40 wie in den Vorjahren herangezogen. Auch wenn die meisten der hier behandelten Fonds keine Rendite von 40% p.a. mehr erreichen werden, wird dieser Quotient aus Gründen der Vergleichbarkeit zu den Vorjahren beibehalten.

#### DIE FÜNF KATEGORIEN DES RATINGS

Kategorie	Gewichtung in der Gesamtbewertung
Rendite	40%
Risikostreuung	20%
Kosten	20%
Management	10%
Transparenz	10%

### Offenheit siegt

Die Kategorien Management und Transparenz gehen mit einer Gewichtung von jeweils 10% in das Rating ein. Das

Bewertungssystem honoriert im Bereich Management eine große Erfahrung des Emittenten in der Anlageklasse Private Equity, wirtschaftliche Stärke sowie ein nachhaltiges Bekenntnis zu diesem Marktsegment. Die Kategorie Transparenz bezieht sich auf den Inhalt der Leistungsbilanz. Bunte Bilder sind schön, aber qualifizierte Anleger benötigen für ihre Investitionsentscheidungen harte Fakten. Als „Visitenkarte“ des Emittenten sollte die Leistungsbilanz pünktlich zum 30.9. eines jeden Jahres veröffentlicht werden (der vom VGF Verband Geschlossener Fonds empfohlene Stichtag) und ein umfangreiches Bild über die aktuelle wirtschaftliche Situation der Private Equity-Dachfonds und ihrer Zielfonds vermitteln. Die Zielfonds sollten genannt und beschrieben und deren Wertentwicklung mindestens in aggregierter Form ausgewiesen werden. Unserer Meinung nach sollte die Veröffentlichung dieser Angaben eine Selbstverständlichkeit darstellen – leider messen einige Emissionshäuser gerade im Bereich Private Equity der Transparenz gegenüber ihren Anlegern nicht immer ausreichend große Bedeutung bei.

### Steuern nicht berücksichtigt

Bei der Analyse der verschiedenen Fonds wurde die steuerliche Behandlung der Dachfonds-Ergebnisse wie in den Vorjahren nicht berücksichtigt. Aufgrund sich ständig verändernder Rahmenbedingungen sollten steuerliche Überlegungen bei der Investitionsentscheidung in die langfristig orientierte Anlageklasse Private Equity allenfalls eine nachgelagerte Rolle spielen und im Einzelfall mit dem persönlichen Steuerberater erörtert werden. ■

## Kurzübersicht der Rating-Ergebnisse 2011 – Fondsgeneration II

	HCI IV	MPC VI	NC IV	RWB II
<b>Streuung</b>	BB	BB	CCC	AA
<b>Rendite</b>	CC	C	BBB	BB
<b>Management</b>	CCC	BB	CCC	BB
<b>Transparenz</b>	A	A	BB	AAA
<b>Gesamtrating</b>	B	CCC	B	BBB

grün: bestes Rating innerhalb einer Kategorie; rot: schlechtestes Rating innerhalb einer Kategorie

# Erläuterung der Bewertungskriterien

## Das Studiendesign: Die Kategorien des Dachfonds-Ratings 2011

Dieser Teil der Studie dient der Erläuterung der in den Tabellen auf den Seiten 12 bis 13 aufgeführten Bewertungskriterien. Die nachfolgenden Ausführungen wurden mit der Zielsetzung verfasst, möglichst alle erklärungswürdigen Punkte anzusprechen, ohne sich in Details zu verlieren. Sollte im Einzelfall etwas unklar bleiben, stehen die Autoren der Studie gern für weitere Erläuterungen zur Verfügung.

### Grundsätzliche Überlegungen

Vor der Ausarbeitung eines Bewertungsschemas stand die Überlegung, welche Kriterien die analysierten Private Equity-Dachfonds idealerweise erfüllen sollten. Was z.B. bei der Bewertung von Anleihen auf der Hand liegt (sprich die geringste Ausfallwahrscheinlichkeit mit der Bestnote zu versehen), ist bei Eigenkapitalbeteiligungen im Bereich Private Equity weniger trivial. Eine höhere Renditeerwartung geht bei dieser Anlageform in der Regel mit einer höheren Volatilität (Schwankungsbreite) der Wertentwicklung einher, so dass jeder Anleger einem nach individueller Risikoneigung optimierten Risiko-/ Renditemix festlegen sollte. Unsere Grundannahme der letzten Jahre blieb auch in diesem Jahr und auch für die erweiterte Analyse einer weiteren Fondsgeneration dieselbe: Ein durchschnittlicher Privatanleger dürfte in Fragen der Geldanlage eher risikoavers geprägt sein, d.h. für die Inkaufnahme einer zusätzlichen Risikoeinheit mehr als eine zusätzliche (erwartete) Renditeeinheit fordern. Unsere Prämisse lautet daher, dass ein aufgrund breiterer Diversifikation tendenziell weniger volatiler Dachfonds gegenüber einem schwankungsanfälligeren Produkt mit durchschnittlich ähnlich hoher Renditeerwartung zu bevorzugen sei. Zwar resultiert der ursprüngliche Investitionsanreiz aus einer erwarteten Überrendite von Private Equity-Produkten gegenüber anderen Anlageklassen, nichtsdestotrotz wird der durchschnittliche Privatanleger die Vermeidung unnötiger Volatilität bevorzugen.

### **A** Kategorie A: Risikostreuung

Jeder Dachfonds nutzt den Diversifikationseffekt, indem er in mehrere Zielfonds investiert und damit Anlagerisiken reduziert. Dabei ist es aber ein Unterschied, ob sich ein Dachfonds an fünf Zielfonds oder an 25 Zielfonds beteiligt. Die Frage nach der optimalen Zahl an Zielfonds lässt sich nicht streng mathematisch beantworten, weil sie von zahlreichen Faktoren (auch über die Zeit veränderlichen) abhängig ist. Wir halten uns daher an die auch in der wissenschaftlichen Literatur vorherrschend vertretene Auffassung, dass ein Portfolio aus mindestens 20 Zielfonds erstrebenswert ist.

### MERKMALE & GEWICHTUNGEN KATEGORIE A (STREUUNG)

• Anzahl der Zielfonds	max. 10 Punkte
• Auflegungsjahre der Fonds	max. 5 Punkte
• Regionen	max. 5 Punkte
• Stile	max. 5 Punkte
• Gini-Koeffizient	max. 20 Punkte
• größtes Einzelrisiko	max. 5 Punkte

Unterpunkte der Bewertung in dieser Kategorie sind Investitionen in verschiedene Regionen (Nord- und Südamerika, Europa, Asien, Afrika, Australien), differenzierte Stile (Venture Capital, Mezzanine, Buyouts, Special Situations, Secondaries, Direktinvestments) sowie unterschiedliche Auflegungsjahre der Zielfonds (Vintage Years). Einschlägige Fachliteratur besagt, dass das originäre Risiko eines Dachfonds in Bezug auf die Auflegungsjahre um ein Fünftel sinkt, wenn die Zielfonds aus fünf aufeinander folgenden Auflegungsjahren stammen.

Der Gini-Koeffizient wiederum drückt aus, wie stark die Höhe der einzelnen Investitionen in die Zielfonds von einer Gleichverteilung abweicht. Ein hohes Klumpenrisiko entsteht, wenn ein Dachfonds ein stark überdurchschnittliches Volumen an einen einzelnen Zielfonds allokiert („committed“). Im optimalen Fall einer absoluten Gleichverteilung der Beteiligungen an einzelnen Fonds liegt der Gini-Koeffizient bei 1, im schlechtesten Fall geht er gegen null. Die mathematische Berechnung kann bei Bedarf der Literatur bzw. dem Internet entnommen werden.

Vor dem gleichen Hintergrund bewerten wir die Abhängigkeit des Gesamtergebnisses des Dachfonds von der Performance eines einzelnen Zielfonds, indem wir die Gewichtung des Zielfonds mit der höchsten Zeichnungssumme des jeweiligen Dachfonds bepunktet.

### **B** Kategorie B: Rendite

Zu Informationszwecken wird in der Kategorie Rendite an erster Stelle die Commitment-Quote ausgewiesen, die das Verhältnis zwischen dem kumulierten Volumen der durch den Dachfonds gezeichneten Zielfondsanteile und dem vom Endanleger gezeichneten Kapital ausdrückt. Von einer Bewertung dieser Kennziffer wurde abgesehen, obwohl eine möglichst hohe Zielfondsallokation wünschenswert ist. Wenn diese durch ein sogenanntes Overcommitment – also das Eingehen von Beteiligungen oberhalb der Schwelle von 100% des abrufbaren Kapitals – erreicht wird, bringt sie aber auch Risiken mit sich, falls die Rückflüsse aus den Zielfonds nicht ausreichen sollten, um die noch bestehenden Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen.

**MERKMALE & GEWICHTUNGEN KATEGORIE B (RENDITE)**

• Commitment-Quote	keine Punktevergabe
• Abrufquote	max. 5 Punkte
• TVPI/Zielfondsebene	max. 10 Punkte
• DPI/Dachfonds	max. 10 Punkte
• DPI/Investor	max. 25 Punkte

Die Abrufquote wurde hier definiert als das Verhältnis zwischen dem von den Zielfonds abgerufenen Kapital und dem vom Anleger eingezahlten Kapital. Im Idealfall hat der Dachfonds sämtliche vom Anleger abgerufenen Mittel an Zielfonds weitergereicht, sodass der Anleger vollumfänglich an der Performance der gewählten Zielfonds partizipiert. Sofern Rückflüsse nicht reinvestiert werden, wird jedoch allein schon aufgrund von Kosten auf Dachfondsebene keine Quote von 100% erreicht. Ebenfalls negativ auf die Abrufquote wirken sich Gelder aus, die von den Anlegern bereits einbezahlt wurden, aber noch nicht an Zielfonds weitergereicht werden konnten und üblicherweise auf niedrig verzinsten Geldmarktkonten geparkt werden.

Zur Messung der Rendite eines Dachfonds haben sich unterschiedliche Kennziffern etabliert. Diese unterscheiden zwischen dem noch bestehenden, aktuellen Portfoliowert und den bereits erfolgten Rückflüssen. Im Rahmen dieser Studie wurden die drei Kennziffern TVPI/Zielfondsebene (Erläuterung siehe S. 16), DPI (Distributed/Paid-in)/Dachfonds und DPI/Investor analysiert und bewertet. Der DPI/Dachfonds drückt die Höhe der Rückzahlungen der Zielfonds an den Dachfonds im Verhältnis zu den ursprünglich vom Dachfonds getätigten Einzahlungen aus. Er ist damit ein Maß für den Umfang der bereits realisierten Erträge, lässt jedoch – und das unterscheidet den DPI vom TVPI – den Wert des noch bestehenden Portfolios auf Zielfondsebene außen vor. Der DPI/Investor – für den Anleger am Ende der Fondslaufzeit die einzig relevante Größe und daher auch am stärksten gewichtet – stellt die vom Anleger abgerufenen Mittel im Verhältnis zu den Ausschüttungen dar, die der Anleger vom Dachfonds erhalten hat. Sobald diese Kennziffer 100% überschreitet, hat der Investor die Gewinnschwelle erreicht. Bei allen in dieser Studie betrachteten Private Equity-Dachfonds liegt der DPI/Investor noch immer deutlich unter diesem Schwellenwert. Die Differenz zwischen TVPI und DPI/Dachfonds zeigt auf, dass bei den meisten Fonds etwa die Hälfte der Unternehmensbeteiligungen noch nicht realisiert ist, sodass hier über die nächsten Jahre mit weiteren Rückflüssen zu rechnen ist.


**Kategorie C: Kosten**

Je günstiger ein Dachfonds für den Anleger ist, umso mehr erhält er von der erwirtschafteten Rendite. Daher spielt die Ermittlung der Kosten eines Dachfonds in diesem Rating eine wichtige Rolle. Analog zum Vorjahr haben wir die folgenden Kennziffern als Näherungswert für die Gesamtkosten der verschiedenen Produkte berechnet:

- *annualisierte Gesamtkostenquote (GKQ)*  
Diese berechnet sich aus der Umlage der anfänglichen Einmalkosten (Agio, Vertriebsprovision etc.) in Prozent

des Fondsvolumens auf die planmäßige Laufzeit und Addition der laufenden Kosten. Vorteilhaft ist diese Kennziffer wegen ihrer Aussagekraft und Nachvollziehbarkeit, ihr Nachteil besteht darin, dass erfolgsabhängige Komponenten (Gewinnbeteiligung des Managements oberhalb der Hurdle Rate) ebenso unberücksichtigt bleiben wie der Zeitpunkt der Kostenbelastung (Diskontierungseffekt).

Generell etabliert hat sich bei Private Equity-Dachfonds für Privatanleger eine erfolgsabhängige Vergütungskomponente. Aus Sicht des Anlegers ist eine derartige Gewinnbeteiligung des Managements gegenüber einer hohen festen Vergütung wünschenswert, da sie das Management motiviert, bestmöglich im Sinne des Anlegers zu arbeiten. Dennoch kostet diese variable Entlohnung Geld, sodass eine möglichst hohe Hurdle Rate (Vorzugsverzinsung des Anlegers, die erreicht werden muss, bevor das Management eine Gewinnbeteiligung erhält) mit anschließend möglichst geringer prozentualer Gewinnbeteiligung des Managements aus Anlegersicht den Idealfall darstellt.

**MERKMALE & GEWICHTUNGEN KATEGORIE C (KOSTEN)**

• Renditequotient 16% Performance	max. 20 Punkte
• Renditequotient 40% Performance	max. 10 Punkte
• Renditequotient für Break-even	max. 10 Punkte
• annualisierte Gesamtkostenquote	max. 10 Punkte
• Performance Fee	max. 5 Punkte
• Hurdle Rate	max. 5 Punkte

Der von uns vor dem Hintergrund dieser Überlegungen errechnete Renditequotient (RQ) berücksichtigt sowohl die variable Vergütung als auch die voraussichtlichen Zeitpunkte der Kostenbelastungen und Kapitalabrufe, basiert jedoch zwangsläufig auf Annahmen, weshalb dessen Berechnung nicht ohne Weiteres von einem Dritten nachvollzogen werden kann. Folgende drei Szenarien wurden für die RQ-Berechnung zugrunde gelegt:

- *RQ-1,0x*: Welche jährliche Rendite müssen die Zielfonds (nach Kosten auf Zielfondsebene) erwirtschaften, damit der Anleger nach Kosten des Dachfonds sein eingesetztes Kapital zurückerhält (entspricht einem Investment-Multiple von genau 1,0)?
- *RQ-16*: Welche Rendite erzielt der Anleger (nach Kosten des Dachfonds), wenn die Zielfonds (nach Kosten auf Zielfondsebene) 16% p.a. auf das eingezahlte Kapital verdienen? Dieser angenommene Prozentsatz von 16% entspricht ungefähr dem langjährigen Durchschnitt für Private Equity-Anlagen und wurde daher als wahrscheinlichstes Szenario im Rahmen der Bewertung am höchsten gewichtet.
- *RQ-40*: Welche Rendite erzielt der Anleger (nach Kosten des Dachfonds), wenn die Zielfonds (nach Kosten auf Zielfondsebene) 40% p. a. auf das eingezahlte Kapital verdienen? Beispiel: Liefern die Zielfonds durchschnittlich

lich 40% Rendite beim Dachfonds ab und der RQ-40 beträgt 0,7 (=70%), so erzielt der Anleger eine jährliche Rendite von 28% (0,7 mal 40%).

### **Kategorie D: Management**

Solange es sich nicht um einen vorallokierten Dachfonds handelt, was bei sämtlichen hier untersuchten Produkten nicht der Fall ist, weiß ein Investor zum Zeitpunkt einer Beteiligung an einem Private Equity-Dachfonds nicht, in welche Zielfonds sein Kapital fließt. Das Dachfonds-Management fordert damit einen gehörigen Schuss Vertrauen in seine Fähigkeit, die besten Zielfonds zu selektieren und sich an diesen zu beteiligen. Kriterien hierfür sind zurückliegende Erfolge, das Renommee und die finanzielle Solidität des Emittenten (Track Record) sowie die Bereitschaft, selbst maßgeblich in die aufgelegten Fonds zu investieren (sowohl auf Ebene des Dachfondsmanagements als auch auf der Ebene der teilweise vorhandenen Partner für die Fondsinvestitionen als auch auf Zielfondsebene). Eine hohe Eigenbeteiligung der Manager ist ein wichtiges Qualitätskriterium, ist sie doch ein bedeutendes Indiz für das Vertrauen des Managers in sein Anlagevehikel.

Darüber hinaus bewerten wir die Höhe des aktuell durch den Dachfondsmanager im Bereich Private Equity verwalteten Kapitals sowie das von ihm bisher platzierte Private Equity-Fondsvolumen. Schließlich sind größere Dachfondsmanager in der Lage, breiter aufgestellte und höher qualifi-

#### MERKMALE & GEWICHTUNGEN KATEGORIE D (MANAGEMENT)

• Track Record des Teams	max. 10 Punkte
• Managementbeteiligung	max. 20 Punkte
• verwaltetes Volumen im PE-Bereich	max. 5 Punkte
• platziertes Volumen im PE-Bereich	max. 5 Punkte
• Interventionsmöglichkeiten	max. 5 Punkte
• Spezialisierungsgrad des Anbieters	max. 5 Punkte

zierte Teams aufzubauen sowie internationaler zu agieren.

Die Interventionsmöglichkeiten, also die Chance, auf das Dachfondsmanagement Einfluss zu nehmen, sind bei allen untersuchten Dachfonds gering ausgeprägt. Der Spezialisierungsgrad schließlich drückt den Anteil der Anlageklasse Private Equity an sämtlichen Produkten des Initiators aus. Hier liegt die Prämisse zugrunde, dass ein Anleger bei Fragen zu einem Private Equity-Dachfonds bei einem höher spezialisierten Initiator leichter einen qualifizierten Ansprechpartner erreichen dürfte als bei einem Initiator, für den Private Equity nur ein Nebenprodukt beispielsweise zu Immobilien- und Schiffsfonds darstellt.

### **Kategorie E: Transparenz**

In der Kategorie Transparenz bewerten wir die qualitative Aussagekraft der Leistungsbilanz der Initiatoren in Bezug auf den jeweils untersuchten Private Equity-Dachfonds. Die Leistungsbilanz stellt die Visitenkarte eines jeden Initiators dar und sollte neben bunten Bildern vor-

allem harte Fakten enthalten. „Verschwiegene“ Initiatoren, die nur ihren Anlegern, nicht aber der Öffentlichkeit ein detailliertes Reporting zukommen lassen, halten wir entgegen, dass ein vorbildlicher Emittent die Performance seines Portfolios zumindest in aggregierter Form (damit bleiben die für Verschwiegenheit gern vorgeschobenen Vertraulichkeitserklärungen gegenüber einzelnen Zielfonds erfüllt) offenlegt – schließlich sollten auch derzeit noch nicht im Bereich Private Equity tätige Anleger in der Lage sein, die Performance früherer Produkte zu bewerten.

#### MERKMALE & GEWICHTUNGEN KATEGORIE E (TRANSPARENZ)

• Leistungsbilanz 2010 veröffentlicht	max. 10 Punkte
• Namentliche Nennung der Zielfonds	max. 10 Punkte
• Informationen über Zielfonds	max. 5 Punkte
• Gezeichnetes Kapital je Zielfonds	max. 5 Punkte
• TVPI (Unternehmens-/Dachfonds-/Anlegerebene)	je max. 4 Punkte
• DPI auf Dachfondsebene	max. 5 Punkte
• Soll-/Ist-Vergleich	max. 3 Punkte

In dieser Kategorie haben wir zunächst überprüft, ob die Leistungsbilanz für 2010 zum 30.9.2011 veröffentlicht wurde – der Stichtag, den der VGF Verband Geschlossene Fonds empfiehlt. Darüber hinaus bepunkteten wir die namentliche Nennung der Zielfonds und die Bereitschaft, weitere Informationen zu ihrer Investitionsstrategie und zur Höhe der Beteiligungen aufzuzeigen. Der kumulierte Wert des Portfolios inkl. erfolgter Ausschüttungen (TVPI) sollte darüber hinaus auf Ebene der Anleger, der Zielfonds und auf Unternehmensebene genannt werden. Nur so kann der Leser erkennen, wie sich das zugrunde liegende Portfolio entwickelt hat und welche Auswirkung die Kosten auf den unterschiedlichen Ebenen auf seinen Anlageerfolg haben. Abschließend wurde der Ausweis des DPI auf Dachfondsebene belohnt (wie viel Geld haben die Zielfonds bisher an den Dachfonds ausgeschüttet?) und ein für Anleger sehr anschaulicher Soll-Ist-Vergleich (sofern vorhanden) honoriert. Auch in diesem Jahr waren wir überrascht, wie viele Emittenten diese aus unserer Sicht selbstverständlichen Angaben nicht oder nur teilweise offenlegen – das trifft besonders auf die zweite Fondsgeneration zu, die wir in diesem Jahr neu ins Ratingverfahren aufgenommen haben. ■

#### FESTLEGUNG DER RATING-KLASSEN

Rating-Klasse	Punkte / %
AAA	800 - 1.000
AA	725 - 799
A	650 - 724
BBB	575 - 649
BB	500 - 574
B	425 - 499
CCC	350 - 424
CC	275 - 349
C	200 - 274
D	0 - 199

# Am Ende zählt die Rendite

## Die Gewichtung der Rating-Klassen

Die Gewichtung der fünf Kategorien wurde gegenüber dem Vorjahr beibehalten. Mit einem Gewicht von 40% des Gesamtergebnisses schlägt sich die Kategorie Rendite am stärksten in der Gesamtbewertung nieder. Bei dem Reifegrad, den die untersuchten Fonds – besonders die erste Generation – mittlerweile erreicht haben, gibt die Rendite Auskunft über die Performance der Fonds über die gesamte Laufzeit hinweg. Die allermeisten Investoren dürften den Anlageerfolg nach vollständiger Abwicklung der Fonds anhand der Höhe der erhaltenen Rückflüsse definieren.

### **A** Kategorie A (Risikostreuung)

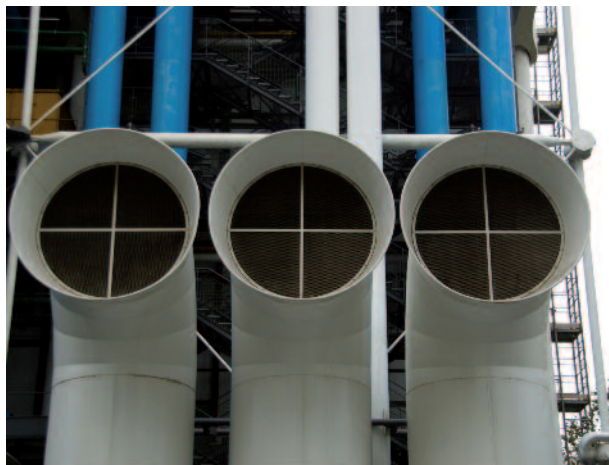
Eine breite Diversifikation zur Reduzierung der Anlagerisiken halten wir für äußerst wichtig. Da am Ende der Laufzeit ein Anleger jedoch eine höhere Rendite gegenüber einer breiten Streuung bevorzugen wird, haben wir das Gewicht dieser Kategorie für die vorliegende Untersuchung bereits reifer Private Equity-Dachfonds seit dem Jahr 2008 auf 20% (bis 2007 40%) reduziert.

### **B** Kategorie B (Rendite)

Bei einem vollständig abgewickelten Fonds stellt die erzielte Rendite das wichtigste Erfolgsmerkmal dar. Da sich die Aussagekraft der untersuchten Ertragskennziffern aufgrund des gestiegenen Reifegrades der Fonds über die Laufzeit deutlich erhöht hat, gewichten wir diese Kategorie seit 2008 mit 40% (bis 2007 20%).

### **C** Kategorie C (Kosten)

Die Kosten gehen wie in den Vorjahren mit 20% in die Gesamtbewertung ein. Aufgrund der eindeutigen Nachteiligkeit höherer Kosten gegenüber einem



identischen Angebot mit geringeren Kosten ist die Betrachtung dieses Faktors bedeutend; da aber auch der günstigste Dachfonds nicht zu empfehlen wäre, wenn das Management nicht in der Lage ist, gute Zielfonds zu selektieren, sind die Kosten immer im Verhältnis zur Qualität des Angebotes zu sehen.

### **D** Kategorie D (Management)

Die Qualität des Managements zählt zu den weichen Faktoren dieser Analyse und geht mit 10% in die Gesamtwertung ein. Ein nachhaltiges Bekenntnis zur Anlageklasse Private Equity ist für Investoren wertvoll gerade in Zeiten, in denen manche Meldungen aus der Branche Bedenken wecken. Je größer sich der Erfahrungsschatz und das eigene (auch finanzielle) Commitment eines Emissionshauses darstellen, umso positiver wirkt sich das auf die Position des Anlegers aus.

### **E** Kategorie E (Transparenz)

Wer sich über einen Initiator und seine Produkte informieren möchte, ist gut beraten, sich mit seiner Leistungsbilanz zu beschäftigen. Die inhaltliche Qualität und Aussagekraft dieses Jahresberichts schwankt im Bereich Private Equity jedoch erheblich. Wir haben uns daher auch in diesem Jahr intensiv mit den Leistungsbilanzen der Initiatoren auseinandergesetzt und diese primäre Informationsquelle mit einem moderaten Gewicht von 10% erneut in das Rating aufgenommen.

Damit ergibt sich eine Gewichtung der Kategorien A bis E von 20%/40%/20%/10%/10%. Die Rating-Klassen bleiben gegenüber den Vorjahren für die ältere wie für die neuere Generation unverändert: In Anlehnung an das System von Standard & Poor's ergeben sich zehn Abstufungen von AAA (bestmögliche Bewertung) bis hin zu D (schlechtestes Ergebnis). Bis auf diese beiden äußeren Abstufungen sind die inneren jeweils durch 7,5%-Schritte (bzw. 75 Promille) voneinander getrennt. Das bestmögliche „Triple-A-Rating“ AAA vergeben wir ab 80% (bzw. 800 Promille). ■

#### FESTLEGUNG DER RATING-KLASSEN

Rating-Klasse	Punkte / %
AAA	800 - 1.000
AA	725 - 799
A	650 - 724
BBB	575 - 649
BB	500 - 574
B	425 - 499
CCC	350 - 424
CC	275 - 349
C	200 - 274
D	0 - 199

# Das Bewertungsschema

## Erläuterung der Punktevergabe im Detail

### **A** Risikostreuung

- Anzahl der Zielfonds  
(max. 10 Punkte)

Liegt die Anzahl der Fondsbeteiligungen bei 20 oder mehr, werden zehn Punkte vergeben, nur zwei Beteiligungen werden mit null Punkten belegt. Dazwischen erfolgt eine abgestufte Bewertung.

- Streuungsdimensionen: Vintage Years/Regionen/Stile  
(3x max. 5 Punkte)

Sofern im Portfolio eine Streuung in einer der Dimensionen Vintage Years (Auflegungsjahre der Fonds, ein Punkt pro vertretenes Jahr), Regionen (je ein Punkt pro Kontinent) und Themen / Stile (Venture Capital, Mezzanine, Buyouts, Special Situations, Secondaries, Direktinvestments; max. fünf Punkte) vorhanden ist, werden je nach deren Ausprägung bis zu fünf Punkte je Dimension zuerkannt.

- Gini-Koeffizient  
(max. 20 Punkte)

Bei der Bewertung des Gini-Koeffizienten wurden für Werte schlechter als 0,5 null, für Werte von 0,9 oder besser 20 Punkte gewährt, dazwischen erfolgte eine abgestufte Bewertung.

- Größtes Einzelrisiko  
(max. 5 Punkte)

Das größte Einzelrisiko in Form einer einzelnen Zielfondsposition wird mit maximal fünf zusätzlichen Punkten vergütet, wenn dieses bei höchstens 5% des Portfolios liegt. Bei 25% oder mehr Risikogewicht werden keine Punkte zuerkannt. Die Abstufungen dazwischen erfolgen in Relation zur Konkurrenz.

### **B** Rendite

- Abrufquote  
(max. 5 Punkte)

Die untersuchten Fonds haben ihre Investitionsphase abgeschlossen. Dementsprechend sollte die Abrufquote, hier definiert als Quotient aus dem durch die Zielfonds abgerufenen Kapital und dem von den Anlegern abgerufenen Kapital, nahe 100% liegen. Die Punktevergabe erfolgte wie bei den folgenden Renditekennziffern nach ihrer Höhe unter Berücksichtigung der bisherigen Laufzeit des jeweiligen Dachfonds.

- TVPI/Zielfondsebene  
(max. 10 Punkte)

Diese sehr aussagekräftige Kennziffer setzt die von den Zielfonds erhaltenen (durch den Dachfonds eingezahlten) Mittel ins Verhältnis zu den getätigten Rückzahlungen (an den Dachfonds) zuzüglich der Bewertung des aktuellen Portfolios. Je nach Höhe der Kennziffer werden unter Berücksichtigung der Laufzeit des jeweiligen Dachfonds bis zu zehn Punkte vergeben.

- DPI/Dachfonds  
(max. 10 Punkte)

Für das Merkmal „DPI/Dachfonds“, womit der Anteil der an den Dachfonds zurückgeflossenen Gelder an der Summe der Einzahlungen bei den Zielfonds erfasst wird, werden je nach Höhe unter Berücksichtigung der bisherigen Laufzeit des jeweiligen Dachfonds bis zu zehn Punkte vergeben.



- *DPI/Investor*  
(max. 25 Punkte)

Für das Merkmal „DPI/Investor“, das den Anteil der Rückflüsse vom Dachfonds an den Investor im Verhältnis zu dessen Kapitaleinsatz ausdrückt, erhält ein Fonds maximal 25 Punkte, wobei auch hier die Punktevergabe nach der Höhe der prozentualen Rückflüsse unter Berücksichtigung der bisherigen Laufzeit des Fonds erfolgte. Einer Ausschüttung in bar steht die Verrechnung mit fälligen Abrufzinsen gleich. Thesaurierende Fonds wären bei dieser Kennziffer jedoch systematisch benachteiligt, da sie während der Anlagedauer konstruktionsbedingt kein Kapital zurückführen. Deshalb wurden sie von der Bepunktung des DPI/Investor ausgeklammert, sodass bei ihnen die relative Gewichtung der verbleibenden Bewertungskriterien in Kategorie B entsprechend steigt.



## **Kosten**

- *Renditequotient RQ-16*  
(max. 20 Punkte)

Für das Szenario „16% Bruttorendite“ (kurz: RQ-16, siehe auch S. 6-8) werden 20 Punkte gewährt, falls der RQ bei mindestens 0,8 liegt, und null Punkte bei Werten unterhalb von 0,35. Weil der RQ-16, also eine durchschnittliche Renditeerwartung von 16% p.a., für Private Equity-Beteiligungen als wahrscheinlichstes Szenario gilt, wird der RQ-16 innerhalb der Kategorie Kosten am stärksten gewichtet.

- *Renditequotient RQ-40*  
(max. 10 Punkte)

Für den optimistischen Fall einer Bruttorendite von 40% (kurz: RQ-40) liegen die Punktegrenzen bei 0,5 (null Punkte) und 0,9 (zehn Punkte).

- *Renditequotient RQ-1,0x*  
(max. 10 Punkte)

Für die nötige Bruttorendite zur Erzielung eines Multiples von 1,0 (kurz: RQ-1,0x), also der Rückführung des eingezahlten Kapitals nach Kosten an den Investor, wurden die

Grenzen der Punktespanne auf null Punkte bei 12% p.a. und zehn Punkte bei 3% p.a. festgesetzt.

- *Annualisierte Gesamtkostenquote*  
(max. 10 Punkte)

Für die Untersuchungsgruppe liegen die ermittelten Werte zwischen 2,9% und 3,4% p.a. Wir legen die Eckwerte der Punktespanne auf null Punkte für „4,0% p.a. und mehr“ und auf zehn Punkte für 2,5% p.a. und weniger“.

- *Performance Fee*  
(max. 5 Punkte)

Für die Komponente der reinen prozentualen Gewinnbeteiligung vergeben wir fünf der maximal zehn im Bereich erfolgsabhängige Vergütung erreichbaren Punkte. Bei der Punktevergabe orientieren wir uns an der ermittelten Spanne der untersuchten Fonds, die zwischen 7 und 20% lag. 25% Performance Fee (oder mehr) ergeben null Punkte, 5% (oder weniger) fünf Punkte. ▶

- *Hurdle Rate*  
(max. 5 Punkte)

Fünf Punkte entfallen auf die Höhe der Hurdle Rate: null Punkte für eine nicht vorhandene Hurdle Rate (das Management wird also an jedem erzielten Gewinn beteiligt), fünf Punkte für eine Hurdle Rate von mehr als 10%.

## Management

- *Track Record/Renommee/wirtschaftliche Stärke*  
(max. 10 Punkte)

Wir bewerten die bisherige Leistung des Emissionshauses und seiner evtl. Partner bei der Auflage von Private Equity-Dachfonds für Privatanleger sowie bei der Auswahl der Zielfonds. Abzüge nehmen wir vor, wenn der Fortbestand eines Emissionshauses aufgrund seiner wirtschaftlichen Situation gefährdet erscheint.

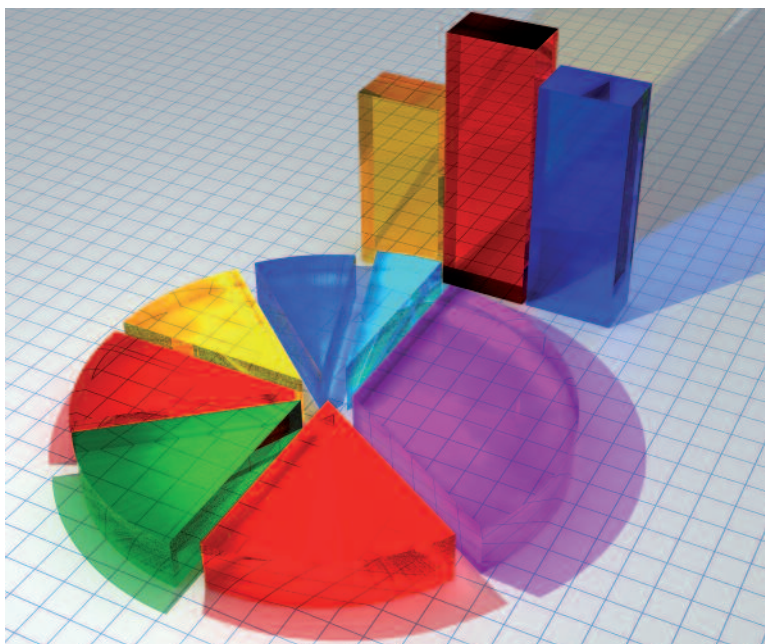
- *Managementbeteiligung/Gleichrichtung der Interessen*  
(max. 20 Punkte)

Der schlechteste denkbare Fall ist, dass weder Fondsinitiator noch Fondsberater bzw. deren leitende Personen mit eigenem Geld in ein von ihnen aufgelegtes Produkt

investieren. Für nicht vorhandene Eigenbeteiligungen gibt es daher keine, für niedrige Beteiligungen entsprechend wenige Punkte. Wünschenswert ist eine Beteiligung des Managements am Fondsvermögen von deutlich über 1%. Berücksichtigt wurde sowohl die Beteiligungshöhe der Dachfondsinitiatoren, des gegebenenfalls abweichenden Dachfondsmanagements als auch der Manager auf Zielfondsebene.

- *Verwaltetes und platziertes Volumen des Initiators*  
(max. 5 + 5 Punkte)

Eine Unterscheidung zwischen dem investierten und platzierten Private Equity-Volumen eines Initiators ist nahe liegend, da Ratensparverträge zwar sofort in der Zeichnungsstatistik auftauchen, jedoch erst im Laufe der Zeit als verfügbares Kapital im Fonds eintreffen. Für die Punkteverteilung wählten wir einen logarithmischen Maßstab, mit dem die Größenordnung des jeweiligen Volumens abgebildet wird und kleinere Betragsdifferenzen weniger ins Gewicht fallen. In dieser Kategorie haben wir im Falle eines externen Fondsmanagements das durch ihn verwaltete und platzierte Volumen angesetzt, sofern der externe Fondsmanager für die Investitionsentscheidungen verantwortlich ist und der Anleger damit von dessen Erfahrung profitiert.



- *Interventionsmöglichkeiten bei unplanmäßigem Verlauf*  
(max. 5 Punkte)

Aufgrund der Konstruktion als Kommanditgesellschaften, die von der jeweiligen Fondsmanagementgesellschaft geführt werden, sind die Einflussmöglichkeiten der Investoren durchgängig beschränkt. Bei einigen Anbietern haben die Investoren aufgrund der Börsennotiz der Fondsgesellschaft zumindest eine etwas größere Möglichkeit, Einfluss zu nehmen.

- *Spezialisierung in Bezug auf die Assetklasse Private Equity*  
(max. 5 Punkte)

Dieser Prozentsatz gibt den Anteil der Private Equity-Investments an dem insgesamt durch den Initiator platzierten Fondsvolumen aller Sparten an. Wir gehen

davon aus, dass sich die Expertise im Bereich Private Equity bei einem spezialisierten Anbieter stärker im gesamten Mitarbeiterkreis manifestiert als bei einem breit diversifizierten Fondsiniciator. Da wir in dieser Kategorie auf die direkten Ansprechpartner des Anlegers abzielen, beziehen wir – im Gegensatz zur Berücksichtigung eines externen Fondsmanagements bei verwaltetem und platziertem Volumen – hier nur den Fondsiniciator selbst ein.



## Transparenz

- *Leistungsbilanz/Geschäftsbericht 2009 veröffentlicht*  
(max. 10 Punkte)

Die volle Punktzahl vergeben wir, wenn zum 30. September 2010 (von der Branchenorganisation „VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.“ in ihren „Leitlinien und Grundsätzen zur Erstellung von Leistungsbilanzen für geschlossene Fonds“ empfohlener Stichtag für die späteste Veröffentlichung) die vollständige Leistungsbilanz veröffentlicht wurde und entweder per Download oder auf Anfrage erhältlich war. Die hälftige Punktzahl vergeben wir für die Veröffentlichung einer vorläufigen Leistungsbilanz, eines Geschäftsberichtes oder Jahresabschlusses.

- *Namentliche Nennung der Zielfonds*  
(max. 10 Punkte)

Das wichtigste Asset eines Private Equity-Dachfonds sind die von ihm gezeichneten Zielfonds. Damit der Anleger seine Investition nachvollziehen kann, sollten diese vollständig namentlich genannt werden und dem jeweiligen Dachfonds zugeordnet sein. Fünf Punkte vergeben wir, wenn die Zielfonds in der Leistungsbilanz zwar genannt, nicht aber den jeweiligen Dachfonds des Initiators zugeordnet worden sind.

- *Weiterführende Informationen über Zielfonds*  
(max. 5 Punkte)

So wie es zur Einordnung eines Schiffsfonds hilfreich ist, einige Details über das erworbene Schiff zu kennen, ist es für Interessenten an einem Private Equity-Dachfonds wünschenswert,

einige Aussagen über das Tätigkeitsfeld der ausgesuchten Zielfonds zu erhalten.

- *Gezeichnetes Kapital je Zielfonds*  
(max. 5 Punkte)

Um den Einfluss eines Zielfonds auf die Entwicklung des gesamten Dachfonds abschätzen zu können, ist die jeweilige Höhe der Zahlungszusagen an einzelne Zielfonds eine wichtige Kennziffer.

- *TVPI (Total Value to Paid-in)*  
(max. 12 Punkte)

Der TVPI drückt den Gesamtwert aller Beteiligungen des Dachfonds zuzüglich der bereits erfolgten Rückflüsse im Verhältnis zum eingezahlten Kapital aus. Damit ist der TVPI aus Sicht vieler Experten die wichtigste Bewertungskennziffer eines Private Equity-Portfolios, die in keiner Leistungsbilanz fehlen sollte. Wir vergeben jeweils vier Punkte für den Ausweis des TVPI auf Unternehmensebene (also vor sämtlichen Kosten), auf Dachfondsebene (also bereinigt um die Gebühren auf Zielfondsebene) und auf Anlegerebene (also nach Abzug aller Kosten auf Ziel- und Dachfondsebene).

- *Soll-/Ist-Vergleich*  
(max. 3 Punkte)

Mit drei Punkten belohnen wir das Vorhandensein eines anschaulichen Soll-/Ist-Vergleichs, der vom VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. generell empfohlen wird. ■