



Die Bedeutung von Private-Equity-Investitionen für die Zukunft der Sparkassen-Finanzgruppe

1 Die Sparkassen-Finanzgruppe im Wandel

1.1 Aktuelle Situation

Der Markt für Banken, Sparkassen und sonstige Finanzdienstleister befindet sich bereits seit mehreren Jahren in einem tiefgreifenden Wandel. Zum einen herrscht für die Dienstleistungen einer Universalbank zunehmender Wettbewerb, der immer stärker durch Direktbanken und Online-Anbieter mit vorteilhaften Kostenstrukturen geprägt wird und zu einem nie dagewesenen Rückgang der erzielbaren Zinsmargen führt. So hat sich das durchschnittliche Betriebsergebnis der Sparkassen nach Bewertung seit 1994 von 0,94 Prozent der DBS auf 0,54 Prozent im Jahre 2005 reduziert.

Zum anderen befindet sich die Sparkassenorganisation selbst in einem Veränderungsprozess. Zu denken ist hierbei insbesondere an den Wegfall der Gewährträgerhaftung und die Diskussion über die Privatisierung von Sparkassen, jedoch auch an die wachsende Zahl von Zusammenschlüssen zwischen Sparkassen und die teilweise tiefgreifenden Änderungen des rechtlichen Rahmenwerkes von Sparkassengesetz und Sparkassenverordnungen der Länder.

In diesem Zusammenhang rechnen viele Experten damit, dass die Kommunen angesichts ihrer eigenen angespannten Haushaltslage auf Basis der geplanten Gesetzesänderungen im Sparkassenrecht künftig stark auf Ausschüttungen der Sparkassen drängen werden, was den wirtschaftlichen Spielraum der Institute weiter einschränken könnte.

Ein weiteres, zwar prominent diskutiertes, jedoch operativ häufig noch wenig adressiertes Themengebiet betrifft das individuelle Finanzrating einzelner Institute. Der von Moody's attestierte Rating Floor für die Sparkassen von A1 bietet zweifelsohne eine gute Ausgangsbasis für die Gesamtorganisation. Dennoch lassen sich im Einzelra-

ting gegebenenfalls nochmals deutlich bessere Einstufungen erzielen. Dies haben einige Institute bereits erfolgreich umgesetzt und damit die eigene Leistungsfähigkeit, sowohl gegenüber privaten Kreditinstituten als auch gegenüber nicht individuell gerateten Sparkassen, insgesamt spürbar erhöht. Jede einzelne Sparkasse ist somit gefordert, diesen mannigfaltigen Herausforderungen mit einer stringenten und konsequent umgesetzten Strategie zu begegnen. Schließlich agieren die Sparkassen nicht nur in dem Spannungsfeld von öffentlichem Auftrag, dem regionalen Fördergedanken und der betriebswirtschaftlichen Notwendigkeit, langfristig auskömmliche Erträge zu erzielen, um diese Aufträge überhaupt wahrnehmen zu können (Der DSGV sieht hierfür die Untergrenze bei einer nachhaltigen Eigenkapitalrendite von 15 Prozent p.a.). Darüber hinaus haben sie die selbst auferlegte Verpflichtung zu überdurchschnittlicher Kundennähe zu erfüllen und nicht zuletzt auch die Arbeitsplätze ihrer Mitarbeiter zu sichern.

1.2 Mögliche strategische Stoßrichtungen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit

1.2.1 Kosteneinsparungen oder Ertragswachstum?

Den oben skizzierten Herausforderungen kann in einem hochkompetitiven Marktumfeld, das von zurückgehenden Zinsmargen im Kerngeschäft geprägt ist, seitens der Sparkassen im Wesentlichen mit zwei strategischen Stoßrichtungen begegnet werden: Kosteneinsparungen oder Ertragswachstum. Das Gesamtziel wurde hierfür seitens des DSGV mit einer Kosten-Ertrags-Relation kleiner als 60 Prozent vorgegeben, das jedoch mit einer Quote von durchschnittlich 62,5 Prozent aktuell noch deutlich verfehlt wird.

Der Bereich Kostensenkungsmaßnahmen ist insgesamt sehr transparent, da

Inhalt:

- 1 Die Sparkassenorganisation im Wandel
 - 1.1 Aktuelle Situation
 - 1.2 Mögliche strategische Stoßrichtungen
 - 1.2.1 Kosteneinsparungen oder Ertragswachstum?
 - 1.2.2 Wachstum im Kerngeschäft
 - 1.2.3 Wachstum durch neue kundenorientierte Geschäftsfelder
 - 1.2.4 Zusatzertrag durch Private Equity
- 2 Was ist Private Equity?
 - 2.1 Charakteristika von Private Equity
 - 2.2 Arten von Private Equity
 - 2.3 Wie in Private Equity Investieren?
 - 2.4 Besonderheiten von Private Equity Fonds- und Dachfonds-investitionen
- 3 Warum in Private Equity investieren?
- 4 Risiken von Private Equity
- 5 Private Equity im Anlageportfolio einer Sparkasse
 - 5.1 Festlegung der angestrebten Private Equity-Allokation
 - 5.2 Anlagebeschränkungen
 - 5.3 Bilanzierung
 - 5.4 Kernkapitalunterlegung
 - 5.5 Finanzunternehmen
 - 5.6 Anzeige- und Meldepflichten
 - 5.7 Sonstiges
- 6 Zusammenfassung und Ausblick

in beinahe jeder Sparkasse bereits entsprechende Projekte durchgeführt worden sind. Solche Projekte gehen in der Regel mit einer gewissen Unruhe im Unternehmen einher und können bisweilen im Widerspruch zu Wachstumszielen stehen, wenn die jeweiligen Maßnahmen nicht detailliert abgestimmt werden. Wenngleich sich Kostenpotenziale vergleichsweise schnell heben lassen, so ist das absolute Potenzial jedoch stets begrenzt und die gewünschte Nachhaltigkeit ist nur durch kontinuierliche Bemühungen erreichbar.

Im Folgenden soll deshalb das Augenmerk eher auf dem eher schwieriger

umzusetzenden Thema des Ertragswachstums liegen. In diesem Zusammenhang ist zunächst zu unterscheiden, ob das Wachstum im angestammten Kerngeschäft oder durch Erschließen neuer Einnahmequellen erreicht werden soll.

1.2.2 Wachstum im Kerngeschäft

Eine weitergehende Marktdurchdringung ist durch den bereits sehr hohen Marktanteil der Sparkassen, der in manchen Segmenten bei über 60 Prozent liegen kann, nur schwer zu erreichen. Zudem befindet man sich hier in direktem Verdrängungswettbewerb mit privaten Kreditinstituten und Finanzdienstleistern sowie anderen Sparkassen. Dies ist stets mit einem weiteren Abschmelzen der Gewinnspannen verbunden und somit hinsichtlich einer langfristig positiven Wirkung infrage zu stellen. Aus diesem Grund wurde im Strategiepapier des DSGV bereits im Jahre 2002 darauf hingewiesen, dass sich die Sparkassen stark in Richtung zukunftssträchtiger und damit langfristig ertragssichernder Geschäftsfelder orientieren müssen.

1.2.3 Wachstum durch neue kundenorientierte Geschäftsfelder

Aus einer langfristig strategischen Perspektive erscheint somit die Beschäftigung mit neuen oder bisher nicht intensiv bearbeiteten Geschäftsfeldern als ein Erfolg versprechender Weg, die gestellten Anforderungen zu meistern. Hier sind bereits zahlreiche Initiativen

bei verschiedenen Instituten und Landesverbänden zu beobachten gewesen. Auch der Gedanke der Stärkung des Finanzverbundes zielt in dieselbe Richtung, nämlich über neue Produkte und Dienstleistungen (Provisions-)Erträge zu erwirtschaften und sich von der Zinsentwicklung ein Stück weit unabhängig zu machen.

Erste Erfolge zeichnen sich bereits deutlich ab. So konnte die Sparkassen-Finanzgruppe im Jahre 2005 das höchste Provisionsergebnis seit 1992 erzielen, was insbesondere durch gesteigerte Absatzzahlen im Kundenwertpapiergeschäft und beim Immobiliengeschäft verursacht war. Beim Zinsertrag war gegenüber dem Vorjahr ein signifikanter Rückgang zu beobachten, was den allgemeinen Trend erneut bestätigte.

Die bisher aufgezeigten Anstrengungen zielen allesamt auf ein Wachstum auf Basis erweiterter Kundenbeziehungen ab. Dieser Weg ist vor dem Hintergrund der klaren Marktführerschaft der Sparkassen-Finanzgruppe nur logisch und wird auch künftig ein wesentlicher Baustein der Wachstumsstrategie sein.

Unter langfristigen strategischen Gesichtspunkten sollte diese Strategie jedoch durch weitere Maßnahmen im Bereich der Eigenanlage ergänzt werden. Denn die auf dem Regionalprinzip beruhende Nähe zum Kunden bedeutet stets auch eine Kopplung an die regionale Konjunktur, was unter portfoliotheoretischen Aspekten zu einer suboptimalen Risikostruktur führt. Unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten ist dies weder im Interesse der Sparkasse selbst noch in dem der entsprechenden Kommune.

1.2.4 Zusatzertrag durch Private Equity

Während die Beschäftigung mit kundenorientierten Wachstumsszenarien zum Kerngeschäft der Sparkassen gehört, verfolgen nur einzelne Institute eine konsequente Optimierung ihres Gesamtportfolios. Dies verwundert einerseits, da sich mit einer Umschichtung von den klassischen Portfolio-Komponenten („Assets“) hin zu ergänzenden bzw. alternativen Komponenten das Gesamtportfolio sowohl von der Risiko- als auch von der Renditestruktur deutlich verbessern lässt.

Andererseits erfordert eine Anlage in diese ergänzenden Portfolio-Komponenten ein hohes Maß an Spezialwissen. Insbesondere für das rendite-trächtige Private-Equity-Geschäft gilt, dass zahlreiche Sparkassen über das erforderliche Know-how nicht in ausreichendem Umfang verfügen. Hinzu kommt, dass der Aufbau eines kostenintensiven Spezialistentteams sich erst ab einer gewissen Mindestanlagehöhe rentiert, die häufig oberhalb der optimalen Private-Equity-Allokation einer einzelnen Sparkasse liegt. (siehe Abb. 1) Da sich dieses Dilemma durch die Nutzung des Finanzverbundes der Sparkassen-Finanzgruppe lösen lässt, soll im Folgenden diese Asset-Klasse charakterisiert und vom Chancen-Risiko-Profil her detailliert beleuchtet werden. Schließlich werden die Implikationen einer Private-Equity-Beimischung in das Anlageportfolio einer Sparkasse umrissen und geeignete Strukturen aufgezeigt, um ein von der absoluten Allokationshöhe unabhängiges, optimiertes Private-Equity-Portfolio aufzubauen.

Abbildung 1

Klassische Portfoliokomponenten				Ergänzende Portfoliokomponenten			
Renten	Kredite	Aktien	Geldmarkt	Private Equity	Immobilien	Hedge Funds	Sonstige
Bundesschatzbriefe	Verbraucher-kredite	Indizes	Schatzwechsel	Venture Capital	Büroflächen	Short/Long	Warenmärkte
Pfandbriefe	Hypotheken-kredite	Einzelwerte	Schatzanwei-sungen	Buyout Capital	Einzelhandel	Global	Währungen
Unternehmens-anleihen	Investitions-kredite	Optionen	U-Schätze	Mezzanine	Wohnen	Ereignis-getrieben	Rohstoffe
Kommunal-obligationen	Kontokorrent	etc.	etc.	Special Situations	Immobilien-trusts	Arbitrage	etc.
etc.	etc.				etc.	etc.	

2 Was ist Private Equity?

2.1 Charakteristika von Private Equity

Private Equity ist der Sammelbegriff für den Markt für verschiedene Arten von Eigenkapitalbeteiligungen an in der Regel nicht börsennotierten Unternehmen. Typischerweise handelt es sich dabei um Mehrheitsbeteiligungen oder um Minderheitsbeteiligungen mit umfassenden Mitsprache- und Steuerungsrechten. Darüber hinaus fallen auch stille Beteiligungen oder Mischformen (sog. „Mezzanine-Kapital“) unter diese Anlageklasse.

Für das Verständnis von Private Equity ist es essenziell wichtig, die Art der Entstehung von Erträgen zu verstehen, da diese einen entscheidenden Einfluss auf das Wesen einer solchen Investition hat. Fast allen Private-Equity-Investitionen liegt das Ziel zugrunde, eine direkte Unternehmensbeteiligung zu erwerben und diese nach einer gewissen Haltedauer zu einem höheren als dem Einstandspreis wieder zu veräußern¹. Im Gegensatz zu Fremdkapital, das für eine laufende Zinszahlung zur Verfügung gestellt wird, erhält der Investor während der Laufzeit der Beteiligung keine Rückflüsse. Die Gewinne des Portfoliounternehmens werden in der Regel nicht ausgeschüttet, sondern zur Tilgung von Fremdkapital oder zur Wachstumsfinanzierung eingesetzt. Somit entsteht bei einer Private-Equity-Beteiligung ein Gewinn für den Investor normalerweise erst bei dem Verkauf der Beteiligung.

Um einen über dem Einstandspreis liegenden Verkaufspreis zu rechtfertigen, muss das Unternehmen eine Wertsteigerung erfahren. Deshalb werden während der Haltedauer vom Finanzinvestor gemeinsam mit dem Management des Portfoliounternehmens entsprechende Maßnahmen durchgeführt. Diese können z. B. aus einer Reduktion von Kosten, Straffung eines eventuell vorhandenen Beteiligungsportfolios, dem Erschließen neuer Kundengruppen oder dem Zukauf weiterer Unternehmen mit Synergiepotenzialen be-

stehen. Dabei stellen die Investoren häufig ihre eigene Managementexpertise, z. B. aus früheren Beteiligungen in derselben Branche, und ihr Kontaktnetzwerk zur Verfügung.

Die intensive Betreuung der Portfoliounternehmen soll zu überdurchschnittlichen Wachstumsraten bei Umsätzen und Gewinnen führen (was z. B. auch zur Schaffung neuer Arbeitsplätze dient). Das Ziel des Private-Equity-Investoren ist es dabei, das Unternehmen für den manchmal bereits vor Eingehen der Investition eingegrenzten potenziellen Käuferkreis² zu einem attraktiven Übernahmekandidaten zu machen.

Der positive Einfluss von Private-Equity-Investoren wird durch aktuelle Studien³ bestätigt und führt in seiner wirtschaftlichen Gesamtwirkung die mancherorts noch immer geführte „Heuschreckendiskussion“ ad absurdum. Auch ist die Zustimmung der Manager der Portfoliogesellschaften hinsichtlich der Zusammenarbeit mit dem Finanzinvestor bis heute kontinuierlich angestiegen. Die erst kurz zurückliegende Insolvenz der ehemaligen Siemens-Handysparte, die im vergangenen Jahr von der taiwanesischen BenQ-Gruppe übernommen worden war, zeigt zudem, dass auch industrielle Investoren nicht immer zu einem Erhalt von Arbeitsplätzen in der Lage sind.

2.2 Arten von Private Equity

Im angelsächsischen Sprachgebrauch, von dem das gesamte Private-Equity-Geschäft stark geprägt ist, wird Private Equity üblicherweise in Venture Capital, Buy-Out und Special Situations eingeteilt. Die einzelnen Bereiche betreffen unterschiedliche Phasen der Unternehmensentwicklung und verfügen deshalb über stark unterschiedliche Chancen-Risiko-Profile.

Unter Venture Capital („VC“) versteht man Investitionen in Unternehmen, die

sich in einer frühen Entwicklungsphase befinden und noch nicht über ein marktfähiges Produkt verfügen. Meist sind diese Unternehmen stark von den Gründern geprägt, die ihre Geschäftsidee intensiv verfolgen, und haben einen nur geringen Organisationsgrad. Cashflow und Jahresergebnis sind in dieser Phase meist negativ. Risiko und Chancen sind bei solchen Investitionen sehr hoch: durch die geringen Unternehmenswerte beim Einstieg sind hohe Wertsteigerungen möglich, die fehlende Etablierung am Markt führt zu einer hohen Ausfallwahrscheinlichkeit für die Gesamtinvestition.

Buy-Out-Investitionen zielen demgegenüber auf reifere Unternehmen ab, die teilweise bereits seit vielen Jahren erfolgreich am Markt agieren. Sie verfügen über einen hohen Organisationsgrad und werden meist von einem angestellten Management geführt. Cashflow und Jahresergebnis sind positiv bis stark positiv, wodurch so genannte Leveraged Buy-Outs („LBO“) möglich werden⁴. Die Chancen zur Wertsteigerung sind trotz deutlich höherer Unternehmenswerte noch immer hoch, da auch von einer solideren Basis ausgegangen wird. Die Ausfallwahrscheinlichkeiten für ein solches Investment liegen deutlich unter denen eines Venture Capital Investments.

Neben VC und BO gibt es noch eine ganze Reihe weiterer Arten von Private-Equity-Finanzierungen. Insbesondere Mezzanine-Finanzierungen, die sowohl Eigenkapital- als auch Fremdkapitalkomponenten aufweisen, befinden sich aktuell in einer gewissen Blüte. Daneben sind der Bereich notleidender Kredite („Distressed Debt“) sowie der Kauf ganzer Portfolios von Finanzinvestoren („Secondaries“) oder Infrastrukturinvestitionen und Real Estate Private Equity zu erwähnen. Diese übrigen Arten von Private Equity sind stärker opportunistisch geprägt und haben sowohl von der Unternehmensphase als auch vom Rendite-Risiko-Profil her keinen einheitlichen Charakter.

¹ Im Bereich z. B. von Mezzanine-Finanzierungen oder bestimmten Stillen Beteiligungen sind auch laufende Zinszahlungen oder laufende gewinnabhängige Erträge üblich. Im Durchschnitt liegen bei diesen jedoch die Renditen deutlich unterhalb derer von offenen Beteiligungen.

³ z. B. Suhl, Weber „Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft“, herausgegeben von der Price Waterhouse Coopers AG in Zusammenarbeit mit dem Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e. V., 2005

⁴ Bei diesen wird der Unternehmenskauf nicht allein mit Eigenkapital finanziert, sondern auch mit einem Anteil an Fremdkapital. Dadurch, dass Zins und Tilgung des Fremdkapitals beim übernommenen Unternehmen liegen, wird die Eigenkapitalrentabilität stark verbessert (oder „gehebelt“ = „leveraged“).

Arten von Private Equity		
Seed	Venture Capital	<ul style="list-style-type: none"> •Gründungsphase, Marktetablierung noch nicht erreicht •Unternehmer-Gründer getrieben •stark Cashflownegativ bis „schwarze 0“ •hohes Risiko, Produktentwicklungsphase •große Chance wegen geringem Unternehmenswert
Start-Up		
Expansion		
Bridge	Buy-Out	<ul style="list-style-type: none"> •Wachstums-/Reifephase, am Markt etabliertes Unternehmertum mit •Managementunterstützung, Cashflowpositiv bis stark Cashflowpositiv •geringeres Risiko wegen eingeschwungenem Geschäft •substantielle Chance trotz höherem Unternehmenswert
Nachfolge/ Übernahme		
LBO MBO/MBI*		
Special Situations		<ul style="list-style-type: none"> •Mezzanine (eigenkapitalnahe Finanzierungen mit Fremdkapitalkomponenten) •Distressed Debt (notleidende Kredite) •Secondaries (Kauf bereits bestehender Portfolien von Finanzinvestoren) •Infrastrukturinvestitionen

*MBO = Management Buy Out, Übernahme des Unternehmens durch das bestehende Management,
MBI = Management Buy In, Übernahme des Unternehmens durch vormals externes Management

Abbildung 2

2.3 Wie in Private Equity investieren?

Einem institutionellen Private-Equity-Investor⁵, wie z. B. einer Sparkasse, bieten sich drei grundsätzliche Wege, in Private Equity zu investieren.

1. Der Investor kann zum einen direkte Unternehmensbeteiligungen erwerben, bei denen er den gesamten Transaktionsprozess sowohl beim Kauf als auch beim Verkauf der Beteiligung selbst durchführt. Die Unternehmensbeteiligungen befinden sich dann in den Büchern (einer Gesellschaft) des Investors selbst. Für Sparkassen ist es im direkten Beteiligungsgeschäft durch die regionale Beschränkung auf das jeweilige Satzungsgebiet und das rechtliche Erfordernis für eine minderheitliche Beteiligung nur schwer möglich, ein chancen- risikooptimiertes Private-Equity-Portfolio aufzubauen. Hinzu kommt, dass das Direktinvestmentgeschäft mit einer sehr hohen Ressourcenbindung einhergeht, die bei den meisten Sparkassen durch die absolute Höhe der Allokation in diese

⁵ Dies gilt natürlich auch für andere Investoren, z. B. vermögenden Privatpersonen. Bei durchschnittlichen Privatvermögen ist jedoch die optimale Allokationshöhe für Private Equity viel zu klein, um bei renommierten und erfolgreichen Private-Equity-Fonds und Dachfonds als Investor akzeptiert zu werden. Häufig werden als Mindestanlagesumme für Privatpersonen 1 Mio. Euro verlangt. Publikumsprodukte mit teilweise deutlich geringeren Mindestanlagesummen existieren zwar, von einem breiten Angebot ist jedoch zumindest der deutsche Markt noch recht weit entfernt.

Asset-Klasse nicht zu rechtfertigen ist. Eine risikooptimale Streuung der Investitionsmittel auf eine portfoliotheoretisch ausreichende Anzahl an Beteiligungen ist dabei in der Regel ebenfalls nur schwer möglich.

2. Der Investor kann zum anderen in einen Private-Equity-Fonds investieren, der seinerseits direkte Unternehmensbeteiligungen durchführt. Hierbei ist der Investor in den Transaktionsprozess nicht involviert, da dieser, ebenso wie die laufende Verwaltung der Beteiligungen, vom Private-Equity-Fonds gegen eine Gebühr durchgeführt wird. In den Büchern des Investors werden nicht die einzelnen Unternehmensbeteiligungen, sondern nur die Beteiligung an dem Private-Equity-Fonds ausgewiesen. Es werden hierbei beim Investor zwar keine Mitarbeiter für die Durchführung der Transaktionen benötigt, jedoch für die Auswahl der Private-Equity-Fonds und deren Verwaltung. Letztere kann bei einem diversifizierten Private-Equity-Fonds-Portfolio wg. der erforderlichen Zusammenführung der Einzelberichte ebenfalls einen signifikanten Umfang annehmen.

Bei der Auswahl der Private-Equity-Fonds gilt es, aus einer Vielzahl von Private-Equity-Fonds diejenigen zu identifizieren, deren Investitionsstrategie in Kombination mit dem (regionalen) Wirtschaftsumfeld, der Expertise des Investment-Teams und der in der Vergangenheit gezeigten Leistung („Track Record“) auch künf-

tig überdurchschnittliche Renditen erwarten lassen. Neben einem hohen Maß an Spezialwissen und zeitaufwendigen Prüfungen („Due Dilligence“) ist hierfür eine starke internationale Orientierung erforderlich, um die weltweit besten Private-Equity-Manager und deren Fonds zu identifizieren. Hinzu kommt jedoch ein weiteres Problem.

Gerade die besten Private-Equity-Fonds sind in der Regel bereits von den Investoren in den Vorgängerfonds so stark überzeichnet, dass neue Investoren nur schwer Zugang erlangen können. Das heißt, dass es für eine Sparkasse, die noch über keine lange Historie als Private-Equity-Investor verfügt, schwer ist, die Mittel tatsächlich bei den besten Private-Equity-Fonds zu investieren. Kapitalzusagen an mediokre Fonds sollten dabei als Alternative grundsätzlich ausscheiden. Da auch hier gilt, dass die absolute Allokationshöhe den Aufbau oder das Unterhalten eines eigenen Private-Equity-Bereiches in aller Regel nicht rechtfertigt, erscheinen direkte Fondsinvestitionen für neue Investoren in diese Anlageklasse eher wenig geeignet.

3. Schließlich kann der Investor in einen Private-Equity-Dachfonds investieren. Dieser investiert seinerseits in einzelne Private-Equity-Fonds, die direkte Unternehmensbeteiligungen durchführen. Hierbei befindet sich nur der Dachfonds in den Büchern der Investoren.

Der Aufbau eines Portfolios auf diese Art und Weise hat sich als vorteilhafter Weg für den Einstieg in die Asset-Klasse Private Equity erwiesen. Die gesamte Strukturierung des Private-Equity-Portfolios wird den Spezialisten des Private-Equity-Dachfonds übertragen. Dieser verfügt, einen seriösen und professionellen Anbieter unterstellt, sowohl über das erforderliche Spezialwissen als auch über ein internationales Netzwerk zu den klassenbesten Fonds im jeweiligen Investitionsfokus⁶.

⁶ Der Investitionsfokus kann sich nach zahlreichen Kriterien richten, so finden sich Fonds mit Fokus auf z. B. Regionen, Branchen, spezielle Unternehmenssituationen oder auch bestimmte Herkunftsquellen von attraktiven Transaktionsgelegenheiten. Daneben existieren auch alle Arten von Kombinationen dieser Kriterien.

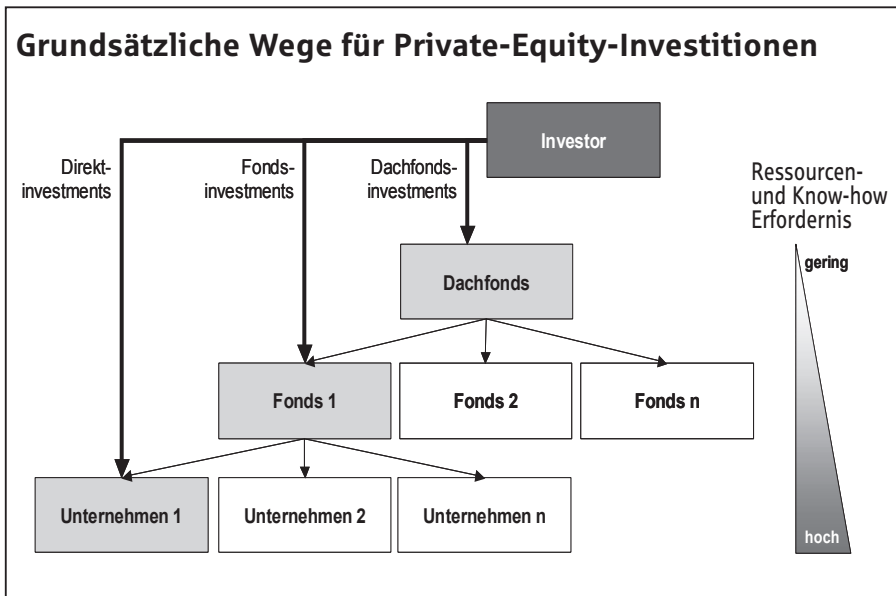


Abbildung 3

Durch die Bündelung der Private-Equity-Allokation verschiedener Kunden kann der Dachfonds eine risiko-optimale Anzahl von Private-Equity-Fonds zeichnen, was dem einzelnen Investor individuell nicht möglich gewesen wäre. Die an den Manager des Dachfonds zu bezahlenden Gebühren liegen in aller Regel deutlich unterhalb der Kosten, die für das Vorhalten entsprechender Ressourcen im eigenen Haus anfielen. Die einzelne Sparkasse muss zudem nur eine einzige Investitionsentscheidung treffen, nämlich die für den Dachfonds, was in aller Regel ressourcenschonend vonstatten gehen kann. Bei der Auswahl des Dachfonds-Managers sollte jedoch in jedem Fall darauf geachtet werden, dass dieser die für eine Sparkasse geltenden Spezifika einer solchen Investition im Detail kennt und auch die Investitionsstrategie des zu zeichnenden Dachfonds diese berücksichtigt (siehe hierzu auch Abschnitt 5)

in einer Summe ausbezahlt und nach der vereinbarten oder gewünschten Laufzeit (hoffentlich) mit Gewinn zurückerbehalten wird.

Vielmehr gibt der Investor gegenüber dem PE-Fonds oder PE-Dachfonds eine bindende Einzahlungsverpflichtung (ähnlich einer unwiderruflichen Kreditzusage) über eine bestimmte Kapitalsumme (sog. Zeichnungsbetrag oder neudeutsch „Commitment“) ab. Diese ist jedoch nicht sofort in voller Höhe fällig, sondern wird von dem PE-Fonds oder -Dachfonds über einen Zeitraum von ca. 5 Jahren abgerufen, je nachdem was für konkrete Investitionen oder zur Deckung anfallender Kosten benötigt wird.

Diese Vorgehensweise wird gewählt, da nicht das gesamte eingeworbene Kapital sofort für Investitionen benötigt wird. Würde dennoch sofort der gesamte Betrag abgerufen, so müsste der Fonds oder Dachfonds stets den noch nicht für Investitionen eingesetz-

ten Teil selbst kurzfristig, d.h. in Nicht-Private-Equity-Investitionen, anlegen. Dies kann jedoch nur mit zusätzlichem Risiko, zusätzlichen Kosten und der Bereithaltung zusätzlichen Know-hows erfolgen, wobei z.B. eine Sparkasse bei kurzfristigen Anlagen sicherlich bessere Renditen erwirtschaften kann als ein Private-Equity-Spezialist. Zudem sind die Renditeerwartungen der kurzfristigen Anlagen im Durchschnitt geringer als im Private-Equity-Geschäft selbst, was insgesamt zu einer signifikant geringeren Rendite für den Investor führen würde.

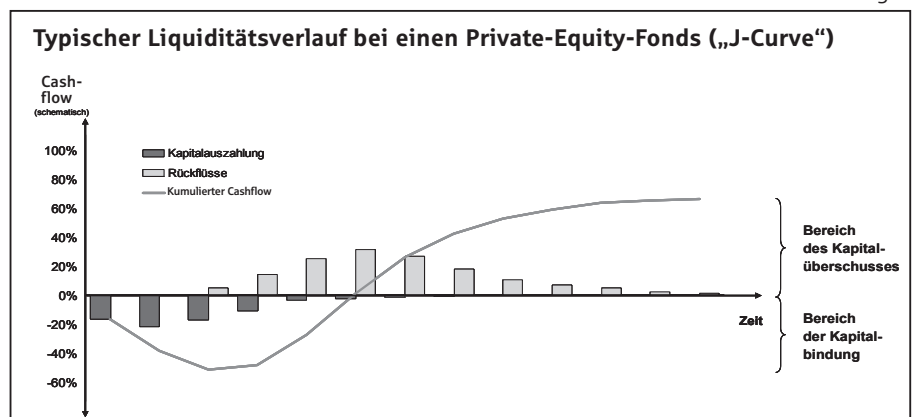
Dadurch, dass das Zeichnungsvolumen über ca. 5 Jahre eingezahlt wird, ist statistisch bereits vor dem vollständigen Abruf des Gesamtvolumens mit ersten Rückflüssen aus erfolgreichen Unternehmensverkäufen zu rechnen. Durch diese Art des sukzessiven Kapitalabrufes bei gleichzeitig erfolgenden Rückflüssen kommt es für den Investor zu einem charakteristischen Cashflow-Verlauf, der als so genannte „J-Curve“ bezeichnet wird. Diese zeigt, dass bei einer Investition in einen Private-Equity-Fonds das volle Zeichnungsvolumen im statistischen Durchschnitt niemals vollständig gebunden wird, sondern netto (d.h. sämtliche liquiditätswirksamen Auszahlungen abzüglich sämtlicher liquiditätswirksamen Rückzahlungen) eine maximale statistische Kapitalbindung von nur ca. 50–60 Prozent des Zeichnungsbetrages erreicht wird. (siehe Abb. 4)

Für einen Investor, der eine bestimmte Kapitalbindung in der Asset-Klasse Private Equity erreichen möchte, heißt dies, dass er Kapitalzusagen abgeben muss, die deutlich oberhalb dieser bestimmten, tatsächlich angestrebten Kapitalbindung liegen. Diese Strategie birgt jedoch das Risiko, bei einer uner-

Abbildung 4

2.4 Besonderheiten von Private-Equity-Fonds- und Dachfondsinvestitionen

Investitionen in Private-Equity-Fonds und Private-Equity-Dachfonds unterscheiden sich bereits im allerersten Schritt, nämlich der Einzahlung von Kapital, sehr deutlich von allen anderen Arten von Investitionen (z. B. in Aktien, Waren oder Immobilien). Anders als bei letztgenannten, wird nicht der gewünschte Anlagebetrag zu Beginn



warteten Marktentwicklung oder auch nur einer temporären Abweichung der tatsächlichen Abrufe und Rückflüsse vom statistischen Mittel eine höhere als die gewünschte Kapitalbindung zu erreichen. Andererseits wird bei zu geringen Kapitalzusagen der Private-Equity-Anteil am Gesamtportfolio unterhalb des als optimal angesehenen Niveaus verharren und somit Rendite verschenkt.

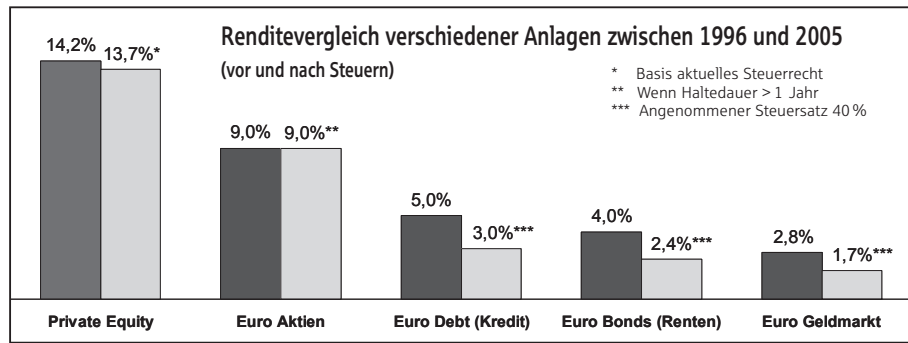
Eine risikooptimierte Alternative liegt in einem phasenweisen Vorgehen, bei dem mehrere Kapitalzusagen mit einer zeitlichen Verzögerung abgegeben werden, sodass sich ein kumulativer Effekt bei der Kapitalbindung ergibt. Dies hat den Vorteil, den tatsächlichen Verlauf der ersten Kapitalzusage bereits über einige Jahre verfolgen und die Höhe der weiteren Kapitalzusagen auf den jeweiligen Status des Bestandes abstimmen zu können. Hinzu kommt dabei eine höhere zeitliche Diversifikation, die risikoreduzierend wirkt. Auch der Kauf von Secondaries, d.h. bereits weitgehend investierter Fonds-Portfolios, von anderen Investoren ist ein Weg, schneller die gewünschte Kapitalbindung aufzubauen. Hierfür ist jedoch umfassendes Wissen für die Bewertung des zu kaufenden Portfolios und die mitunter hochkomplexe Durchführung der Transaktion selbst erforderlich, das gerade ein Einsteiger in die Asset-Klasse Private Equity meist nicht zur Verfügung hat.

3 Warum in Private Equity investieren?

Der Europäische Private Equity und Venture Capital Verband (EVCA) beantwortet die Frage, warum ein Investor in Private Equity investieren sollte, fast lapidar⁷:

Das grundlegende Rational, in Private Equity zu investieren, ist es, das Rendite-Risiko-Profil eines Investmentportfolios zu verbessern.

Die Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles eines Portfolios durch Beimischung von Private-Equity-Investitionen resultiert aus einer Reihe von Eigenschaften dieser Asset-Klasse. Zum einen ist die Renditeerwartung für Pri-



Quelle: Thomsen Venture Economics, Time Weighted Returns 1. 1. 1996 bis 31. 12. 2005, point to point IRR, eigene Analyse

Abbildung 5

vate Equity deutlich höher als für andere Anlageformen. Dies gilt insbesondere in der Betrachtung nach Steuern, da Einkünfte aus Private-Equity-Investitionen nach aktueller Gesetzeslage fast vollständig steuerfrei vereinnahmt werden können. (siehe Abb. 5)

Die ausgewiesenen Unterschiede in den erzielten Renditen der Vergangenheit lassen Private Equity bereits separat betrachtet als hochgradig attraktive Anlageklasse erscheinen. Bei der Strukturierung eines optimierten Portfolios ist neben der bloßen Renditeerwartung jedoch insbesondere auch die Korrelation von Private Equity zu den übrigen Anlageklassen und die Volatilität der Renditen zu beachten. Auch hier er-

weist sich Private Equity als hochgradig geeignete Portfoliobeimischung, insbesondere für kreditlastige und risikoaverse Sparkassenportfolios, da die Renditen insgesamt nur niedrig oder sogar negativ korreliert sind. Ebenso ist die Volatilität von Private Equity vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit erwirtschafteten Renditen als attraktiv anzusehen, insbesondere gegenüber dem fast doppelt so volatilen Aktienmarkt. Dieses attraktive Rendite-Risiko-Profil von Private Equity in Kombination mit der geringen Korrelation zu den anderen Anlageklassen führt bei einer Beimischung von Private Equity in das Portfolio zu einer Erhöhung der zu erwartenden Renditen bei verringertem Gesamtrisiko.

Abbildung 6

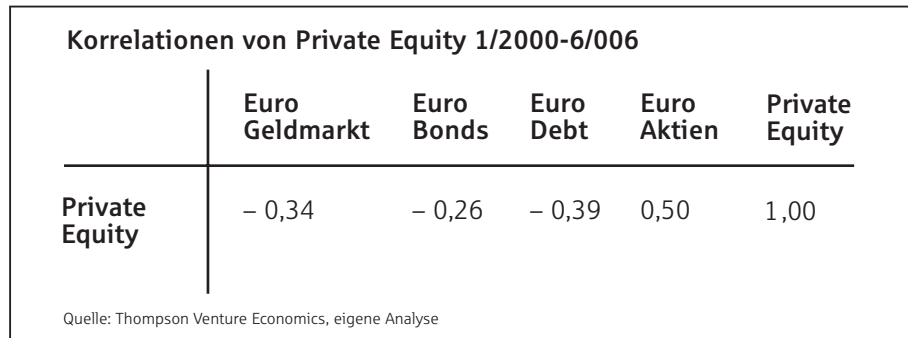
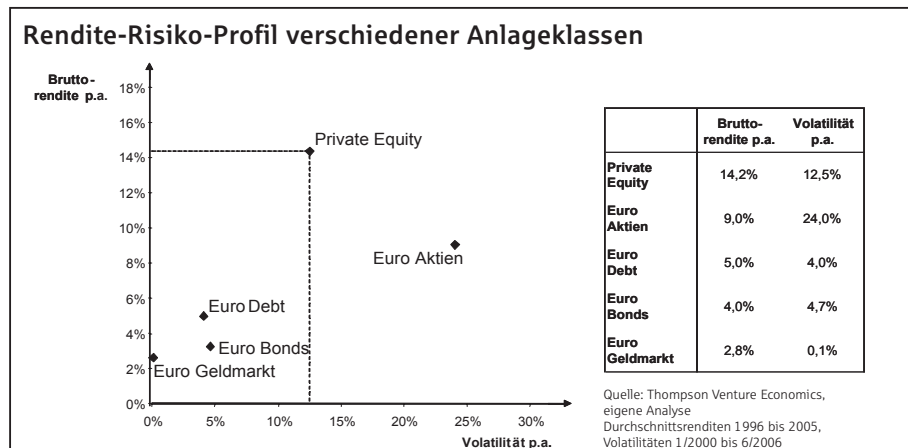


Abbildung 7



⁷ Why and How to Invest in Private Equity, EVCA, Übersetzung vom Verfasser.

Anzumerken ist hierbei, dass die mit der Volatilität ausgedrückten Schwankungen der Rendite von Private-Equity-Investitionen, anders als bei z. B. Aktien, nicht automatisch zu einer Ertragswirkung im Jahresabschluss führen. Da für Private-Equity-Investitionen kein Stichtagskurs zur Verfügung steht, würden eventuelle negative Abweichungen nämlich nur bei einer nachhaltigen Wertminderung oder erst beim Verkauf der Investition und dann auch unabhängig vom Bilanzstichtag ertragswirksam. Das Erfordernis einer dauernden Beobachtung der Volatilitäten, um gegebenenfalls die Anlagen kurzfristig umzuschichten, entfällt für diese langfristige Anlageklasse ebenfalls. Insgesamt bleibt festzuhalten, dass Private Equity aufgrund seiner geringen Korrelationen zu den klassischen Portfoliokomponenten einer Sparkasse und seinem attraktiven Rendite-Risiko-Profil eigentlich in jedem optimierten Anlageportfolio einer Sparkasse enthalten sein sollte. Durch die hohen Renditeerwartungen dieser Anlageklasse lassen sich signifikante und langfristig stabile Zusatzerträge erwirtschaften, die zudem vom Kerngeschäft weitgehend unabhängig sind und somit eine langfristige Ertragsperspektive bieten.

4 Risiken von Private Equity

Wie auch bei anderen Anlageklassen bestehen die Risiken von Private-Equity-Investitionen im Wesentlichen in zwei Dimensionen:

- die angestrebte Rendite wird bei insgesamt positiver Rendite nicht erreicht (Renditerisiko),
- die Summe der Rückzahlungen liegt unterhalb der Summe der Einzahlungen (Verlustrisiko).

Wenngleich beide Dimensionen eigentlich nur verschiedene Bereiche auf der Renditeskala betreffen⁸, so ist diese Einteilung dennoch für die Veranschaulichung des besonderen Risikoprofils von Private-Equity-Investitionen hilfreich. So bestehen bei Private Equity signifikante Unterschiede bei den Risiken von Direktinvestitionen, Fondsinvestitionen und Dachfondsinvestitionen.

⁸ Renditerisiko = Rendite von 0 Prozent bis beliebig hoch; Verlustrisiko = Rendite von -100 Prozent bis 0 Prozent.

	Direktinvestitionen	Fonds		Dachfonds	
	Venture Capital	Venture Capital	Buy Out	Venture Capital	Buy Out
Ausfallwahrscheinlichkeit	42%	30%	21%	1%	0%
Durchschnittlicher Verlust bei einem Ausfall	-85%	-29%	-23%	-4%	-1%
Erwartungswert eines Ausfalls	-36%	-9%	-5%	0%	0%
Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes	30%	1%	1%	0%	0%

Quelle: Mathonet/Weidig, Das Risikoprofil von Private Equity Investitionen, 2004

Abbildung 7

Während bei VC-Direktinvestitionen mit einer statistischen Ausfallwahrscheinlichkeit von 42 Prozent über die Gesamtlaufzeit der Investition zu rechnen ist, beträgt derselbe Wert für eine Investition in einen BO-Dachfonds 0 Prozent!⁹ Dies zeigt, dass der Strukturierung des Private-Equity-Portfolios unter Risikoaspekten eine entscheidende Bedeutung zukommt. Der Grund für diese großen Unterschiede zwischen den einzelnen Investitionsformen liegt im Wesentlichen in der stark unterschiedlichen Diversifikation der unterliegenden Beteiligungen begründet. Man unterscheidet hier zwischen den folgenden Dimensionen der Diversifikation:

• Phasen

Hierunter versteht man die Diversifikation, die durch Investitionen in Unternehmen verschiedener Entwicklungsphasen entsteht und die das Portfolio gegenüber dem allgemeinen wirtschaftlichen Klima stabilisiert.

• Industrien

Durch Investitionen in Unternehmen verschiedener Industrien macht man das Portfolio von der Konjunktur einzelner Branchen unabhängig.

• Regionen

Hierbei wird in Unternehmen verschiedener Regionen (national oder international) investiert, was das

Portfolio gegen regional- oder länderspezifische Entwicklungsschwankungen unempfindlich macht.

• Manager

Diese Dimension trifft auf Private-Equity-Fondsinvestments zu. Da der Erfolg eines Private-Equity-Fonds stark von dem handelnden Fondsmanagement abhängig ist, gewinnt man über Investitionen in verschiedene Fonds Unabhängigkeit von der Leistung einzelner Teams

• Vintage-Jahre

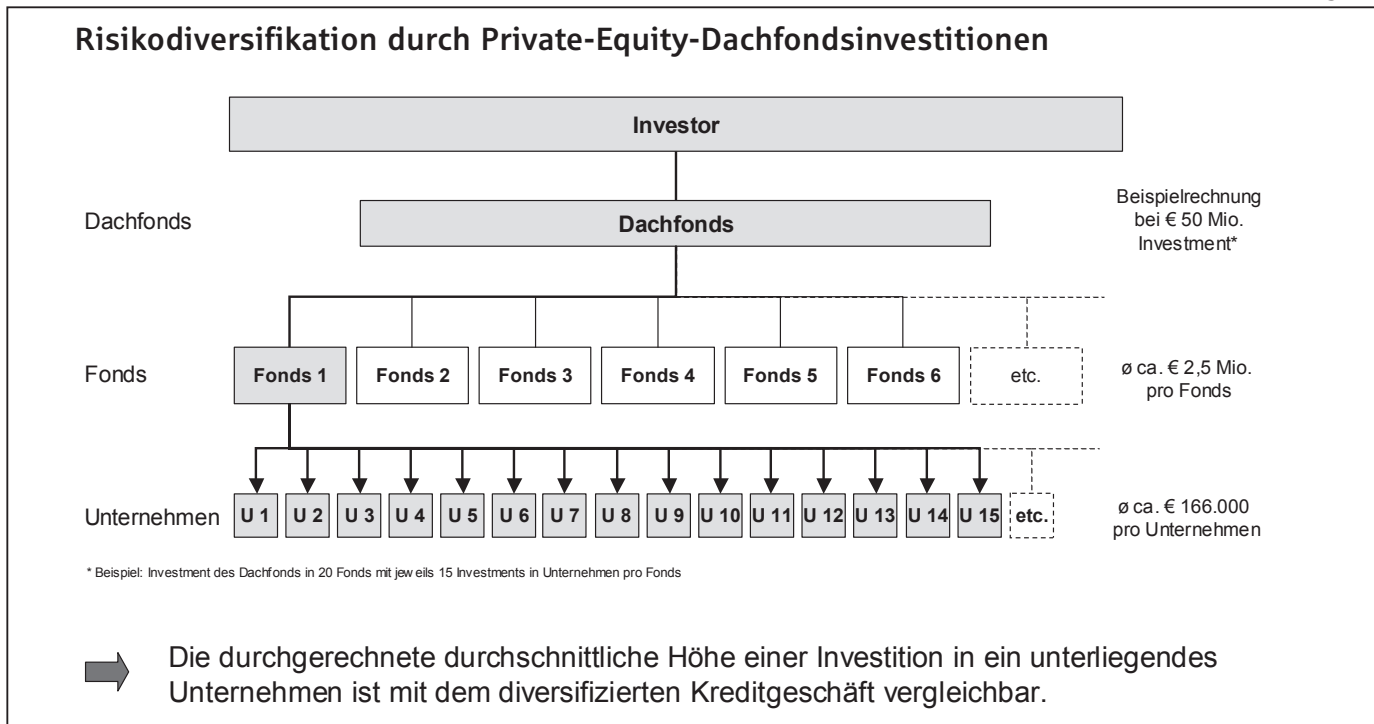
Auch diese Dimension gilt im Wesentlichen für Fondsinvestitionen. Auch Private Equity unterliegt gewissen Entwicklungszyklen (man denke an die Technologieblase, die auch spürbaren Einfluss auf Private-Equity-Renditen hatte). Durch die Investition in Fonds verschiedener Auflagejahre, die demzufolge ihre Investitionen in unterschiedlichen Zeiträumen durchführen, können diese Zyklen im Gesamtportfolio geglättet werden.

• Anzahl unterliegende Beteiligungen

Dies ist der wichtigste Bereich der Diversifizierung eines Private-Equity-Portfolios und einer der wesentlichen Treiber der oben ausgewiesenen Unterschiede zwischen den Risikoprofilen. Bei einer hohen Zahl von Portfoliounternehmen können Ausfälle einzelner Investitionen durch besonders positiv verlaufende Beteiligungen ausgeglichen werden.

⁹ T. Weidig, P-Y. Mathonet, Das Risikoprofil von Private Equity Investitionen, 2004

Abbildung 14



Durch eine geeignete Diversifikation lässt sich somit die Dimension des Verlustrisikos auf ein Minimum beschränken bzw. quasi vollständig ausschließen¹⁰. Dies begründet neben den im Abschnitt 2.3 bereits beschriebenen einen weiteren Vorteil einer Investition in einen Private-Equity-Dachfonds. Bei diesem kann nämlich bereits mit einer einzigen Investition das gesamte Spektrum der Diversifikation abgedeckt werden und dies insbesondere in der wichtigsten Dimension der Anzahl unterliegender Investments. Da ein marktüblicher Private-Equity-Dachfonds in ca. 20 Fonds investiert, die ihrerseits wieder jeweils ca. 15 Direktbeteiligungen eingehen, wird so bereits ein Portfolio von 300 Unternehmen aufgebaut. Dies führt dazu, dass sich eine Sparkasse, die ein Investment von 50 Mio. Euro in Private Equity eingegangen ist, je nach Strukturierung der Investition einer signifikanten Bandbreite von statistischen Ausfallrisiken gegenüber sieht. Diese bewegen sich von substantziellen Ausfallrisiken bei Direktinvestments bis hinunter zu vergleichsweise geringen Erwartungswerten für Dachfondsinvestments.

¹⁰ Zu beachten ist hierbei, dass es sich bei den ausgewiesenen Werten stets um die Werte über die Gesamtlaufzeit der Investition handelt. Für einzelne Jahre kann es jedoch durchaus zu Wertberichtigungsbedarf kommen, die dann jedoch in den Folgejahren wieder aufgeholt werden oder bereits durch vorhergehende Rückflüsse vorab ausgeglichen wurden.

Ein weiteres Risiko, das jedoch im Wesentlichen nur während der Aufbauphase eines Private-Equity-Portfolios besteht, ist das der fehlenden oder nur sehr eingeschränkten Fungibilität der Investitionen. Anders als Aktien oder Rentenpapiere, für die ein jederzeit liquider und transparenter Markt existiert, ist der Verkauf von Private-Equity-Investitionen deutlich aufwendiger. Da sich in den vergangenen Jahren jedoch ein aktiver Sekundärmarkt gebildet hat, und viele Investoren, die keinen Zugang zu den besten Fonds erlangen konnten, am Kauf guter Portfolios sehr interessiert sind, geht dieses Risiko gegenüber den vergangenen Jahren deutlich zurück. So lassen sich heute solche Secondary-Verkäufe häufig binnen eines halben Jahres und mit teilweise signifikanten Bewertungsaufschlägen durchführen.

Auch vor diesem Hintergrund ist die Private-Equity-Allokation im Gesamtportfolio jedoch so zu wählen, dass es auch bei einer höheren als der statistisch zu erwartenden Abrufquote nicht zu Liquiditätsengpässen kommen kann. Dies gilt insbesondere für Privatpersonen und Investoren mit begrenzten Refinanzierungsmöglichkeiten. Bei entsprechender Bonität und Refinanzierungsmöglichkeiten z. B. im Interbankenmarkt, stellt dies jedoch kein unverhältnismäßiges Problem dar, zumal die Renditeerwartungen deutlich oberhalb derer einer solchen Refinanzierung liegen.

Im „eingeschwungenen“ Zustand, d.h. wenn bereits ein breites Private-Equity-Portfolio aufgebaut worden ist und sich auch die J-Curve bereits im Bereich des Kapitalüberschusses befindet, ist dieses Risiko nochmals gerin-

Statistisch zu erwartende Ausfälle* verschiedener Private-Equity-Investitionen über die jeweilige Gesamtlaufzeit der Investition

(bei Euro 50 Mio. Investition)

Direktinvestments	Fonds		Dachfonds	
	Venture Capital	Buy Out	Venture Capital	Buy Out



* Der Erwartungswert berechnet sich wie folgt: Ausfallwahrscheinlichkeit x Höhe des Ausfalls bei Auftreten x Investment (hier beispielhaft € 50 Mio.)
Quelle: Weidig, Mathonet: „The Risk Profile of Private Equity“, Januar 2004

Abbildung 15

ger. Durch die zu erwartenden hohen Rückflüsse kann sich in einer solchen Situation das Problem eher dahingehend umkehren, dass die gewünschte Kapitalbindung für Private Equity im Gesamtportfolio nicht mehr erreicht wird. Dem würde normalerweise durch zusätzliche Zeichnungen von Private-Equity-Fonds oder -Dachfonds begegnet werden. Bei einem auftretenden Liquiditätsbedarf könnte dieser, sofern er nicht kurzfristig auftritt, durch den Verzicht auf die die Kapitalbindung aufrechterhaltenden Zeichnungen gestillt werden. Dies führt jedoch in der Zukunft zu verringerten Erträgen und somit auch zu einer geringeren Liquidität. Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass bei Private-Equity-Investitionen, wenn sie über eine Dachfondsstruktur eingegangen werden, statistisch trotz der überdurchschnittlichen Renditeerwartungen über die Laufzeit quasi mit keinerlei Ausfällen zu rechnen ist. In einzelnen Jahren kann jedoch das Erfordernis einer Wertberichtigung auftreten, die jedoch entweder bereits vorher durch Rückflüsse kompensiert wurde oder durch spätere Rückflüsse aufgeholt wird. Insgesamt handelt es sich somit um eine Anlageklasse mit einem hochattraktiven Risiko-Rendite-Profil.

5 Private Equity im Anlageportfolio einer Sparkasse

Was ist nun seitens einer Sparkasse, die eine Private-Equity-Allokation in ihr Portfolio aufnehmen möchte, zu beachten?

5.1 Festlegung der angestrebten Private-Equity-Allokation

Aktivalastige Sparkassen sehen sich vor irgendwelchen Allokationsentscheidungen zunächst der Aufgabe gegenüber, die Investitionen in Private Equity zu finanzieren. Doch auch in einer solchen Situation kann sich wegen der hohen Renditeerwartungen die Beschäftigung mit Private Equity lohnen. Wenn keine Umschichtung von Aktiva möglich ist, kann sich aber, eine entsprechende Kernkapitalausstattung vorausgesetzt, selbst die Finanzierung der geplanten Investitionen am Interbankenmarkt rechnen. Passivalastige Sparkassen verfügen über ein höheres Vo-

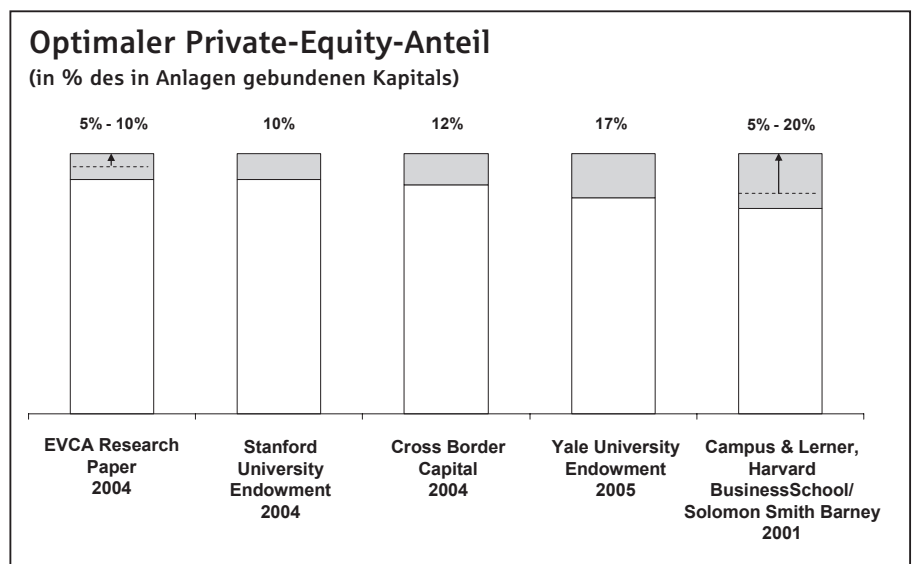


Abbildung 16

lumen an Eigenanlagen und können in der Regel von liquideren Anlageklassen umschichten.

Im nächsten Schritt ist der Anteil der Private-Equity-Allokation am Gesamtportfolio festzulegen. Über den optimalen Private-Equity-Anteil sind zahlreiche Studien verfasst worden, und es sind ebenso zahlreiche Empfehlungen von Forschungsinstituten und Portfolioexperten zu finden. Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Mindestallokation einhellig bei ca. 5 Prozent des Gesamtportfolios¹¹ gesehen wird, jedoch prominente und äußerst erfolgreiche Private-Equity-Investoren auch deutlich höhere Allokationen anstreben. Insgesamt erscheint eine Private-Equity-Allokation von 5 bis 10 Prozent als angemessen und nicht zu aggressiv. Bei diesen Werten bleibt noch ein großer Spielraum für Diversifikation durch andere, ggf. liquideren Anlageklassen, der Anteil lässt jedoch auch einen spürbaren positiven Effekt auf das Gesamtportfolio erwarten. Für eine höhere Allokation kann das günstige Rendite-Risiko-Profil ins Feld geführt werden, da bei entsprechender Strukturierung die Anlageklasse Private Equity bereits in sich einer großen Diversifikation unterliegt (siehe Abschnitt 4).

5.2 Anlagebeschränkungen

Bei der Festlegung der Allokation kommt für Sparkassen ein weiterer Strukturgedanke zu den Überlegungen hinzu.

Durch das grundsätzlich geltende Regionalprinzip können Sparkassen im Direktinvestmentgeschäft in der Regel kein optimiertes Portfolio aufbauen, da ihnen die regionale Diversifikation nicht in ausreichendem Umfang möglich ist. Als sinnvolle Anlageform bieten sich somit eher Fonds- oder Dachfondsinvestments an. Da Private-Equity-Fonds mit wenigen Ausnahmen als geschlossene Fonds strukturiert sind, ist eine Anlage in diese nach dem Sparkassengesetz und den Sparkassenverordnungen der Länder in den meisten Fällen möglich.

Darüber hinaus ist eine weitere Beschränkung der Sparkassenverordnungen zu beachten. So sind nach den Sparkassenverordnungen vieler Bundesländer Investitionen außerhalb der Zone A¹² nicht gestattet. Bei Investitionen in Private-Equity-Fonds oder Dachfonds ist deshalb sicherzustellen, dass Investitionen außerhalb der Zone A in deren Anlagerichtlinien nicht zulässig sind. Eine andere, jedoch nur sehr

¹¹ Bei Sparkassen umfasst das Gesamtportfolio bei dieser Sichtweise auch die ausgereichten Kredite und nicht nur das Treasuryvolumen.

¹² Die Länder der Zone A sind (Stand 9/2006): Australien, Österreich, Azoren, Balearn, Belgien, Bermudas, Britische Kanalinseln, Kanada, Kanarische Inseln, Ceuta, Zypern, Tschechische Republik, Dänemark, Estland, Faröer Inseln, Finnland, Frankreich, Gibraltar, Griechenland, Grönland, Guam, Guadeloupe, Guyana, Großbritannien und Nordirland, Deutschland, Ungarn, Island, Irland, Isle of Man, Islas Chafarinas, Italien, Japan, Lettland, Liechtenstein, Litauen, Luxemburg, Malta, Martinique, Melilla, Mexiko, Niederlande, Neu Seeland, Norwegen, Peñón de Alhucemas, Peñón de Vélez de la Gomera, Polen, Portugal, Puerto Rico, Südkorea, Réunion, Saudi-Arabien, Slowakei, Slowenien, Spanien, Spitzbergen, Schweden, Schweiz, Türkei, USA.

schwer durchzusetzende Maßnahme kann dabei die Verhandlung einer Ausnahmeregelung („Opt out“ oder „Investor's Excuse“) gegenüber dem Fonds sein.

5.3 Bilanzierung

Auch bei der Bilanzierung von Private-Equity-Investitionen sind einige Besonderheiten zu bedenken. Dies gilt weniger für direkte Unternehmensbeteiligungen, für die im Rahmen der HGB-Bilanzierung eine Werthaltigkeitsüberprüfung stattfindet und deren Buchwert über die kumulierten Anschaffungskosten zuzüglich aktivierter Anschaffungsnebenkosten nicht hinausgehen kann. Angesichts der oben dargestellten Ausfallwahrscheinlichkeiten für direkte Unternehmensbeteiligungen wird deutlich, dass eine direkte Beteiligung stets auch ein gewisses Bilanzrisiko darstellt.

Bei Private-Equity-Fonds- und -Dachfondsinvestitionen stellt sich die Situation ein wenig komplizierter dar. Ein wesentlicher Themenbereich leitet sich dabei aus der Gebührenstruktur eines Private-Equity-Fonds und Dachfonds ab. Diese erheben zur Deckung der für die Investitionstätigkeit und die Verwaltung des Fonds anfallenden Kosten eine laufende Managementgebühr, die bis über 2,5 Prozent p. a. auf das Zeichnungskapital der Fonds betragen kann. Die Gebühren werden beim Investor typischerweise aktiviert, da diese einen Teil der ursprünglichen Kapitalzusage bilden und auch häufig strukturell nicht anders behandelt werden können¹³.

Diese Gebühren stehen ihrerseits nicht für Investitionen des Fonds zur Verfügung. Somit ist der beim Investor ausgewiesene Buchwert der Investition in den Private-Equity-Fonds oder -Dachfonds nicht vollständig in unterliegende Beteiligungen geflossen, sondern diene teilweise der Kostendeckung. Im ungünstigsten Fall könnte dies bedeuten, dass der Beteiligungsausweis der Fonds- oder Dachfondsinvestition um die Managementgebühr

berichtigt werden müsste, sofern das ausgewiesene Fondsvermögen¹⁴ nicht der Summe der Einzahlungen in den Fonds entspricht. In der Praxis wird dieses jedoch anders gehandhabt.

In dem Fall, in dem das ausgewiesene Fondsvermögen durch Wertzuwächse im Portfolio der eingezahlten Kapitalsumme entspricht oder diese übersteigt, gibt es schon grundsätzlich keinen Wertberichtigungsbedarf. Dies gilt jedoch in der Regel auch, wenn in den ersten Jahren der Tätigkeit des Fonds oder Dachfonds das ausgewiesene Vermögen unterhalb der eingezahlten Kapitalsumme liegt, es werden also in praxi keine Wertberichtigungen vorgenommen.

Diese Vorgehensweise basiert auf dem typischen Verlauf der J-Curve, allerdings in etwas abgewandelter Form. Stellt man nämlich statt des kumulierten Cashflows die laufende Verzinsung der Fondsinvestition in Form des internen Zinsfußes dar, so ergibt sich ein sehr ähnlicher Kurvenverlauf. In den Anfangsjahren weist quasi jeder Fonds wegen der zwar abgerufenen, jedoch nicht investierten Managementgebühr eine negative Verzinsung auf. Diese wird jedoch im statistischen Durchschnitt nach einigen Jahren stets positiv und erreicht zum Ende der Laufzeit des Private-Equity-Fonds regelmäßig Werte von über 10 Prozent p. a.

Würde man nun in den Anfangsjahren grundsätzlich auf den unterhalb des Einzahlungsbetrages liegenden Net Asset Value des Fonds abschreiben, so müsste man in den Folgejahren, in denen sich der Net Asset Value aufgrund des zu erwartenden Wertzuwachses wieder aufbaut die vorgenommenen Wertberichtigungen wieder zuschreiben. Da im statistischen Mittel Fonds jedoch das eingezahlte Kapital auf über das 1,5-fache vermehren, ist durch den Effekt der Managementgebühr in den ersten Jahren nicht von einer dauerhaften Wertminderung auszugehen. Somit wird bei normalem Geschäftsverlauf der betrachteten Fondsinvestition auf die „Nachverfolgung“ der J-Curve in den ausgewiesenen Buchwerten der Investorenbilanz verzichtet. Dies gilt jedoch nicht, wenn

besondere Ereignisse eine nachhaltige Wertminderung vermuten lassen. In diesem Fall müsste auch hier auf den niedrigeren beizumessenden Wert abgeschrieben werden.

Ein weiteres bilanziell potenziell relevantes Thema können Währungsschwankungen bei Private-Equity-Investitionen in Fremdwährungen sein. Die tatsächliche Bedeutung dieses Bereiches ist wiederum stark von der Struktur der Private-Equity-Investitionen abhängig. So besteht bei einer Investition in einen weltweit investierenden Private-Equity-Dachfonds, der in Euro denominiert ist, zwar ein währungsinduziertes Renditerisiko bei den vom Dachfonds gezeichneten Private-Equity-Fremdwährungsfonds. Bei ausgewogener Strukturierung des Portfolios des Dachfonds sollte eine bilanzielle Wirkung beim Investor jedoch weitgehend ausgeschlossen sein.

Hinzu kommt ein weiterer Effekt, der so genannte „natürliche Hedge“. Dieser leitet sich aus der Langfristigkeit des Private-Equity-Geschäftes ab. Hierbei wird von einem Private-Equity-Portfolio in „eingeschwungenem“ Zustand ausgegangen. In einem solchen Portfolio stellt sich eine gewisse Kontinuität von Kapitalauszahlungen und Rückflüssen ein. Die Kurseffekte sind jedoch bei Einzahlungen und Rückflüssen genau entgegengesetzt. Je stärker der Euro ist, je weniger sind Rückflüsse in Fremdwährung wert, je weniger Kapital in Euro muss jedoch für die zeitgleich anfallenden Kapitaleinzahlungen aufgewandt werden.

Einzig beim unwahrscheinlichen Fall einer sich permanent zugunsten des Euro entwickelnden Wechselkursumgebung würde dieser natürliche Hedge nicht mehr greifen, was jedoch langfristig höchst unwahrscheinlich ist. Während der Aufbauphase eines Private-Equity-Portfolios sollte dieser Themenbereich jedoch permanent beobachtet werden. Eine Sicherung der Private-Equity-Währungspositionen ist unter bestimmten Prämissen zwar möglich, jedoch teuer und wird im Markt üblicherweise nicht durchgeführt.

5.4 Kernkapitalunterlegung

Aktuell sind Investitionen in Private Equity mit einer Gewichtung von 100 Prozent für die tatsächlich eingezahlten Beträge und 50 Prozent für die

¹³ Zu denken ist hierbei insbesondere an Private-Equity-Fonds und -Dachfonds, die eine sog. „Overcommitment-Strategie“ verfolgen. Dabei werden Teile der ersten Gewinne reinvestiert, um den Effekt der nicht in Investitionen fließenden Managementgebühren zu kompensieren. Eine Trennung zwischen Gebühren und „echter Investition“ ist in diesen Fällen unmöglich.

¹⁴ In der Regel wird dieses vom Fonds in der Form eines „Net Asset Values“ (NAV) angegeben. Dieser wird entsprechend der „Fair Value“ Bewertung bei der Bilanzierung nach IFRS ermittelt.

restlichen, noch nicht eingezahlten offenen Kapitalzusagen mit 8 Prozent Kernkapital zu unterlegen. Über die Laufzeit eines typischen diversifizierten Buy-Out-Fonds ergäbe sich hieraus unter der Annahme eines typischen J-Curve-Verlaufes¹⁵ eine überschlägige Unterlegungsverpflichtung von in der Spitze ca. 6 Prozent der gesamten Zeichnungssumme mit einer durchschnittlichen Unterlegung von ca. 2,5 Prozent der Zeichnungssumme.

Ob diese Werte auch künftig so bestehen bleiben, kann aktuell nicht mit Bestimmtheit gesagt werden. Für die konkreten Unterlegungsanforderungen ist abzuwarten, wie der deutsche Gesetzgeber die Eigenkapitalrichtlinie der EU und die darauf aufbauende Rahmenvereinbarung der Europäischen G-10 Staaten („Basel II“) in nationales Recht umsetzen wird. Im Rahmen der Basel II Regelungen sind verschiedene, auch deutlich höher liegende Gewichtungen (die Werte betragen, je nach gewähltem Ansatz zwischen 100 Prozent und 190 Prozent für ein diversifiziertes Portfolio) vorgesehen, was jedoch angesichts der oben genannten Ausfallwahrscheinlichkeiten bei undifferenzierter Anwendung auf Private Equity nicht nachvollziehbar erscheint. Bei Unterstellung der Anwendung des Standardansatzes durch das jeweilige Institut und einer Klassifizierung der Private-Equity-Beteiligungen als „sonstige Forderungen“ entsprechend der Forderungsklassen der Eigenkapitalrichtlinie 1 („CRD 1“) bliebe es bei einer Gewichtung von 100 Prozent. Bei einer Klassifizierung als „Forderungen mit hohem Risiko“ kann der Gesetzgeber eine Risikogewichtung von bis zu 150 Prozent vorschreiben, was ceteris paribus¹⁶ zu einer Unterlegung von in der Spitze ca. 9 Prozent und im Durchschnitt von knapp unter 4 Prozent der Zeichnungssumme führen würde. Bei Wahl des IRB-Ansatzes ist eine Vielzahl von Regelungen und institutsinternen Risikoüberlegungen zu beach-

ten und anzuwenden. Tendenziell wird bei der Anwendung des IRB-Ansatzes eine Entlastung bei den Eigenkapitalunterlegungserfordernissen von ca. 5 Prozent beim Institut prognostiziert. Diese resultiert u.a. aus einer geringeren Unterlegungsverpflichtung für Kredite bei gleichzeitig höherer Verpflichtung für Beteiligungen. Da der IRB-Ansatz stets nur für alle Risikoaktiva zusammen gewählt werden kann, hängt die Vorteilhaftigkeit des jeweiligen Ansatzes für das einzelne Institut direkt mit der Struktur der Risikoaktiva zusammen und muss im Einzelfall einer detaillierten Analyse unterzogen werden.

5.5 Finanzunternehmen

Eine weitere Besonderheit bei Private-Equity-Fonds- und -Dachfondsinvestitionen ist der Themenkomplex der Finanzunternehmen.

Private-Equity-Fonds und -Dachfonds sind grundsätzlich als Finanzunternehmen im Sinne des KWG einzustufen. Diese würde bei einer Beteiligungshöhe der Sparkasse von über 10 Prozent nach § 10 Abs. 6 KWG zunächst zu einem Abzug des gesamten Buchwertes der Fonds- oder Dachfondsinvestition von der Summe des Kern- und Ergänzungskapitals des Institutes führen. In der Regel ist dieses jedoch nicht erforderlich, da Private-Equity-Fonds und -Dachfonds meist als Industrieholdings eingestuft werden und damit hinsichtlich der Eigenkapitalunterlegung wie „gewöhnliche“ Beteiligungen behandelt werden.

Private-Equity-Fonds und -Dachfonds sind dann eine Industrieholding, wenn keines der auf unterster Ebene erworbenen Zielunternehmen seinerseits ein Finanzunternehmen ist. Zwischen dem Zielunternehmen und der investierenden Sparkasse können beliebig viele Stufen von Finanzunternehmen liegen, solange das Zielunternehmen selbst kein Finanzunternehmen ist, qualifiziert sich der Fonds oder Dachfonds als Industrieholding.

In diesem Zusammenhang sollten somit entweder solche Private-Equity-Fonds oder -Dachfonds ausgesucht werden, die Investitionen in Finanzunternehmen grundsätzlich nicht vorsehen oder Regelungen getroffen werden, die es ermöglichen, bei einer Investition in ein Finanzunternehmen an diesem Investment nicht teilzuneh-

men¹⁷. Weiterhin kann der direkte Abzug dadurch vermieden werden, dass die Beteiligungshöhe bei einem einzelnen Fonds bei unter 10 Prozent gehalten wird¹⁸. Auch ist bei Beteiligungen von über 10 Prozent die freiwillige KWG-rechtliche Konsolidierung der Investition nach § 10 Abs. 6 KWG möglich, die einen Abzug vom Kern- und Ergänzungskapital ebenfalls vermeidet.

5.6 Anzeige- und Meldepflichten

Investitionen in Private Equity lösen für die investierende Sparkasse eine Reihe von Meldepflichten und -fristen aus, die jedoch insgesamt leicht beherrschbar erscheinen, solange von den unterliegenden Beteiligungen bzw. dem unterliegenden Private-Equity-Fonds oder Dachfonds die erforderlichen Informationen zeitgerecht und sachgerecht zur Verfügung gestellt werden.

Das KWG schreibt verschiedene Meldungen vor, die sich im Wesentlichen auf die Investition selbst beziehen (z. B. Beteiligungshöhe, Geschäftszweck, Zusagevolumen). Die Informationen dienen u. a. dafür, die korrekte Unterlegung mit Kernkapital zu ermitteln. Hinzu kommen ggf. Meldungen, die sich auf den Status einer Investition als Finanzunternehmen beziehen oder die für eine KWG-rechtliche Konsolidierung erforderlichen Informationen enthalten.

Bei Investitionen in Private-Equity-Fonds oder -Dachfonds mit Sitz im Ausland sind weitere Meldungen an das zuständige Finanzamt zu erstatten. Die Einzahlungen in den Fonds und dessen Rückzahlungen unterliegen einer Meldepflicht im Außenwirtschaftsverkehr, die direkt gegenüber der Deutschen Bundesbank zu erfüllen sind.

¹⁷ Sog. „Opt Out“ oder „Investor’s Excuse“. Diese sind jedoch in aller Regel nur sehr schwer umzusetzen, da sie für den Fonds oder Dachfonds signifikanten Verwaltungsmehraufwand bedeuten.

¹⁸ § 10 Abs. 6 sieht auch für die Gesamtheit aller Beteiligungen an Finanzunternehmen, die in Summe über 10 Prozent des haftenden Eigenkapitals des Instituts betragen einen Abzug des über diese 10 Prozent hinausgehenden Betrages vom Kernkapital des Institutes vor. In der Praxis wird dieser Fall jedoch nur bei wenigen Instituten eintreten.

¹⁵ Annahme: Buy-Out-Portfolio mit 50 Prozent Investitionen in Europa und 50 Prozent Investitionen in den USA mit einer Kapitalbindung von in der Spitze ca. 58 Prozent und einer vollständigen Rückführung des Kapitals über 20 Jahre (kfm. Vorsicht, bedingt tendenziell höhere Kapitalbindung und damit Unterlegungsverpflichtung).

¹⁶ Bei gleichem Annahmen und einer Gewichtung der noch offenen Zeichnungssumme von 75 Prozent.

5.7 Sonstiges

Ein weiterer positiver Effekt, den ein Private-Equity-Engagement für eine Sparkasse haben kann, ist der einer Verbesserung des Finanzratings bei einer individuellen Einstufung des Institutes. Durch die langfristig positiven Ertragerwartungen von Private-Equity-Investments wird die Finanzkraft des Institutes langfristig gestärkt und dies weitgehend unabhängig vom angestammten Kerngeschäft. Dieses wird von unabhängigen Ratingagenturen positiv in die Gesamtbeurteilung mit einbezogen.

Auch bei den immer häufiger zu beobachtenden Zusammenschlüssen zwischen einzelnen Sparkassen führt ein vorhandenes Private-Equity-Geschäft aufgrund der Profitabilität dieser Anlageklasse zu einer Reihe von Vorteilen. So wirken die bereits erwirtschafteten Erträge eines eingeschwungenen Private-Equity-Portfolios direkt werterhöhend. Zudem verbessern die zu erwartenden künftigen Erträge die Verhandlungsposition hinsichtlich der künftig beizumessenden Ertragskraft weiter. Schließlich kann ein solches Geschäft nicht kurzfristig aufgebaut werden und stellt somit einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil gegenüber denjenigen Instituten dar, die in dieser Anlageklasse noch nicht vertreten sind.

6 Zusammenfassung und Ausblick

Die Sparkassen sehen sich in ihrem Kerngeschäft einem zunehmend kompetitiven Marktumfeld gegenüber und haben gleichzeitig mannigfaltige Herausforderungen hinsichtlich der Sicherung

der langfristigen Ertragskraft, einer anhaltenden Diskussion um Privatisierung und Sparkassenzusammenschlüssen sowie wachsender Ausschüttungsforderungen seitens der Kommunen zu meistern.

Investitionen in Private Equity sind aus verschiedenen Gründen eine hochattraktive Möglichkeit, zusätzliche, langfristig stabile und wenig schwankungsanfällige Erträge zu erwirtschaften, die zudem von den Einflussfaktoren auf das Kerngeschäft weitgehend unabhängig ist. Die Risiken dieser Anlageklasse erscheinen bei entsprechender Strukturierung über Dachfonds vergleichsweise gering, insbesondere angesichts der hohen Renditeerwartungen. Hinzu kommt, dass Private Equity mit den klassischen Anlageklassen nur gering korreliert ist und renditeseitig eine vergleichsweise geringe Volatilität aufweist.

Bei dem Aufbau eines Private-Equity-Portfolios sind seitens einer Sparkasse diverse Bestimmungen einzuhalten und Meldepflichten zu erfüllen, die jedoch mit einem professionellen Partner, der diese Spezifika kennt, leicht zu beherrschen sind. Insgesamt sprechen nicht nur wesentlich mehr Gründe dafür als dagegen, warum eine Sparkasse sich diese Anlageklasse erschließen sollte, erstere sind auch allesamt zwingender.

Es bleibt zu hoffen, dass sich das bisher nur von wenigen Sparkassen intensiv angegangene Private-Equity-Geschäft künftig im Finanzverbund auf breiter Fläche durchsetzt, da damit nach allen vorliegenden Erkenntnissen ein großer Teil der auf die Sparkassen-

Finanzgruppe zukommenden Aufgaben hinsichtlich einer nachhaltigen Profitabilität gelöst werden können.

Ansprechpartner für weitere Informationen:

Equity Partners GmbH, www.eqpa.de
Carsten Schmeding, Geschäftsführer
Mark Lippert, Investment Director
Mathias Radeck, Investment Director

Impressum

S-Anlagebrief Spezial, Aktualisierte Fassung der Sonderausgabe, November 2006

Herausgeber, Verlag und Vertrieb:

Deutscher Sparkassenverlag GmbH, 70547 Stuttgart
<http://www.sparkassenverlag.de>

Koordination des Autorenteams:

Dr. Diethard B. Simmert, Mettmann

Redaktion: Richard Speier,
richard.speier@dsv-gruppe.de

Vertrieb: Region Nord: Wolfgang Schmelcher,
wolfgang.schmelcher@dsv-gruppe.de

Region Süd: Lothar Barthel,
lothar.barthel@dsv-gruppe.de
Fax 0711 / 7 82-29 66

Druck: Offizin Chr. Scheufele, Stuttgart

Erscheinungsweise: unregelmäßig

☞ = Presseberichte

Der **S-Anlagebrief** ist nur für Mitarbeiter der Sparkassen-Finanzgruppe bestimmt. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation gemachten Angaben dienen der Unterrichtung, gelten jedoch nicht als Angebot oder Aufforderung für Anlageentscheidungen.