

» DIE ANSPRÜCHE SIND STETIG GESTIEGEN «

Britta Lindhorst, Managing Director bei Auda, streicht die Vorteile von Private Equity für institutionelle Investoren heraus und kritisiert das immer engere regulatorische Korsett.

Britta Lindhorst ist als Managing Director bei der zur Harald-Quandt-Familie gehörenden Vermögensverwaltung Auda International für das europäische Private-Equity-Geschäft zuständig. Lindhorst, die zuvor bei Generali Deutschland als Geschäftsführerin milliardenschwere Private-Equity-Investments verantwortete, spricht im Interview mit Institutional Money über die interessantesten Marktsegmente, strengere Regularien und steigende Investorenansprüche.

Frau Lindhorst, welche Vorteile haben insbesondere „Buy-out-Fonds“ für Investoren? Rechnet sich das langfristig wirklich? Würden Small Caps oder Micro Caps – aufgrund der implizit vereinnahmten Illiquiditätsprämie – nicht zu einem ähnlichen Ergebnis führen?

Lindhorst: Wir unterscheiden unter dem Oberbegriff „Private Equity“ zwischen „Buy-outs“ und „Venture Capital“. Ein Buy-out-Fonds investiert – im Gegensatz zu Venture Capital – typischerweise in reifere Unternehmen. Zudem kann ein Buy-out-Fonds ein Large Cap, ein Mid Cap oder ein Small/Micro Cap sein. Insofern geht es nicht um Buyout versus „Small/Micro Cap“, sondern um Buy-out versus Venture Capital – und innerhalb von Buy-out um die Frage, welches Segment das interessanteste ist.

... und was halten Sie für interessant?

Lindhorst: Innerhalb der Buy-outs halten wir speziell das Small- und Mid-Cap-Segment für das interessanteste; im Grunde handelt es sich hier auch um das klassische und ursprüngliche Private-Equity-Geschäft. Es geht um die Finanzierung sowie um die unternehmerische Begleitung und Unterstüt-

» Eine Private-Equity-Quote bei Institutionellen, die etwa zwischen zwei und fünf Prozent liegt, ist unter Renditegesichtspunkten keineswegs ausreichend. «

Britta Lindhorst, Managing Director bei Auda

zung klassischer mittelständischer Unternehmen über einige Jahre hinweg. Das funktioniert im Mittelstand besser und einfacher als bei Großunternehmen; dort spielt das Thema „Financial Engineering“ zwar keine ausschließliche, aber eine größere Rolle. Bei Small und Mid Caps gibt es auch mehr Exit-Optionen. Hier stehen alle Wege offen, vom klassischen Verkauf an einen strategischen Investor über den Verkauf an einen Finanzinvestor bis hin zum IPO – Letzteres mehr für Mid Caps. Bei Large Caps steht in der Regel nur der Börsengang als Exit zur Verfügung.

Ist Venture Capital als die „riskanteste“ Private-Equity-Form bei deutschen Investoren ein Thema? Was spricht dafür; was dagegen?

Lindhorst: Venture Capital zeigt im Vergleich zu Buy-outs ein ganz anderes Risk-Return-Profil. Es mag – bildlich gesprochen – einmal ein Google- oder Facebook-Erfolg dabei sein; aber es gibt, vor allem im Early-

Stage-Bereich, auch viele Ideen und Innovationen, die finanziert werden, aber niemals ins Laufen kommen, sodass mit einer relativ hohen Verlustrate gerechnet werden muss. Aufgrund des frühen Investitionszyklus haben Investoren darüber hinaus eine deutlich längere Haltedauer. Bei Buy-outs beträgt sie durchschnittlich drei bis fünf Jahre, bei Venture Capital sind es sieben bis zehn Jahre. Die Rendite kann am Ende durchaus höher sein – das beinhaltet natürlich auch die höhere Risikoprämie –, aber es gibt eben auch das Risiko nach unten.

Die Performance bei Venture Capital war ja in der letzten Dekade vielfach enttäuschend ...

Lindhorst: Ab dem Jahr 2000 bis in die jüngere Vergangenheit haben Investoren mit Venture Capital kaum positive Rendite erwirtschaften können. Grund waren vor allem Verluste, nachdem die Technologieblase geplatzt war. Besonders für deutsches Venture Capital galt, dass viele Investoren Geld verloren haben und daher immer noch sehr vorsichtig und skeptisch sind. Fairerweise muss man aber sagen, dass es auch sehr gute und professionelle Venture-Capital-Firmen gibt, die die Krisenjahre erfolgreich überstanden haben; und selbstverständlich gibt es auch sehr viele gute und erfolgreiche junge Unternehmen. Aber man sollte immer im Auge behalten, dass Venture Capital ein anderes Risikoprofil und einen anderen Anlagehorizont hat als Buy-out.

Wo sieht Auda bei Buy-outs die interessantesten Investmentgelegenheiten?

Lindhorst: Bei Auda steht stets das Thema „Diversifizierung“ ganz oben. Für den Er-

folg eines Private-Equity-Programms ist das sehr wichtig, vor allem weil man die Investments nicht „timen“ kann. Was Branchen angeht, präferieren wir folgerichtig Manager, die in unterschiedlichen Sektoren Know-how haben und entsprechend investieren können. Wir investieren in sektorspezifische Fonds nur dann, wenn es sich um langfristige Megatrends handelt. Einer dieser Trends ist Lifestyle/Healthcare, ein weiterer Energie.

Und welche Regionen oder Länder bevorzugt ihr Haus?

Lindhorst: Auch bei Regionen und Ländern gilt das Gebot der Diversifizierung. Davon abgesehen haben wir einen Schwerpunkt in den USA, weil dies der größte und reifste Private-Equity-Markt ist mit der größten Auswahl an sehr erfahrenen Managern. Außerdem sind in den USA nach der Überwindung der Finanzkrise auch die makroökonomischen Bedingungen besonders günstig für Private Equity. An zweiter Stelle sehen wir Europa, wobei die einzelnen Länder aufgrund der unterschiedlichen volkswirtschaftlichen Entwicklungen differenziert zu betrachten sind. Schwerpunkte sind Nord- und Westeuropa, also Großbritannien, Skandinavien und Deutschland. Diese Märkte weisen teilweise aber schon recht hohe Bewertungen auf. In Südeuropa gibt es durchaus interessante Möglichkeiten zu niedrigeren Bewertungen, aber in geringerem Umfang, da die Märkte relativ überschaubar sind. In Asien haben wir die großen Wachstumsmärkte, die uns auch die nächsten Jahrzehnte noch begleiten werden. Jede Region ist somit anders, jede hat einen anderen Investmentsschwerpunkt. Wichtig ist, in allen drei Regionen vertreten zu sein. Wir sind vorsichtiger mit Private-Equity-Investments in anderen Emerging Markets wie beispielsweise Afrika oder Lateinamerika. Lateinamerika ist ein eher kleiner Markt, den wir opportunistisch über die USA abdecken. Afrika erscheint uns als Private-Equity-Markt wegen des unsicheren regulatorischen und rechtlichen Rahmens und der fehlenden Exit-Märkte noch lange nicht reif genug. Diese Region sollte über liquidere Assetklassen abgedeckt werden.



Britta Lindhorst, Managing Director bei Auda

»Alle regulatorischen Eingriffe führen direkt oder indirekt dazu, dass Investments in Private Equity teurer werden.«

Britta Lindhorst, Managing Director bei Auda

Warum ist die Private-Equity-Quote vieler institutioneller Investoren nicht höher als derzeit? Führt das VAG zu Beschränkungen? Sind hier Verschärfungen zu befürchten?

Lindhorst: Eine Private-Equity-Quote bei institutionellen Investoren, die etwa zwischen zwei und fünf Prozent liegt, ist unter Renditegesichtspunkten keineswegs ausreichend. Nicht nur das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) mit den entsprechenden Anlageverordnungen wirkt sich hemmend aus, sondern vor allem auch weitere regulatorische Bestimmungen, in erster Linie die Eigenkapitalanforderungen nach Solvency II oder Basel III. Die regulatorischen Einschränkungen werden künftig eher noch schärfer, so ist zum Beispiel auch eine Re-

gulierung für Pensionsfonds geplant. Auch die AIFMD, also die neue Richtlinie für alternative Assetklassen, stellt die Branche vor zusätzliche Herausforderungen. Alle regulatorischen Eingriffe führen direkt oder indirekt dazu, dass Investments in Private Equity teurer werden. Entweder werden Zusatzkosten generiert, es sind höhere Eigenkapitalunterlegungen erforderlich, oder es handelt sich um quotenmäßige Beschränkungen – wie etwa nach dem VAG.

Inwieweit spielen Koinvestments eine Rolle bei Großanlegern?

Lindhorst: Ähnlich wie bei Secondaries gibt es auch hier eine Nachfrageänderung. Zusätzlich zu Fondsinvestments wollen große Investoren stärker auch Koinvestments tätigen, also parallel zu einem Private-Equity-Fonds direkt in einzelne Portfoliounternehmen investieren. Das hat einerseits den Vorteil, dass gewisse Investmentakzente besser gesetzt werden können und die Management Fee (für den Koinvestmentteil) gespart werden kann. Andererseits haben Koinvestoren natürlich in den entsprechenden Unternehmen eine höhere Konzentration und damit ein höheres Risiko.

Sind die Ansprüche institutioneller Investoren an Private Equity gegenüber der Vergangenheit gestiegen?

Lindhorst: Grundsätzlich sind die Ansprüche stetig gestiegen und werden zu Recht auch weiter steigen. Ganz deutlich ist dies zu spüren bei den Anforderungen an Reporting, Transparenz und Risikomanagement. Das sind natürlich auch Aspekte, die seitens des Gesetzgebers und der Aufsichtsbehörden gefordert werden. So sind etwa Transparenz und Risikomanagement wichtige Komponenten der Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD). Aber auch ohne AIFMD haben die Private-Equity-Investoren in den letzten Jahren viel erreicht. Wenn man das Reporting eines Private-Equity-Fonds von heute mit jenem vor 15 Jahren vergleicht, dann liegen hier wirklich Welten dazwischen.

Wir danken für das Gespräch.

