

Entrepreneurial and Financial Studies

Hrsg.: Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Prof. Dr. Christoph Kaserer

Moritz Hagenmüller

**Investor Relations von
Private-Equity-Partnerships**

Verlag Wissenschaft & Praxis



Investor Relations von Private-Equity-Partnerships

Entrepreneurial and Financial Studies

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Prof. Dr. Christoph Kaserer

Band 5

Moritz Hagenmüller

Investor Relations von Private-Equity-Partnerships

Verlag Wissenschaft & Praxis



Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Diese Arbeit wurde als Dissertation von der Universität St. Gallen angenommen.

ISBN 3-89673-239-0

© Verlag Wissenschaft & Praxis
Dr. Brauner GmbH 2004
D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6
Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

*If your returns are great and your communication is lousy,
you can probably raise money.*

*If your returns are great and your communication is great,
you can raise money much easier.*

*If your returns are average and your communication is great,
you can still raise money.*

If your returns are lousy - you are stuck.

PHILIP BASSETT, PERMIRA

Vorwort

Die Ergebnisse und der Neuigkeitswert dieser Arbeit basieren wesentlich auf den Beiträgen der befragten Experten und Firmen.

Hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang die umfangreiche Unterstützung durch Dr. Didier Guennoc (EVCA), Dr. Ekkehard Franzke (Ingenium Capital) und Dr. Gottfried Schreiber (Von Braun & Schreiber Private Equity Partners).

Mein Doktorvater Prof. Dr. Urs Fueglistaller hat eine praxisorientierte Arbeit ermöglicht und mit grossem Freiraum sowie wertvollen Hinweisen zu ihrem Resultat und zur Freude an ihrer Erstellung beigetragen.

Weit mehr als im Rahmen eines Korreferats üblich hat Frau Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner ihre Expertise und Begeisterungsfähigkeit eingebracht.

Vielfältig profitiert habe ich auch von den Teams am Schweizerischen Institut für Klein- und Mittelunternehmen an der Universität St. Gallen (KMU-HSG) und am KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance der Technischen Universität München.

Ihnen und allen anderen, die mir geholfen haben, danke ich vielmals.

St. Gallen, im Juni 2004

Moritz Hagenmüller

Inhaltsübersicht

1	EINLEITUNG	1
1.1	PROBLEMSTELLUNG.....	1
1.2	METHODIK	4
1.3	AUFBAU DER ARBEIT.....	10
2	THEORETISCHE GRUNDLAGEN	13
2.1	PRIVATE EQUITY	13
2.2	INVESTOR RELATIONS	25
3	ANLAGEPROZESS DER LIMITED PARTNERS	33
3.1	ASSET ALLOCATION	33
3.2	FONDSSELEKTION	40
3.3	MONITORING	45
3.4	EMPIRISCHE ERGEBNISSE	47
3.5	ZUSAMMENFASSUNG	54
3.6	FALLBEISPIEL HSH NORDBANK PRIVATE EQUITY: AUFBAU UND STEUERUNG EINES PRIVATE-EQUITY-PORTFOLIOS ALS LIMITED PARTNER.....	55
3.7	FALLBEISPIEL SCM: ANLAGEPROZESS EINES GATEKEEPER UND FUND-OF-FUNDS-MANAGERS	60
4	FUNDRAISING	69
4.1	INVESTOREN	69
4.2	PROZESS.....	75
4.3	INSTRUMENTE.....	77
4.4	ORGANISATIONSSTRUKTUR	81
4.5	EMPIRISCHE ERGEBNISSE	85
4.6	ZUSAMMENFASSUNG	96
4.7	FALLBEISPIEL ORLANDO: PLATZIERUNG EINES FIRST-TIME-FUND	98
4.8	FALLBEISPIEL CSFB PRIVATE FUND GROUP: STRUKTUR UND ARBEITSWEISE EINES GLOBALEN PLACEMENT AGENT	103
5	FORTLAUFENDE INVESTOR RELATIONS	109
5.1	ADRESSATEN	109
5.2	PROZESS.....	112
5.3	INSTRUMENTE.....	116
5.4	ORGANISATIONSSTRUKTUR	126
5.5	EMPIRISCHE ERGEBNISSE	129
5.6	ZUSAMMENFASSUNG	136
5.7	FALLBEISPIEL PERMIRA: INVESTOR RELATIONS FÜR MEGA-FONDS	138
6	WETTBEWERBSSEITIGE UND REGULATORISCHE EINFLÜSSE	145
6.1	PRIMÄRMARKT	145
6.2	SEKUNDÄRMARKT	152
6.3	INVESTMENT ADVISORS.....	155
6.4	PUBLIZITÄT	156
6.5	RICHTLINIEN FÜR BEWERTUNG UND BERICHTERSTATTUNG	165
7	SCHLÜSSELFAKTOREN UND IHRE IMPLEMENTIERUNG	183
7.1	GOVERNANCE	184
7.2	OPERATIONS	189
7.3	COMMUNICATIONS	192
8	ZUSAMMENFASSENDE BEURTEILUNG	199
8.1	ERGEBNISSE	199
8.2	WEITERER FORSCHUNGSBEDARF.....	202
8.3	AUSBlick	203

Inhaltsverzeichnis

ABBILDUNGSVERZEICHNIS	XV
TABELLENVERZEICHNIS	XVI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	XVII
1 EINLEITUNG	1
1.1 PROBLEMSTELLUNG	1
1.1.1 <i>Aktualität der Thematik</i>	1
1.1.2 <i>Zielsetzung der Dissertation</i>	3
1.1.3 <i>Forschungsfragen</i>	3
1.2 METHODIK	4
1.2.1 <i>Vorgehensweise</i>	4
1.2.2 <i>Befragung EVCA Guidelines</i>	5
1.2.3 <i>Befragung Fundraising und Investor Relations</i>	6
1.2.4 <i>Fallbeispiele</i>	9
1.3 AUFBAU DER ARBEIT	10
2 THEORETISCHE GRUNDLAGEN.....	13
2.1 PRIVATE EQUITY	13
2.1.1 <i>Begriffsabgrenzung</i>	13
2.1.2 <i>Einordnung in die Finanzierungstheorie</i>	14
2.1.3 <i>Private Equity als Anlagegattung</i>	15
2.1.4 <i>Struktur von Independent-Private-Funds</i>	18
2.1.5 <i>Private-Equity-Zyklus</i>	23
2.2 INVESTOR RELATIONS	25
2.2.1 <i>Begriffsabgrenzung</i>	25
2.2.2 <i>Einordnung in die Finanzierungstheorie</i>	25
2.2.3 <i>Besonderheiten für Private-Equity-Partnerships</i>	27
2.2.4 <i>Zielsystem</i>	29
3 ANLAGEPROZESS DER LIMITED PARTNERS.....	33
3.1 ASSET ALLOCATION.....	33
3.1.1 <i>Private-Equity-Anteil am Portfolio</i>	34
3.1.2 <i>Diversifizierung</i>	36
3.1.3 <i>Umsetzung</i>	37
3.2 FONDSSELEKTION.....	40
3.2.1 <i>Selektionskriterien</i>	40
3.2.2 <i>Selektionsprozess</i>	41
3.3 MONITORING.....	45
3.4 EMPIRISCHE ERGEBNISSE	47
3.4.1 <i>Asset Allocation</i>	47
3.4.2 <i>Fondsselektion</i>	49
3.4.3 <i>Monitoring</i>	51
3.5 ZUSAMMENFASSUNG.....	54

3.6	FALLBEISPIEL HSH NORDBANK PRIVATE EQUITY: AUFBAU UND STEUERUNG EINES PRIVATE-EQUITY-PORTFOLIOS ALS LIMITED PARTNER	55
3.6.1	<i>Unternehmensprofil</i>	55
3.6.2	<i>Markteintritt</i>	55
3.6.3	<i>Asset Allocation</i>	56
3.6.4	<i>Fondsselektion</i>	57
3.6.5	<i>Monitoring</i>	57
3.6.6	<i>Fazit und Ausblick</i>	59
3.7	FALLBEISPIEL SCM: ANLAGEPROZESS EINES GATEKEEPER UND FUND-OF-FUNDS-MANAGERS	60
3.7.1	<i>Firmenprofil</i>	60
3.7.2	<i>Prozessmanagement</i>	60
3.7.3	<i>Asset Allocation und Cashflow-Planung</i>	61
3.7.4	<i>Fondsselektion</i>	62
3.7.5	<i>Monitoring und Reporting</i>	65
3.7.6	<i>Fazit</i>	66
4	FUNDRAISING	69
4.1	INVESTOREN.....	69
4.1.1	<i>Selektion</i>	71
4.1.2	<i>Investorentypen</i>	72
4.1.3	<i>Internationale Investoren</i>	74
4.2	PROZESS.....	75
4.3	INSTRUMENTE.....	77
4.3.1	<i>Private-Placement-Memorandum und Marketingpräsentation</i>	77
4.3.2	<i>Limited-Partnership-Agreement</i>	78
4.4	ORGANISATIONSSTRUKTUR.....	81
4.4.1	<i>Interne Organisationsstruktur</i>	81
4.4.2	<i>Placement Agents</i>	83
4.4.3	<i>Lead Investors</i>	84
4.5	EMPIRISCHE ERGEBNISSE.....	85
4.5.1	<i>Ziele des Fundraising</i>	85
4.5.2	<i>Investoren</i>	86
4.5.3	<i>Prozess</i>	87
4.5.4	<i>Instrumente</i>	92
4.5.5	<i>Organisationsstruktur</i>	94
4.6	ZUSAMMENFASSUNG.....	96
4.7	FALLBEISPIEL ORLANDO: PLATZIERUNG EINES FIRST-TIME-FUND	98
4.7.1	<i>Investitionsstrategie</i>	98
4.7.2	<i>Managementteam und Track Record</i>	99
4.7.3	<i>Fonds- und Vergütungsstruktur</i>	100
4.7.4	<i>Organisation</i>	100
4.7.5	<i>Closing</i>	101
4.7.6	<i>Fazit</i>	102

4.8	FALLBEISPIEL CSFB PRIVATE FUND GROUP: STRUKTUR UND ARBEITSWEISE EINES GLOBALEN PLACEMENT AGENT.....	103
4.8.1	<i>Geschäftsmodell</i>	103
4.8.2	<i>Due Diligence</i>	105
4.8.3	<i>Project Management</i>	106
4.8.4	<i>Distribution</i>	106
4.8.5	<i>Fazit</i>	107
5	FORTLAUFENDE INVESTOR RELATIONS	109
5.1	ADRESSATEN.....	109
5.1.1	<i>Limited Partners</i>	109
5.1.2	<i>Potentielle Investoren</i>	111
5.1.3	<i>Meinungsführer</i>	111
5.2	PROZESS.....	112
5.2.1	<i>Situationsanalyse</i>	112
5.2.2	<i>Planung</i>	113
5.2.3	<i>Realisierung und Erfolgskontrolle</i>	115
5.2.4	<i>Fundraising als Meilenstein</i>	116
5.3	INSTRUMENTE.....	116
5.3.1	<i>Unpersönliche Kommunikationsinstrumente</i>	117
5.3.2	<i>Persönliche Kommunikationsinstrumente</i>	118
5.3.3	<i>Performancemessung</i>	119
5.3.4	<i>Bewertung nicht kotierter Beteiligungen</i>	123
5.3.5	<i>Behandlung von Beteiligungsverkäufen</i>	125
5.4	ORGANISATIONSSTRUKTUR.....	126
5.4.1	<i>Interne Organisationsstruktur</i>	127
5.4.2	<i>Schnittstelle zu den Portfoliounternehmen</i>	128
5.4.3	<i>Einbindung externer Ressourcen</i>	129
5.5	EMPIRISCHE ERGEBNISSE.....	129
5.5.1	<i>Adressaten</i>	129
5.5.2	<i>Instrumente</i>	132
5.5.3	<i>Prozess und Organisationsstruktur</i>	135
5.6	ZUSAMMENFASSUNG.....	136
5.7	FALLBEISPIEL PERMIRA: INVESTOR RELATIONS FÜR MEGA-FONDS.....	138
5.7.1	<i>Unternehmensprofil</i>	138
5.7.2	<i>Investor-Relations-Konzept</i>	138
5.7.3	<i>Bewertung und Berichterstattung</i>	140
5.7.4	<i>Organisationsstruktur</i>	141
5.7.5	<i>Fazit</i>	143
6	WETTBEWERBSSEITIGE UND REGULATORISCHE EINFLÜSSE	145
6.1	PRIMÄRMARKT.....	145
6.1.1	<i>Marktentwicklung</i>	145
6.1.2	<i>Ausblick</i>	150
6.2	SEKUNDÄRMARKT.....	152
6.2.1	<i>Marktprofil</i>	152
6.2.2	<i>Marktentwicklung und Ausblick</i>	153
6.3	INVESTMENT ADVISORS.....	155

6.4	PUBLIZITÄT	156
6.4.1	<i>Entwicklung</i>	156
6.4.2	<i>Chancen</i>	158
6.4.3	<i>Risiken</i>	159
6.4.4	<i>Empirische Ergebnisse</i>	160
6.4.5	<i>Ausblick</i>	163
6.5	RICHTLINIEN FÜR BEWERTUNG UND BERICHTERSTATTUNG.....	165
6.5.1	<i>International Financial Reporting Standards</i>	166
6.5.2	<i>EVCA Guidelines</i>	168
6.5.3	<i>BVCA Guidelines</i>	173
6.5.4	<i>Vergleichende Beurteilung</i>	174
6.5.5	<i>Empirische Ergebnisse</i>	178
7	SCHLÜSSELFAKTOREN UND IHRE IMPLEMENTIERUNG.....	183
7.1	GOVERNANCE	184
7.1.1	<i>Interessenharmonisierung</i>	184
7.1.2	<i>Aufsicht</i>	186
7.1.3	<i>Strategische Einbindung</i>	188
7.2	OPERATIONS.....	189
7.2.1	<i>Effizienz und Effektivität</i>	189
7.2.2	<i>Wahl der Organisationsstruktur</i>	191
7.3	COMMUNICATIONS.....	192
7.3.1	<i>Relevanz, Vergleichbarkeit, Verständlichkeit und Verlässlichkeit</i>	193
7.3.2	<i>Einschränkende Faktoren für Relevanz und Verlässlichkeit</i>	196
7.3.3	<i>Implementierung</i>	196
8	ZUSAMMENFASSENDE BEURTEILUNG.....	199
8.1	ERGEBNISSE	199
8.2	WEITERER FORSCHUNGSBEDARF	202
8.3	AUSBlick	203
	LITERATURVERZEICHNIS	205
	GESPRÄCHSVERZEICHNIS	215
	ANHANG A: BEFRAGUNG EVCA GUIDELINES.....	217
	TEILNEHMENDE FIRMEN.....	218
	FRAGEBOGEN GENERAL PARTNERS.....	219
	FRAGEBOGEN INSTITUTIONELLE INVESTOREN.....	223
	FRAGEBOGEN FUNDS-OF-FUNDS	228
	ANHANG B: BEFRAGUNG FUNDRAISING UND INVESTOR RELATIONS	233
	TEILNEHMENDE FIRMEN.....	234
	FRAGEBOGEN GENERAL PARTNERS.....	235
	FRAGEBOGEN INSTITUTIONELLE INVESTOREN.....	242
	FRAGEBOGEN FUNDS-OF-FUNDS	249

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Empirische Vorgehensweise	5
Abbildung 2: Fallbeispiele	10
Abbildung 3: Aufbau der Arbeit	11
Abbildung 4: Typische Limited-Partnership-Struktur	19
Abbildung 5: Cashflow-Verlauf aus Sicht der Limited Partners (J-Curve)	22
Abbildung 6: Fundraising und Investor Relations im Private-Equity-Zyklus	24
Abbildung 7: Anlageprozess der Limited Partners	33
Abbildung 8: Vergleich von Beteiligungsformen	38
Abbildung 9: Organisatorische Einbindung des Private-Equity-Managements	39
Abbildung 10: Auszug aus einer Legal-Due-Diligence	45
Abbildung 11: Portfoliostruktur der befragten Limited Partners	47
Abbildung 12: Nutzung von Investment Advisors	48
Abbildung 13: Wichtigkeit und True and Fair View von Kriterien zur Fondsselektion	49
Abbildung 14: Dealflow und Fondsselektion	51
Abbildung 15: Wichtigkeit und True and Fair View von Reportinginhalten	52
Abbildung 16: Repräsentanz der Limited Partners im Beirat	53
Abbildung 17: Private-Equity-Portfoliostrategie der HSH Nordbank	56
Abbildung 18: Cashflow-Planung von SCM	61
Abbildung 19: Fondsselektionsprozess von SCM	64
Abbildung 20: Fundraising nach Investoren	70
Abbildung 21: Organisationsstrukturen für Fundraising und Investor Relations	82
Abbildung 22: Ziele des Fundraising	85
Abbildung 23: Adressierte Investoren	86
Abbildung 24: Fundraising-Prozess	88
Abbildung 25: Fundraising-Dauer nach Erfahrung und Finanzierungsphasen	89
Abbildung 26: Akquisitionsraten beim Fundraising	90
Abbildung 27: Zufriedenheit der Limited Partners mit Private-Placement-Memoranden	92
Abbildung 28: Nutzung des Internets für das Fundraising	93
Abbildung 29: Interne Zuständigkeiten für Fundraising-Aufgaben	94
Abbildung 30: Nutzung von Placement Agents und Lead Investors nach Erfahrung	95
Abbildung 31: Nutzung von Placement Agents und Lead Investors nach Grösse	96
Abbildung 32: Organisationsstruktur der CSFB Private Fund Group	104
Abbildung 33: Adressaten fortlaufender Investor Relations	110
Abbildung 34: Investor-Relations-Prozess	113
Abbildung 35: Instrumente fortlaufender Investor Relations	117
Abbildung 36: Anzahl Limited Partners pro Fonds	130
Abbildung 37: Zufriedenheit mit den Investor Relations verschiedener Kapitalanlagen	131
Abbildung 38: Wichtigkeit der Kommunikationsinstrumente	133
Abbildung 39: Zufriedenheit der Limited Partners mit dem Reporting	134
Abbildung 40: Interne Zuständigkeiten für fortlaufende Investor Relations	136
Abbildung 41: Investor-Relations-Organigramm von Permira	141
Abbildung 42: Wettbewerbsseitige und regulatorische Einflüsse	145
Abbildung 43: Entwicklung des Fundraising-Volumens	146
Abbildung 44: Entwicklung und Struktur des Investitionsvolumens	147
Abbildung 45: Fundraising-Volumen, Aktienmarkt und Neuemissionen im Vergleich	148

Abbildung 46: Platzierte Fonds nach Grössenklassen	149
Abbildung 47: Zusammenhang zwischen Publizität und Kapitalkosten.....	159
Abbildung 48: Einstellungen der Marktteilnehmer in Bezug auf Publizität.....	161
Abbildung 49: Weitere Entwicklung der Publizität aus Sicht der Marktteilnehmer.....	162
Abbildung 50: Pläne zur Veröffentlichung performancebezogener Daten.....	163
Abbildung 51: Private-Equity-Beteiligungen im Konzernabschluss nach IFRS	167
Abbildung 52: Aufbau der EVCA Guidelines	169
Abbildung 53: Implementierungsgrad der EVCA Guidelines	178
Abbildung 54: Implementierung der EVCA Reporting Levels One und Two	179
Abbildung 55: Bewertung von Beteiligungen durch die General Partners.....	180
Abbildung 56: Bewertung von Beteiligungen durch die Limited Partners.....	181
Abbildung 57: Schlüsselfaktoren für Investor Relations von Private-Equity-Partnerships...	183

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Stichprobe der Befragung EVCA Guidelines	6
Tabelle 2: Stichprobe der Befragung Fundraising und Investor Relations	8
Tabelle 3: Renditen europäischer Kapitalanlagen.....	15
Tabelle 4: Renditen von Private-Equity-Partnerships nach Finanzierungsphase.....	16
Tabelle 5: Renditen von Private-Equity-Partnerships nach Vintage Years	16
Tabelle 6: Grundtypen asymmetrischer Information	26
Tabelle 7: Track Record eines Venture-Capital-Fonds.....	44
Tabelle 8: Kennzahlen der Fondsselektion von SCM.....	62
Tabelle 9: Vertragsklauseln in Partnership Agreements von Venture-Capital-Fonds	80
Tabelle 10: Quantitative Erfolgskennziffern für Investor Relations.....	115
Tabelle 11: Ebenen der Performancemessung	120
Tabelle 12: Arten der IRR-Berechnung	122
Tabelle 13: Bewertung nicht kotierter Beteiligungen	124
Tabelle 14: Wahrnehmung der Investor Relations von Private-Equity-Partnerships	132
Tabelle 15: Entwicklung des Sekundärmarkts	154
Tabelle 16: Auszug aus dem CalPERS AIM Fund Performance Review.....	157
Tabelle 17: EVCA und BVCA Guidelines im Vergleich	176
Tabelle 18: Vertragsklauseln und Interessenharmonisierung	186
Tabelle 19: Operative Schlüsselfaktoren.....	190
Tabelle 20: Vergleich von Teamansatz und Delegationsansatz.....	191
Tabelle 21: Communications-Schlüsselfaktoren.....	193

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AIM	Alternative Investment Management
AIMR	Association for Investment Management and Research
BVCA	The British Venture Capital Association
bzw.	beziehungsweise
CalPERS	The California Public Employees' Retirement System
CFO	Chief Financial Officer
CHF	Schweizer Franken
d.h.	das heisst
ED	Exposure Draft
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
ggf.	gegebenenfalls
GP	General Partner
hrsg.	herausgegeben
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
k.A.	keine Angabe
L.P.	Limited Partnership
LP	Limited Partner
m.w.N.	mit weiteren Nennungen
mind.	mindestens
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
NVCA	National Venture Capital Association
o.V.	ohne Verfasser
p.a.	per annum
PEIGG	Private Equity Industry Guidelines Group
SIC	Standing Interpretations Committee
sog.	so genannt
u.a.	unter anderem
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
USD	US-Dollar
vgl.	vergleiche
z.B.	zum Beispiel

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

1.1.1 Aktualität der Thematik

Private Equity fördert die Liquidität des Kapitalmarktes, den technologischen Fortschritt und den Strukturwandel von Wirtschaftszweigen.¹ Für grosse und mittelgrosse Unternehmen spielt Private Equity z.B. bei der Finanzierung von Wachstums- oder Restrukturierungsplänen, der Lösung von Nachfolgeregelungen oder der Stärkung des Eigenkapitals eine wichtige Rolle.² In Form von Wagniskapital unterstützt Private Equity die Gründung von Unternehmen und ihre Expansion in frühen Phasen der Entwicklung.

Die Bereitschaft zu Neuinvestitionen in Private Equity sinkt jedoch vor dem Hintergrund rückläufiger Renditen und wertberichtiger Portfolios. Im Jahr 2003 investierten unabhängige Investoren Euro 20,7 Mrd. in europäische Private-Equity-Fonds, das entspricht einem Rückgang von 37,7% gegenüber dem Rekordjahr 2000 (Euro 33,2 Mrd.).³ Dementsprechend verschärft sich der Fundraising-Wettbewerb.

Gleichzeitig ist festzustellen, dass bestehende Private-Equity-Anlagen nicht mehr als 3,3% (2003)⁴ des Vermögens institutioneller europäischer Anleger ausmachen, obwohl der Sektor gemessen am Portfoliovolumen zu Anschaffungskosten zwischen 1998 und 2003 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 27,9% aufwies und sich damit mehr als verdreifachte.⁵ Diese Tatsache lässt sich nur teilweise durch regulatorische

¹ Kortum, S./Lerner, J. (1998) zeigen einen positiven Einfluss von Venture Capital auf die Innovationsrate einer Volkswirtschaft. Bygrave, W.D./Timmons, J.A. (1999), S. 38f., weisen auf die wechselseitige Beeinflussung der genannten Faktoren hin.

² Das grösste auf reife Unternehmen ausgerichtete Segment des Private-Equity-Marktes stellen Buyouts dar, das sind meist stark mit Fremdkapital gehebelte Mehrheitsakquisitionen. 84% der Buyout-Transaktionen in Europa betreffen Unternehmen mit mindestens 50 Mitarbeitern, also mittelgrosse (bis 249 Mitarbeiter) und grosse Unternehmen gemäss Definition der Europäischen Kommission, vgl. EVCA (2001), S. 7 und Europäische Union (02.11.2003).

³ EVCA (2003b), S. 57; EVCA (2004b), S. 59.

⁴ JP Morgan Fleming Asset Management (2003), S. 9.

⁵ EVCA (2004b), S. 79.

Restriktionen erklären.⁶ Vielmehr beeinträchtigt ein Mangel an Transparenz und Liquidität die Position von Private Equity als Anlagekategorie.⁷

Investor Relations vom Fundraising über die gesamte Laufzeit eines Fonds unterstützen den Abbau von Informationsasymmetrien und damit die Akquisition neuer bzw. Bindung bestehender Investoren. Ihre weitere Professionalisierung ist eine wichtige Voraussetzung für das zukünftige Wachstum des Private-Equity-Marktes und für die Entwicklung von einer alternativen zu einer vollwertigen Anlagekategorie.⁸

Das Potential von Investor Relations wird zunehmend erkannt und genutzt. Initiativen verschiedener Anspruchsgruppen unterstreichen die Aktualität, die das Thema Investor Relations sowohl für Private-Equity-Gesellschaften als auch für Investoren hat.

Beispielsweise hat die EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA) im Jahr 2000 erstmals Reporting Guidelines publiziert, die in den folgenden Jahren durch eine neue Ausgabe der Valuation Guidelines und durch Governing Principles ergänzt wurden. Erklärtes Ziel dieser Standards ist die Verbesserung der Transparenz zur Förderung von Private Equity als Anlagekategorie.⁹ Auf Seiten der Investoren haben grosse öffentliche Pensionsfonds und Stiftungen in den USA damit begonnen, die Performance der Private-Equity-Partnerships in ihrem Portfolio zu veröffentlichen und damit die Publizität der Anlageklasse zu fördern.

Die steigende Bedeutung von Investor Relations als Schlüsselfaktor löst jedoch nicht nur Initiativen von Marktteilnehmern in der Praxis aus, sondern wirft auch zahlreiche theoretische Fragen auf.

⁶ Nach Mackewicz & Partner (2002), S. 26, liegt beispielsweise die Beschränkung des Private-Equity-Anteils am Anlagevolumen von Pensionskassen in den grössten europäischen Märkten deutlich über dem Bestand (zwischen 10% und unlimitiert), mit Ausnahme Frankreichs (0,5%).

⁷ Vgl. Adveq Management AG (2003), S. 14, wo von deutschen Versicherungsgesellschaften Illiquidität an erster und Intransparenz an dritter Stelle von acht gestützt abgefragten Risiken und Hindernissen genannt wurden.

⁸ Trotz insgesamt steigender Wohlfahrt würde eine solche Entwicklung allerdings auch sinkende Renditen für eine Reihe von Teilnehmern bedeuten, vgl. Dréan, A. (2002).

⁹ EVCA (2003a), S. 75f. und S. 111f.

1.1.2 Zielsetzung der Dissertation

Die vorliegende Dissertation hat das Ziel, Schlüsselfaktoren für erfolgreiche Investor Relations von Private-Equity-Partnerships zu identifizieren und erste konzeptionelle Empfehlungen für ihre Implementierung herauszuarbeiten. Auf der Basis theoretischer Konzepte soll dafür zunächst die gängige Praxis aus der Sicht des Fondsmanagements und der Investoren untersucht werden. Die Erwartungen der Marktteilnehmer und ihre Erfahrungen mit dieser Praxis werden analysiert, externe Einflüsse interpretiert. Daraus ergeben sich Anforderungen an die im nächsten Schritt entwickelten Schlüsselfaktoren.

1.1.3 Forschungsfragen

Die bisherige Forschung konzentriert sich fast ausschliesslich auf die Investitionstätigkeit von Private-Equity-Gesellschaften, während ihre Finanzierung weitgehend unbeachtet ist. Zu diesem Schluss kommen auch WRIGHT und ROBBIE in ihrer umfassenden Revision bisheriger Private-Equity-Forschung:

„However, there has been relatively little research on the other crucial principal-agent relationship, that between venture capitalists and their funds providers.“¹⁰

Obwohl der Stand der Forschung verschiedene indikative Ergebnisse bereithält, wurde für Private-Equity-Partnerships noch kein integriertes Investor-Relations-Konzept vom Fundraising bis zum Exit eines Partnership publiziert. Deshalb liegt der Schwerpunkt dieser Arbeit auf der explorativen und deskriptiven Konzeption einer Landkarte für die Investor Relations von Private-Equity-Partnerships. Folgende Fragen werden adressiert:

- Welchen Beitrag leisten Investor Relations von Private-Equity-Partnerships aus finanzierungstheoretischer Sicht?
- Was sind die Anforderungen der Limited Partners an Investor Relations von Private-Equity-Partnerships?
- Welche Investoren, Prozesse, Instrumente und Organisationsstrukturen charakterisieren das Fundraising von Partnerships?

¹⁰ Wright, M./Robbie, K. (1998), S. 557 m.w.N.