

Nicht-traditionelle Anlagen: Worauf Anleger bei Private Equity achten müssen



Investitionen in Private Equity dürfen weiterhin zunehmende Bedeutung erlangen. Allerdings sind die damit verbundenen Risiken zu beachten; eine kontinuierliche Begleitung ist sowohl bei direkten wie auch bei indirekten (Fonds oder Beteiligungsgesellschaften) Investitionen zwingend notwendig.

Von Christoph Auckenthaler

Prof. Dr. oec., Institut für Schweizerisches Bankwesen an der Universität Zürich, Head of Strategic Investment Consulting KPMG Switzerland, Mitglied des Executive Board von KPMG private.

Was sind «nicht-traditionelle Anlagen»?

Als «traditionelle Investments» werden Geldmarktinvestitionen, Obligationen und Aktien bezeichnet. Demgegenüber werden mit dem Begriff «alternative Investments» solche bezeichnet, welche die folgenden drei Kriterien erfüllen:

- *Ausschliessbarkeit:* Anlagen dürfen nicht in verschiedenen Anlageklassen vertreten sein.
- *Diversifikation:* Die Diversifikation innerhalb einer Anlageklasse muss gewährleistet sein.
- *Korrelationen:* Die Korrelationen zu Aktien und Obligationen müssen tief ausfallen.

Entsprechend den Kriterien existieren nur sehr wenige «alternative Investments». Klassische Beispiele wären Commodities und Immobilien. Private Equity, Hedge Funds, verbriefte Produkte («Securitized Assets») und nachhaltige Anlagen sind keine Beispiele für «alternative Investments», da insbesondere die Kriterien «Ausschliessbarkeit» und «Diversifikation» nicht erfüllt sind. Nachfolgend wird deshalb von «nicht-traditionellen Anlagen» («non-traditional Investments») gesprochen, worunter alle Anlageklassen, welche nicht traditionell sind, subsummiert werden (vgl. Abbildung «Nicht-traditionelle Anlagen im Überblick»).

Risiken nicht-traditioneller Anlagen

Mit dem Einsatz nicht-traditioneller Anlagen soll versucht werden, risikoadjustiert eine höhere Portfoliorendite

zu erzielen, was immer dann möglich ist, wenn die folgenden Gegebenheiten kumulativ zutreffen:

- Die mit den nicht-traditionellen Anlagen eingegangenen Risiken müssen durch eine adäquate Rendite entschädigt werden.
- Im Vergleich zu traditionellen Investments sind zur Risikoreduktion tiefe Korrelationen notwendig.

Mit zahlreichen wissenschaftlichen Studien wurde zu zeigen versucht, dass erwähnte Gegebenheiten für verschiedene nicht-traditionelle Anlagen zutreffen. Dabei wird in aller Regel mit dem auf Harry Markowitz (1952 bzw. 1959) zurückgehenden sogenannten «Mean-Variance-Konzept» («Rendite-Volatilität-Konzept») argumentiert. Den Analysen unter Einbezug der Renditen, Volatilitäten (zur Messung des Risikos) und Korrelationen verschiedener Anlageklassen haften im Fall nicht-traditioneller Anlagen allerdings einige Nachteile an:

- *Daten:* Die notwendigen Datenreihen nicht-traditioneller Anlagen sind in der Regel nicht oder nur über einen unzureichend langen Zeithorizont verfügbar und häufig inkonsistent («Survivorship Bias»: Investment-Vehikel mit schlechter Entwicklung [z.B. Hedge Funds] scheiden aus Datenbanken aus). Sind punktuell Daten verfügbar, kann nicht zwingend auf die allgemeine Gültigkeit derselben geschlossen werden.
- *Normalverteilung:* Es kann zumindest vermutet werden, dass die Ren-

reiten nicht-traditioneller Anlagen teilweise (z.B. Private Equity) nicht normalverteilt sind. Damit wird aber der Einbezug derselben in das Mean-Variance-Konzept erschwert bzw. verunmöglicht.

- **Informationen:** Eine häufig diskutierte Problematik stellt verschiedenartig die Bewertung nicht-traditioneller Anlagen dar. Dies gilt in akzentuiertem Ausmass für Private Equity und nachhaltige Anlagen («sustainable Assets»). Vor allem im erstgenannten Fall besteht kein eigentlicher Markt in bezug auf die ursprünglichen Investitionen. Der Diversifikationseffekt, welcher häufig im Rahmen des Marketings als Grund für eine Investition angeführt wird, kann analytisch nicht nachgewiesen werden.
- **Risiken:** In Ergänzung zu den für traditionelle Investments wichtigen Marktrisiken (Aktienkurs-, Zins- und Währungsrisiko) sind bei den nicht-traditionellen Anlagen weitere

Risiken im Detail zu analysieren (vgl. Abbildung «Die wichtigsten Risikoarten im Überblick»).

Auf zwei ausgeprägt vorhandene Risikoarten soll bei nicht-traditionellen Anlagen besonders hingewiesen werden. Investoren müssen sich darüber klar werden, dass das Kapital bei verschiedenen nicht-traditionellen Anlagen (sehr) langfristig gebunden ist. Mit dem damit erhöhten Liquiditätsrisiko ist ein erhöhtes Kreditrisiko verbunden, welches durch oft mangelhafte Informationen akzentuiert wird.

Der Umweg über an der Börse handelbare Investment-Vehikel (Anlagefonds, Anlagestiftungen, Investment Companies) reduziert die angesprochenen Risiken allenfalls vordergründig. Vielmehr ist zusätzlich das Risiko des Images des Investment-Vehikels bzw. des dahinterstehenden Investment Advisors zu beachten. Ein etablierter Investment Advisor hat einen bedeutend grösseren Spielraum in be-

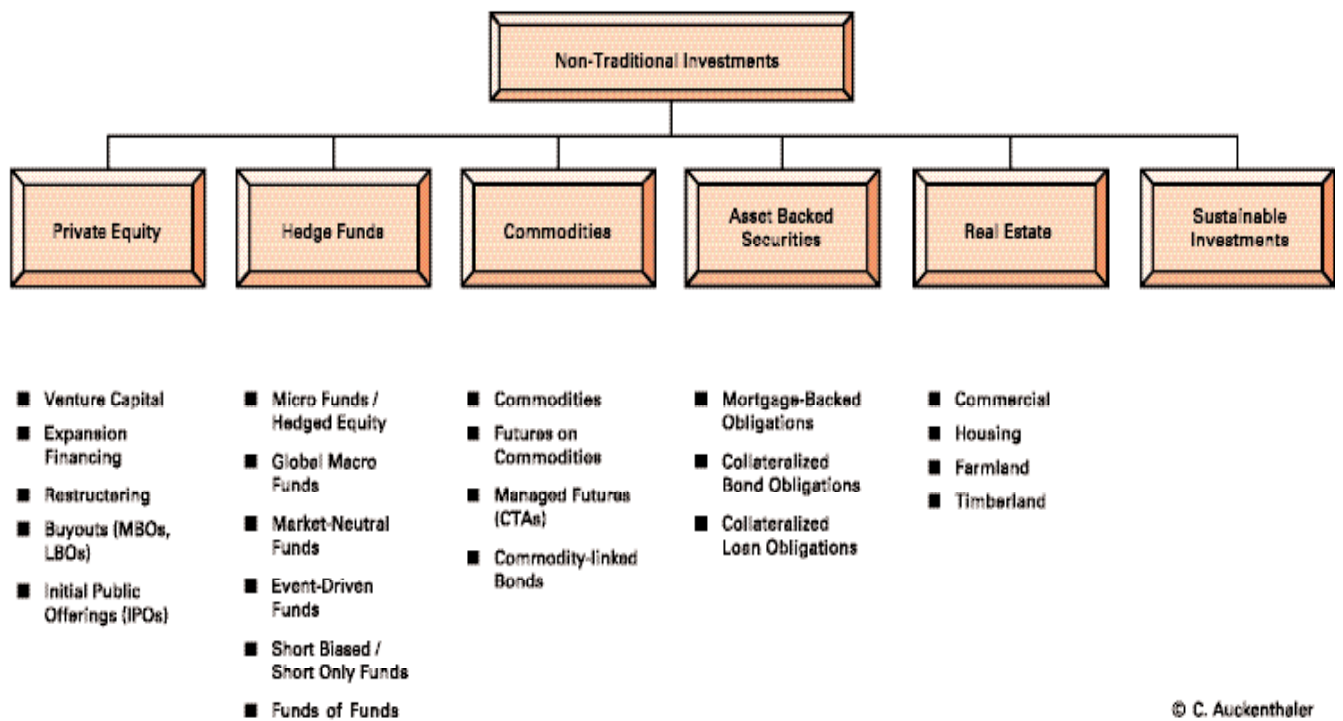
zug auf das notwendige Netzwerk mit weiteren Marktakteuren, auf den Zutritt zu Informationen und auf den Zugang zu allenfalls benötigter Liquidität. Daraus ergibt sich Akzeptanz, und der Investment Advisor gibt mit seinen Handlungen Signalwirkungen.

Merkmale von Private Equity

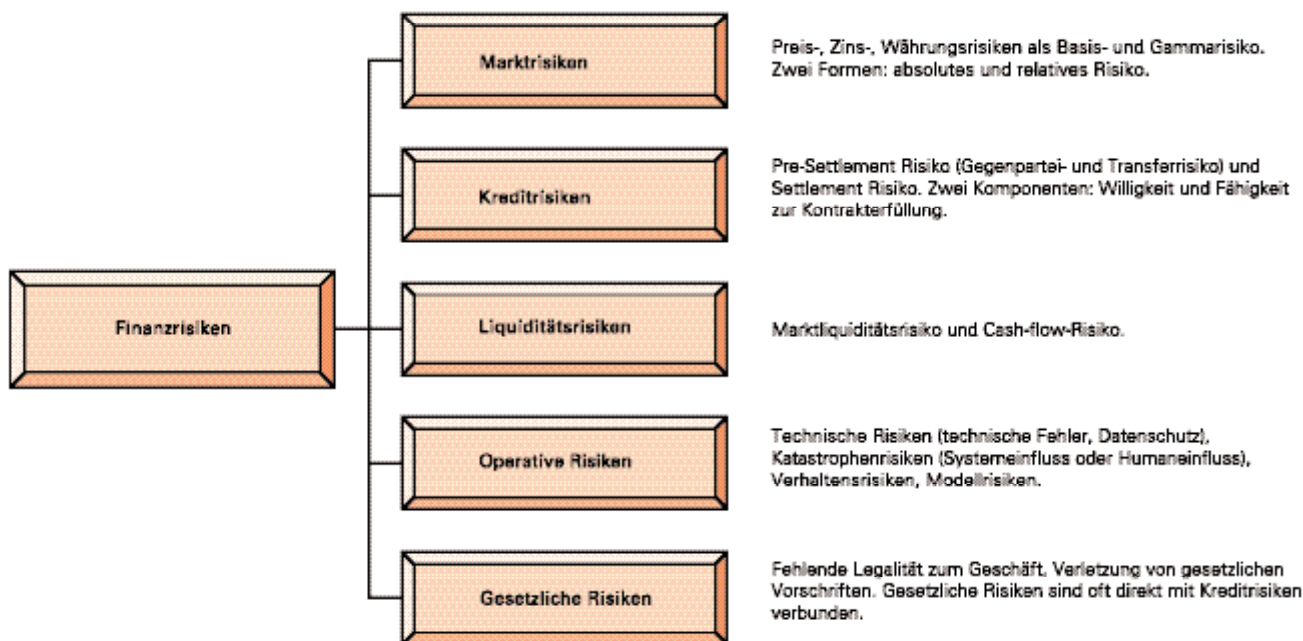
Als Private Equity werden langfristig ausgerichtete Investitionen in nicht kotierte Unternehmen bezeichnet, um denselben die Gründung und/oder das Wachstum zu ermöglichen oder auch Nachfolge- oder Eigentümerproblematiken zu lösen. Da der Wert von Private-Equity-Beteiligungen nicht durch die Börse «geliefert» und damit durch den Markt beeinflusst wird, dient der Net Asset Value (NAV) als Wertmassstab.

Venture Capital ist grundsätzlich eine Unterkategorie von Private Equity und umfasst Investitionen zur Wachstumsfinanzierung junger Unternehmen. Zwei Kategorien fallen darunter:

Nicht-traditionelle Anlagen im Überblick



Die wichtigsten Risikoarten im Überblick



© C. Auckenthaler

- Das Early-Stage Financing umfasst das Seed Financing (Finanzierung von Forschung und Entwicklung), das Start-up Financing (Finanzierung der Unternehmensgründung und der Produkteentwicklung bis zur Marktreife) und das First, Second oder Third Financing (Finanzierung der Markteinführung, der Markterschliessung und der ersten Expansionsphase).
- Das Expansion-Stage Financing beinhaltet die Finanzierung von bereits in der Gewinnzone (Break-Even-Zone) arbeitenden Unternehmen.

Nicht zum Venture Capital, aber zum Private Equity gehören Management Buyouts und Buyins und das Bridge Financing (kurzfristige Überbrückungsfinanzierung bis zum Börsengang [Initial Public Offering, IPO], daher häufig auch als Pre-IPO Financing bezeichnet).

Die Private-Equity-Phase eines Unternehmens wird in der Regel mit dem IPO abgeschlossen. Daraus ergibt sich auch, dass Investitionen in Private Equity befristet sind und mittels einer Ausstiegsstrategie beendet werden.

Bezüglich Ausgestaltung von Private-Equity-Anlagevehikeln herrschen bei den anglo-amerikanischen Private-Equity-Fonds sogenannte limitierte Partnerschaften vor. Die Auswahl der Portfolio-Fonds und die Verwaltung des Private-Equity-Fonds wird von den General Partnern übernommen; die Limited Partner steuern lediglich Kapital bei. In der Schweiz existieren die Ausgestaltungsformen als Fonds oder als Investmentgesellschaft. Die sich aus der Closed-end-Struktur ergebende fehlende Rücknahmepflicht der Investmentgesellschaft wird dadurch kompensiert, dass die Anteile solcher Gesellschaften an der Börse gehandelt werden können.

Prüfung verschiedener Anlagemöglichkeiten

Investitionen in Private Equity sind von Investoren nur unter Beachtung verschiedener Kriterien zu tätigen:

- **Risikofähigkeit:** Die Risikofähigkeit des privaten Investors muss einwandfrei sein. Zu analysieren ist deshalb das gesamte Umfeld inkl. aller bekannter und in der Zukunft zu erwartender Verpflichtungen. Es ist zwingend notwendig, eine gesamtheitliche Lebenszyklusanalyse vorzunehmen.
- **Liquidität:** Private-Equity-Investitionen sind langfristige Engagements, was auf die Liquidität des Investors Einfluss hat. In Abhängigkeit des Marktzutrittes und des beim Investor vorhandenen Know-hows sind direkte oder indirekte Investitionen möglich. Wird indirekten Investitionen (Anlagefonds, Investment-

gesellschaften) der Vorzug gegeben, besteht oft die Möglichkeit einer vorzeitigen Desinvestition. Dies schafft in bezug auf die Liquidität mehr Flexibilität. Allerdings sind damit Kosten verbunden: Bid-Ask Spreads bei nicht kotierten Anlagevehikeln (Differenz zwischen Kauf- und Verkaufspreis) oder allenfalls Prämien im Sinne von Über-/Unterbewertungen durch die Börse bei börsenkotierten Anlagevehikeln.

- **Transparenz:** Eine hohe Transparenz bei den Investitionen in Private Equity ist zur Einschätzung und Steuerung des Gesamtrisikos des Investors von hoher Bedeutung. Private-Equity-Investitionen sind in einen kontinuierlichen Monitoring- und Controlling-Prozess einzubeziehen. Zumindest bezüglich der Liquiditätsbewirtschaftung ist ein operatives Mitwirken seitens des Investors zwingend notwendig (Abruf von «committetem» Kapital).
- **Anlagestrategie:** Strategisch sind Investitionen in Private Equity (wie auch in andere nicht-traditionelle Anlagen) als separate Assetklasse zu betrachten. In Ergänzung zur strategisch angestrebten Positionierung sind daher auch Limiten (Maximal- und im Bedarfsfall auch Minimal- und im Bedarfsfall auch Minimal- und im Bedarfsfall auch Minimal- und im Bedarfsfall auch Minimal-) zu definieren.

Aus den erläuterten Risiken nicht-traditioneller Anlagen lassen sich verschiedene bei der Wahl von Private-Equity-Investments zu beachtende Kriterien ableiten:

- **Marktzugang:** Etablierte Anbieter von Private-Equity-Investments haben Zugang zu Private-Equity-Partnerships (gute Partnerships sind für das Publikum in der Regel geschlossen und daher nicht zugänglich). Zudem ist der direkte Zugang zu Partnerships grundsätzlich mit hohen Minimalinvestitionen (5 bis 50 Millionen US-Dollar) verbunden.
- **Diversifikation:** Die dargelegten verschiedenen Finanzierungsphasen des Private Equity (Venture Capital, Management Buyouts und Buyins, Bridge Financing) weisen unter-

Nicht-traditionelle Anlagen: Glossar

Hedge Funds

Der Oberbegriff für eine Vielzahl verschiedener Anlagestrategien, wobei der Begriff insofern irreführend ist, als in der Regel keine Absicherung («Hedge») stattfindet. Merkmale sind die geringen Regulierungsvorschriften (Hedge Funds sind in den meisten Fällen an Offshore-Zentren domiziliert), die freie Wahl der Märkte, die involvierten Instrumente und Handelsstrategien, die oft mangelhafte Transparenz in der Berichterstattung gegenüber der Öffentlichkeit, die häufig geforderte Minimaleinlage (in der Regel 5 Millionen US-Dollar) und das Erreichen einer absoluten (im Gegensatz zu einer relativen) Rendite.

Die bei Hedge Funds vielfach gezeigte Eigenschaft tiefer Korrelation gegenüber Aktien und Obligationen ist aus Sicht eines Investors mit Referenzwährung Schweizer Franken nur sehr bedingt gegeben. Aktuelle Analysen zeigen, dass bei Kursrückgängen des Schweizer Aktienmarktes auch die Kurse von Hedge Funds rückläufig sind.

Commodities

Direkte und indirekte Anlageformen, deren Wertentwicklung von den Marktpreisschwankungen von Güterpreisen (fossile Brennstoffe, Agrargüter, Edelmetalle etc.) abhängen. Im Gegensatz zu Aktien oder Obligationen wird mittels Investitionen in Commodities kein laufendes Einkommen generiert; zudem findet keine Wertschöpfung statt, weshalb der Preis einzig durch die Marktverhältnisse bedingt (Angebot und Nachfrage) zustande kommt.

Asset Backed Securities

Wertschriften (Obligationen oder Anteilscheine), welche der Finanzierung von an einen Pool verkauften Forderungen dienen. Um die Wertschriften für den Investor attraktiv zu gestalten, garantiert eine Drittpartei (sog. «Credit Enhancer») für allfällige Kreditverluste.

Real Estate

Immobilien gehören – obschon von den Investoren seit Jahrzehnten beachtet – zu den nicht-traditionellen Anlagen. Merkmale sind regelmässiges Einkommen, grosse Bedeutung steuerlicher Aspekte und Regulierungen, teure und häufig öffentlich nicht zugängliche Informationen, illiquide Märkte und Bewertungsschwierigkeiten. Der häufig angeführte Inflationsschutz im Fall von Investitionen in Immobilien stimmt nicht in allen Fällen bedingungslos.

Sustainable Assets

Nachhaltige Anlagen sind Investitionen, welche aufgrund der Einführung eines Umweltmanagementsystems langfristig den Unternehmenswert steigern können. Die Zusammenführung von ökologischen und ökonomischen Zielen (sogenannte Öko-Effizienz) soll über verbesserte Produktionsprozesse zu Kosteneinsparungen, über ein gesteigertes Image in der Öffentlichkeit zu höherem Ertrag (dank grösserem Spielraum in der Preispolitik und einer stärkeren Marktposition) und über eine verbesserte Innovationsfähigkeit zu einem höheren Unternehmenswert führen.

Mehr Schwung im Portefeuille – durch Fonds mit Entwicklungspotenzial.

Entdecken Sie das Potenzial klein- und mittelkapitalisierter Firmen. Die **Swissca Lux Fund Small and Mid Caps** sind ein ideales Diversifikationsinstrument für institutionelle Anleger. Investieren Sie in aufstrebende und etablierte Unternehmungen, mit überdurchschnittlichen Perspektiven, in Europa, Japan oder Nordamerika! Wir zählen dabei auf erfahrene Spezialisten vor Ort, die mit fundamentalen Analysen den wirklichen Wert der entsprechenden Unternehmen festlegen.

Best Smaller Group über 10 Jahre



Swissca
Die Anlagefonds der Kantonalbanken



schiedliche Risiken auf. Die Berücksichtigung aller Finanzierungsphasen reduziert möglicherweise die Gewinnerwartungen, vermindert aber auch die Risiken. Mit dem Ziel einer Risikoreduktion ist auch eine geographische (Europa, USA, Asien) und sektorielle (Technologie, Industrie, Konsum etc.) Diversifikation anzustreben.

- *Investitionsgrad:* Zu Beginn eines Private-Equity-Investments erfolgt in der Regel ein Commitment – es wird Kapital in der vereinbarten Höhe zur Verfügung gestellt, aber nicht sofort benötigt. In Abhängigkeit des Geschäftsganges der einzelnen Investitionen wird das Kapital von den Investoren über die Zeit abgerufen, bis die Höhe des Commit-

ments erreicht ist. Die Rückflüsse erfolgen in der Regel erst Jahre später. Im Anschluss an die Rückflüsse sind neue Commitments einzugehen, wobei jeweils nicht im voraus bekannt ist, ob das Kapital in der vereinbarten Höhe je benötigt wird. Der Investor durchläuft daher Phasen der vollen Investition und des Haltens von Liquidität, was langfristig nicht als attraktiv erscheint. Mit einer Strategie des Over-Commitments kann diese Wellenbewegung zumindest abgeschwächt werden.

Private Equity als Portfolio-Ergänzung

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Private Equity ein aus traditionellen Investments bestehendes

Portfolio durchaus sinnvoll ergänzen kann. Es ist die Risikofähigkeit des Investors zu analysieren und darauf abgestützt das Ausmass eines Investments individuell zu bestimmen. In der Regel ist den indirekten Investments aus Überlegungen des Marktzutritts und der Diversifikation der Vorzug zu geben. Die Wahl des Investment-Vehikels ist entsprechend den dargelegten Kriterien – Marktzugang, Diversifikation und Investitionsgrad – vorzunehmen.