

# Mit Private Equity gegen den Trend anlegen

**Institutionelle Anleger kommen nicht um Private Equity herum. Die «unspektakuläre» Anlageklasse erfordert zwar Ausdauer – geduldigen Investoren winkt im Gegenzug Stabilität bei attraktiven Renditechancen.**



*Von Dr. Peter Labhart  
Head Alternative Investments  
Clariden Leu, Zürich*

Die Anlagestrategien grosser US-Universitätsstiftungen galten bislang als mustergültig. Harvard etwa schlug den S&P 500 Index jedes Jahr um über 6% zwischen 1993 und 2008. Auffällig ist der hohe Anteil an alternativen Anlagen – darunter Private Equity. Doch nach der Liquiditätskrise im Herbst 2008 gerieten die Vorzeigestrategien unter Beschuss, oft mit der Folge eines prozyklischen Verhaltens. Harvard konnte sich dem Verkaufsdruck nicht entziehen. Investoren aber, die heute mit weiteren Private-Equity-Allokationen zuwarten oder bestehende gar abbauen, dürften ihren Entscheid in einigen Jahren wohl bedauern.

Die Fakten aus früheren Rezessionsjahren sprechen klar für ein anti-zyklisches Verhalten. In den Vintagejahren 1991 bis 1993 und 2001 bis 2003 lag die Rendite des 1. Quartals klar

über jener der übrigen Jahre. Eine einfache Erklärung ist, dass während einer Baisse die Selektion von Private-Equity-Projekten noch gründlicher erfolgt. Auch fallen die Finanzierungsbedingungen in Zeiten der Kapitalknappheit eindeutig zugunsten der Anleger aus. Im Falle von Harvard liegt denn auch der Grund für Zwangsverkäufe nicht in der Anlageklasse selbst, sondern darin, dass Margen für Derivate auf Rohstoffe und andere Anlageklassen in Schiefele aufgebracht werden mussten.

## **Langfristige Kernallokation**

Private-Equity-Anlagen stehen für institutionelle Anleger weiterhin als langfristige Kernallokation im Fokus. Kaum eine andere Anlageklasse kann mit ihrer Renditebeständigkeit mithalten. Anspruchsvolle Anleger verfügen über Liquiditätspläne und können es sich leisten, eine Basis von 5% und mehr in solchen nahezu illiquiden Anlagen zu halten. Dies zahlt sich derweil aus. Erzielten Manager von Private Equity in der Vergangenheit überdurchschnittliche Renditen, werden sie die guten Ergebnisse mit einer deutlich höheren Wahrscheinlichkeit wiederholen können als etwa Manager von Aktienportfolios. Ein fachkundiger aktiver Selektionsprozess schlägt sich bei Private Equity tatsächlich in einer Rendite nieder, die komfortabel über jener der öffentlichen Märkte liegt – und dabei zusätzliche Stabilität bietet.

Für diese Zusatzrendite gibt es verschiedene Erklärungen. Zwar sehen Verfechter liquider Märkte darin vorrangig eine Illiquiditätsprämie. Diese Sicht tut den Anlagen indes keinen Abbruch. Denn ausdauernde Investoren

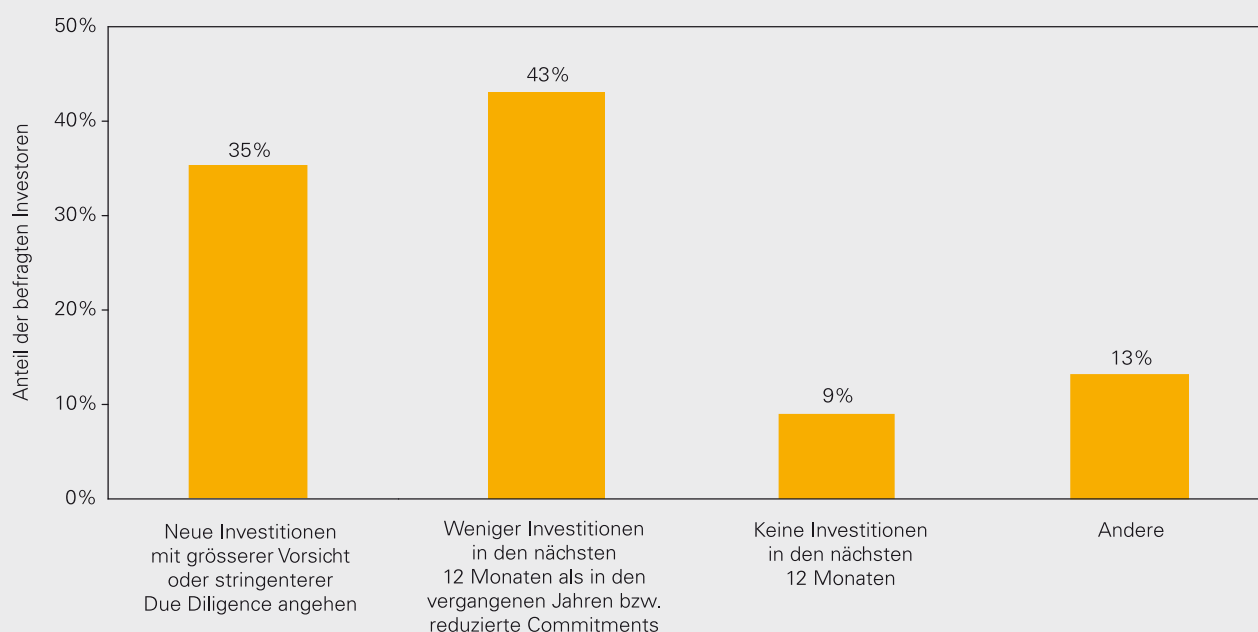
brauchen keine Liquiditätskompromisse einzugehen und schöpfen diese Prämien gerne ab. Der Schlüssel für die Überrendite liegt aber freilich in der Wertschöpfung. Studien zeigen, dass durch Private Equity finanzierte Unternehmen überdurchschnittlich innovativ sind, höhere Margen realisieren und mehr neue Stellen schaffen als kotierte Gesellschaften. Wissenschaftler sehen Private Equity als überlegenes Unternehmensmodell, da die Zielkonflikte zwischen Management und Aktionariat weit geringer sind als bei grossen Publikumsgesellschaften ohne massgebliche Einflussgruppen.

Viele bestehende Private-Equity-Beteiligungen wurden seit der Finanzkrise mit grösseren Abschlägen gehandelt. Anleger, die in der Lage sind, solche Secondaries einzuschätzen und selektiv zu kaufen, können auch jetzt noch davon profitieren. Kein Vergleich zur Situation, die sich noch vor zwei Jahren zeigte: Damals wurden Secondaries zu saftigen Prämien gehandelt, weil zu ungeduldige Investoren die bei Private Equity typische Startphase umgehen und Rückflüsse beschleunigen wollten. Gerade institutionelle Anleger sollten solche prozyklischen, überbeurteilten Beschleunigungsmanöver vermeiden können. Zudem gilt es, trotz der momentanen Discount-Chancen den systematischen Aufbau von Private-Equity-Programmen nicht zu vernachlässigen. An der Grundregel hat sich nämlich nichts geändert: Das eingesetzte Kapital ist systematisch über verschiedene Vintagejahre zu verteilen.

## **Planung der Commitments**

Eine konservative Haltung zahlt sich auch bei der Planung der Commitments aus. Da Kapital erst dann abgerufen wird, wenn es effektiv investiert wird, und Rückflüsse direkt an den

## Veränderung der Private-Equity-Investitionspläne nach der Finanzkrise



**Kein Ausstieg aus Private Equity: Für Investoren stehen insbesondere grössere Vorsicht und vorläufig verlangsamte Zuflüsse im Fokus.**

Quelle: Preqin Private Equity Investor Survey, August 2009, S.1

Investor zurückgehen, resultiert ein Investitionsgrad, der in der Regel unter der gewünschten Allokation liegt. Sogenannte Overcommitments können daher sinnvoll sein. Sie sollten jedoch so geplant werden, dass auch rezessive Phasen mit verzögerten Rückflüssen und verschobenen Börsengängen durchzustehen sind. Denn wer Commitments nicht mehr nachkommen kann, hat in der Regel die Qual der Wahl: das Investment weitgehend abzuschreiben oder es im Sekundärmarkt mit entsprechend grossem Abschlag zu verkaufen. Institutionellen Anlegern ist nahezulegen, mit konservativen Rückflussmodellen und Szenarien zu arbeiten und der Planung der Commitmenthöhe nicht weniger Gewicht beizumessen als der Managerselektion.

### Konstanz, Geduld und Zugang

Letztlich sollten sich Anleger von der Euphorie um einzelne Private-Equity-Paradebeispiele wie Google nicht täuschen lassen. Private Equity ist im positiven Sinne eine unspektakuläre Anlageklasse. Ihr Anlageerfolg hängt von den Faktoren Konstanz, Geduld und Zugang ab.

So erstaunt es nicht, dass im Spätsommer 2009, nachdem die grössten Beben der Finanzkrise verebbt sind, nicht mit einer Flucht aus Private Equity

zu rechnen ist. Langfristige Investoren halten an ihren Aufbauplänen fest und sprechen, wenn auch teils verlangsamt, weitere Commitments aus. Abgesehen von akuten Fällen – primär Finanzunternehmen mit dringender Priorität der Eigenmittelstärkung – blieb der zunächst befürchtete grosse Ausverkauf auf bestehenden Private-Equity-Engagements aus. Der Sekundärmarkt bot genügend Tiefe, um Insolvenzwellen auf bestehenden Private-Equity-Commitments zu vermeiden. Anlegern mit ausstehenden Commitments kam in diesem Jahr die Zurückhaltung der Private-Equity-Manager zu Hilfe.

Der Trend hält an, dass die General Partners die Geschwindigkeit ihrer Private-Equity-Investitionen anpassen. Sie tragen damit nicht nur einer noch höheren Selektivität der Engagements Rechnung, sondern auch dem Umstand verlangsamter Rückflüsse. Mit diesem sparsameren «Ausgabeverhalten» konnte die Branche potentiellen Liquiditätsengpässen der Anleger zuvorkommen. Im Vergleich zu den Boomjahren 2006 bis 2008 vor der Krise ist wieder mit längeren Fundraising-Perioden für neue Vehikel, typischerweise zwischen 12 und 18 Monaten, zu rechnen. Es darf auch spekuliert werden, dass Europa ein relativ höheres Wachstum der Mittelzuflüsse

für sich beanspruchen kann, da grosse Anleger wie Pensionskassen und Family Offices im Schnitt in US-Private-Equity eher Übergewichtet sind.

### Genug langfristiges Fremdkapital

Wer die Branche schliesslich aufgrund des ausgetrockneten Kreditmarktes frühzeitig für atemlos erklärte, muss mittlerweile ein differenziertes Bild entwickeln. Die Zeit der Mega-Buy-outs, während der die Kreditschwemme eine wichtige Rolle spielte, dürfte zwar vorerst vorbei sein. Ein grosser Teil der bestehenden Private-Equity-Transaktionen verfügt jedoch über genügend langfristiges Fremdkapital, um den sich für private Kreditnehmer nur zaghaft wiederbelebenden Kreditmarkt zu überstehen. In einzelnen Fällen unterstützen Private-Equity-Häuser gefährdete Transaktionen 2009 auch direkt oder mit Überbrückungskrediten wichtiger Partner. Die hohen Zinskosten solcher Kredite motivieren zur schnellen Rückzahlung.

Kurz: Als Anlageklasse hat Private Equity kaum an Bedeutung eingebüsst – die Wachstumschancen bleiben intakt. Die klassentypische Stabilität bei attraktiven Renditechancen dürfte gerade für langfristig orientierte Anleger auch künftig im Mittelpunkt stehen.

[www.claridenleu.ch](http://www.claridenleu.ch) ●