

ECOFIN on Alternatives

Private Equity –

Langer Atem und Sorgfalt bei der Umsetzung führen zum Ziel



Summary

Die Anlagekategorie Private Equity umfasst die Investition in privat gehaltene Firmen und ist seit Jahrzehnten fester Bestandteil institutioneller Portfolios. Wieviel investiert wird, variiert dabei stark in Abhängigkeit von Anlagephilosophien sowie dem regulatorischen Umfeld. Bei Schweizer Pensionskassen sind die durchschnittlichen Private-Equity-Allokationen bis dato eher tief. Es ist klar, dass anhand der spezifischen Situation einer Kasse beurteilt werden muss, ob eine Erhöhung sinnvoll ist. Generell kann aber festgehalten werden, dass sich das aktuelle Umfeld für Private Equity als besonders günstig herausstellen könnte: Die höchsten Renditen lassen sich oftmals mit Investitionen in den Jahren während und nach Finanzmarktkrisen und Rezessionen erzielen.

Entscheidend für den langfristigen Anlageerfolg ist allerdings nicht Markt-Timing, sondern kontinuierliches Investieren über Markt- und Wirtschaftszyklen hinweg.

Private Equity «kurz und bündig»

Wie ist Private Equity charakterisiert?

- Private Equity ist eine illiquide Anlageklasse. Einmal investiert, ist das Geld in der Regel mehrere Jahre gebunden. Ein vorzeitiger Ausstieg ist nur unter Inkaufnahme von substanziellen Abschlägen möglich.
- Die Bewertung von Private Equity erfolgt anhand von buchhalterischen Modellen, was generell zu gegenüber kotierten Anlagen geglätteten Preisbewegungen führt. Diese und weitere Eigenschaften sowie die Partizipation an Firmenwerten ausserhalb bzw. in Ergänzung zu den

gängigen Aktienindizes machen den Reiz von Private Equity für Pensionskassen und andere Investoren aus.

- Gemäss historischen Ergebnissen liegen die Renditen von Private Equity typischerweise über denjenigen kotierter Aktien. Dies lässt sich mit einer Prämie für die Illiquidität, einem teilweise höheren Verschuldungsgrad der Firmen oder der Wertgenerierung der Fondsmanager erklären. Private-Equity-Anlagen lassen somit hohe Renditen bei gleichzeitig hohen Risiken erwarten, die sich auch in substanziellen Wertverlusten niederschlagen können.
- Die Investition in Private Equity erfolgt in der Regel mittels zeitlich begrenzter Fonds: Fondsmanager sammeln bei Investoren Kapitalzusagen ein, rufen diese über ein paar Jahre hinweg ab und investieren sie in privat gehaltene Firmen, die sie zusammen mit deren Management entwickeln. Nach Erreichen der Entwicklungsziele werden die Firmen Schritt für Schritt wieder veräussert und das investierte Kapital inkl. Kapitalgewinne und -erträge fließt an die Investoren zurück. Ist die letzte Firma abgewickelt, wird der Fonds terminiert.
- Charakteristisch für Investments in Private Equity ist der der Form einer J-Kurve folgende Verlauf der Renditen auf dem investierten Kapital. In der Aufbau-Phase der Investments ist mit einer negativen Rendite zu rechnen, da dem investierten Kapital noch zu wenig Wertgewinne gegenüberstehen. Üblicherweise folgt der «break even» nach 3-5 Jahren.

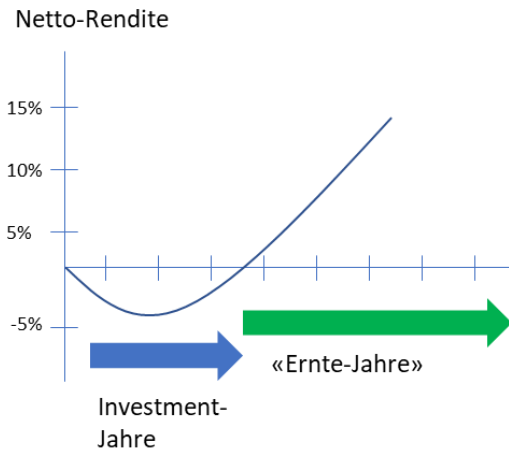


Abbildung 1: Die "J-Kurve"

- In der Regel beläuft sich die Laufzeit eines Fonds auf 10 bis 15 Jahre bei variierendem Investitionsgrad. Der Aufbau eines Private-Equity-Portfolios dauert in der Regel mehrere Jahre. Damit ein Investor kontinuierlich mit einem bestimmten Betrag oder einer bestimmten Quote investiert ist, müssen zudem periodisch neue Fonds gezeichnet werden.
- Aus Gründen der Risikodiversifikation ist zudem eine Streuung über Fondsmanager sowie Fonds-Startjahre anzustreben. Wichtig ist zudem die Diversifikation der in den Fonds gehaltenen Firmen über Branchen und Finanzierungsstadien hinweg. So sind «Venture»-Investitionen (junge Unternehmen) einiges risikoreicher als «Buy-Out»-Finanzierungen (etablierte Firmen, die netto Liquidität generieren).

Aufbau und Unterhalt eines Private-Equity-Portfolios

Kleinere und mittelgrosse Investoren erlangen ein gut diversifiziertes Private-Equity-Portfolio in der Regel mit Hilfe von Multi-Fonds-Produkten (Dachfonds, Anlagestiftungen für Pensionskassen). Die laufende Pflege des Fonds-Portfolios (Bedienung von Kapitalabrufen, Zeichnung von neuen Fonds) ist Teil dieser Produkte, d.h. der Investor kann die damit verbundenen Aufwände gegen Gebühr an den Manager des Produktes «outsourcen».

Für grössere Investoren kann es sinnvoll sein, ein Fonds-Portfolio in Eigenregie oder zusammen mit einem spezialisierten Berater zusammenzustellen. Man ist so näher an den Investitionen dran und kann spezifische

Wünsche umsetzen. Der interne Aufwand, den es dafür zu bewältigen gilt, ist allerdings nicht zu unterschätzen. Beim Kostenvergleich mit vorgefertigten Multi-Fonds-Produkten ist er unbedingt zu berücksichtigen, ansonsten man Äpfel mit Birnen vergleicht.

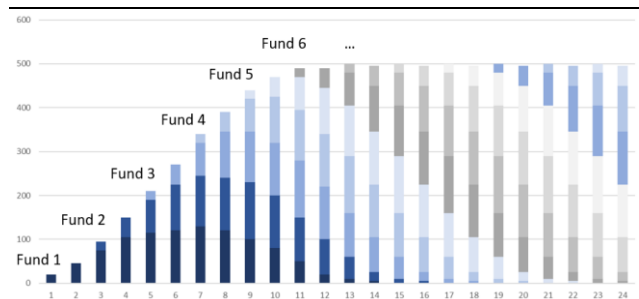


Abbildung 2: Portfolio mit zeitlich begrenzten Fonds

Beratungsangebot von ECOFIN

ECOFIN hat über die letzten Jahre diverse Kunden bei der Konzeption von Private Equity-Anlagen und der Wahl und dem Controlling von Managern und Produkten begleitet und beraten. Wir sind fachlich sehr erfahren und mit den relevanten Frage- und Weichenstellungen vertraut.

Wir können Sie und Ihre Institution auf verschiedenen Ebenen unterstützen.

Strategisches Investment Consulting: Konzept

Typische Fragestellungen und Situationen bei konzeptionellen Beratungen sind folgende Aspekte:

- Ausgangslage: Neuaufbau oder Weiterentwicklung eines bestehenden Portfolios
- Entscheide zum anzustrebenden Rendite- und Risikoprofil: Wahl der Strategiekomposition, Risikobandbreiten und -limite für Sektoren, Regionen, Sub-Strategien, Fremdkapitaleinsatz, Manager und einzelne Fonds und Direktanlagen (Co-Investments),
- Wahl der Umsetzungsformen
- Entscheide zu Dauer und Strukturierung der Aufbauperiode sowie der Folgeinvestments.
- Liquiditätsplanung
- Entscheide zum Nachhaltigkeitsprofil

Operatives Investment Consulting: Selektion Manager

Beim operativen Investment Consulting zu Private Equity-Anlagen geht es primär um die Auswahl der Fondsmanager und Berater. Wir betreiben eine umfangreiche und fortlaufende Analyse des Manageruniversums. Dies dient zum einen der Identifikation überdurchschnittlicher Manager, zum anderen sind die Kenntnisse zentral, um die Anlagephilosophie und den konkreten Anlageprozess der Portfoliomanager zu verstehen. Dies ist wiederum elementar, um den jeweils passenden Anlageverwalter für einen Kunden zu finden. Gerade im Bereich Private Equity mit der Illiquidität und langen Laufzeiten der Fonds sind sowohl die Stabilität der Prozesse des Managers, als auch eine stabile, vertrauensvolle Partnerschaft zwischen beiden Seiten wesentliche Erfolgsfaktoren für eine wertschaffende Anlagetätigkeit.

Selektionskriterien für Manager und Produkte können sein:

- Qualität und Stabilität der Firma und des Track Records des Investment-Teams
- Schlüssigkeit des Investment Case, der Anlagephilosophie, des Anlageprozesses und des Risikomanagements
- Interessenskongruenz zwischen dem Investment-Team und den Investoren
- Bewertungs-, Kauf- und Verkaufspolitik für die gehaltenen Anlagen; Transparenzgrad
- Höhe der Gebühren
- Juristischer, steuerlicher und operativer Set-Up der Umsetzungsform
- Aussagekraft des periodischen Manager-Reporting

Investment Controlling

Beim den Anlagekreislauf abschliessenden Investment Controlling geht es um die Erfolgsmessung und -beurteilung der Anlagen. Es wird eine Vielzahl von Kennzahlen und Indikationen zu Rate gezogen:

- Peer-Gruppen Analysen (Vintage-Jahre-Sicht).
- Analyse der Rendite-Dispersion
- Internal Rate of Return, PME, Direct Alpha, Multiples
- Reportings der Fonds-Manager bzw. Fund-of-Fund-Manager
- Spezialreportings der Depotbanken

Spezialisten von ECOFIN

Sind Sie interessiert unser Beratungsangebot kennen zu lernen? Unsere Spezialisten stehen für eine Offertanfrage oder ein unverbindliches Gespräch gerne zur Verfügung.



Marco Huber, dipl. phys., CFA, FRM, PRM,
marco.huber@ecofin.ch, + 41 43 499 3939



Jan-Ulrich Salchow, Dipl.-Ing., CFA, CAIA, jan-
ulrich.salchow@ecofin.ch, + 41 43 499 3939

März 2023

ECOFIN

ECOFIN Investment Consulting

Neumünsterallee 6

CHF-8032 Zürich

+41 43 499 39 39

Foto: pexels, Yan Krukau