

DISZIPLIN & AUSDAUER ALS SCHLÜSSEL ZUM ERFOLG

IVANA REISS

Private Equity hat in der Schweiz als Anlageklasse für Pensionskassen noch eine relativ junge Geschichte. Erfahrungen zeigen: Wer sich für eine Investition in Private Equity entscheidet, muss auf eine gute Fondsauswahl und eine disziplinierte Portfolio-Konstruktion achten. So lässt sich nachhaltig Mehrwert für die Pensionskasse erzielen.

Die Meinungen von Pensionskassen zu Investitionen in Private Equity gehen weit auseinander. Befürworter argumentieren mit breiterer Portfolio-Diversifikation und Zusatztertrag, Skeptiker führen Illiquidität und höhere Kosten im Vergleich zu tradi-



Ivana Reiss, CFA
Geschäftsführerin der Avadis Anlagestiftung, Baden.

tionellen Anlageklassen ins Feld. Ob eine Pensionskasse in Private Equity investiert und mit welcher Allokation sie sich verpflichtet, entscheiden einerseits die Risikofähigkeit der Pensionskasse und andererseits die Risikowilligkeit des Stiftungsrats.

Langfristige Investition

Der Gesetzgeber hat den Pensionskassen in der Schweiz eine Höchstquote für alternative Anlagen von 15 % des gesamten Anlagevolumens eingeräumt. Die Vorsorgeeinrichtungen sind bis jetzt aber eher zurückhaltend. Wie eine Studie von KPMG¹ aufzeigt, investierten Schweizer Pensionskassen 2009 im Schnitt lediglich 5.2 % ihres Portfolios in alternative Anlagen, davon weniger als 1 % in Private Equity. Eine solch marginale Allokation hat fast keinen Einfluss auf das Rendite-Risiko-Verhältnis eines Gesamtportfolios. Ganz anders in den USA, wo die Pensionskassen schon deutlich länger Erfahrungen mit dieser Anlageklasse gesammelt haben. Dort ist Private Equity mit durchschnittlich 5.1 % die bedeutendste Anlageklasse im Rahmen alternativer Anlagen.

Wer sich für Private Equity entscheidet, verpflichtet sich für einen Marathonlauf. Um die erwartete Rendite zu erzielen, ist Durchhaltevermögen gefragt. Der Investitionsentscheid sollte deshalb nicht inner-

halb der Überprüfung der strategischen Anlageallokation stets neu in Frage gestellt werden. Ein vorzeitiger Ausstieg kann die Pensionskasse teuer zu stehen kommen.

Grosse Qualitätsunterschiede

Im Vergleich zu börsenkotierten Aktien ist eine Investition in Private Equity mit zusätzlichen Risiken verbunden. Für die Bereitschaft, diese Risiken zu tragen, soll der Investor mit einem Zusatztertrag entschädigt werden. Gemäss einer Studie der Boston Consulting Group² weicht die durchschnittliche risikobereinigte Rendite der Private Equity-Märkte nicht stark von denjenigen börsenkotierter Aktien ab. Die Betonung liegt dabei auf dem Wort «durchschnittlich». Die erwähnte Studie hat ergeben, dass es durchaus Private Equity-Firmen gibt, die mit ihren Fonds regelmässig bessere Renditen nicht nur gegenüber ihren Mitbewerbern, sondern auch im Vergleich zu börsenkotierten Aktien erzielen.

Anders als bei kotierten Aktien zeigen sich bei Private Equity grosse Unterschiede in den Resultaten der Fonds. Die Auswahl der Beteiligungsgesellschaften ist also ein entscheidender Faktor für Investitionen in Private Equity. Deren Qualität hat einen stärkeren Einfluss auf die Gesamtpフォーマンス der Anlageklasse als die Marktlage oder andere Faktoren. Wie die Zah-

len von Cambridge Associates beweisen, kann der Unterschied zwischen den Private Equity Managern im Top-Viertel und jenen des letzten Viertels bis zu 20% ausmachen. Bei traditionellen Anlagekategorien wie Fixed Income oder Public Equity beträgt der Unterschied zwischen 3% und 10% (vgl. dazu Abbildung Seite 28 oben).

Portfolio-Konstruktion entscheidend

Neben der sorgfältigen Auswahl der Private Equity-Firmen ist eine disziplinierte Portfolio-Konstruktion entscheidend. Investitionen in Private Equity sind praktisch nicht zu «timen». Die übliche Investitionsperiode dauert bis zu fünf Jahre, die Realisierungsphase kann sich je nach Strategie über zehn Jahre erstrecken. Dies ist ein langer Zeithorizont, während dem sich das wirtschaftliche Umfeld drastisch verändern kann. Weil es zum Zeitpunkt der Zeichnung nicht möglich ist vorauszusehen, wie sich die Märkte über die Zeitdauer von mehr als einer Dekade entwickeln werden, ist eine breite Streuung über Investitionszeitpunkte, Segmente und Regionen unabdingbar.

Die Vorteile einer disziplinierten Portfolio-Konstruktion, breiter Diversifikation und konsequenter Manager-Selektion zeigt sich an folgendem Beispiel: Investor A ist ein disziplinierter Investor, Investor B ein Trendfolger. Beide haben sich im Jahr 1999 entschieden, je 100 Mio. USD in Private Equity zu investieren. Um das Beispiel zu vereinfachen, beschränkt es sich regional auf die USA.

- Der disziplinierte Investor A investiert die Summe gleichmässig über die drei Vintage-Jahre (Zeichnungsjahre) 1999, 2000 und 2001 und wählt jeweils folgende Allokation: 50% Buyout, 20% Venture Capital und 30% Special Situations (d.h. Distressed, Mezzanine und opportunistische Strategien wie Secondaries).
- Der Trendfolger-Investor B lässt sich durch die starken Renditen der Jahre 1997/98 im Venture-Bereich blenden und investiert 1999 den Betrag von 70 Mio.



AVADIS ANLAGESTIFTUNG

Avadis ist mit 7,5 Mrd. CHF an verwalteten Vermögen die grösste unabhängige Anlagestiftung der Schweiz. Sie führt seit 1998 ein auf Pensionskassen ausgerichtetes Private Equity-Programm mit zehn Anlagegruppen und über 800 Mio. USD zugesagtem Kapital. Avadis setzt das Programm zusammen mit dem Private Equity-Spezialisten Portfolio Advisors, LLC um. Die jüngste Anlagegruppe lancierte sie per 1. September 2011 mit 112 Mio. USD an zugesagtem Kapital. Diese Anlagegruppe ist noch bis Juni 2012 für weitere Investoren zur Zeichnung offen.

USD in folgende Allokation: 80% Venture Capital, 20% Buyout. Das restliche Kapital von 30 Mio. USD investiert er 2000 ebenfalls in 80% Venture Capital und 20% Buyout.

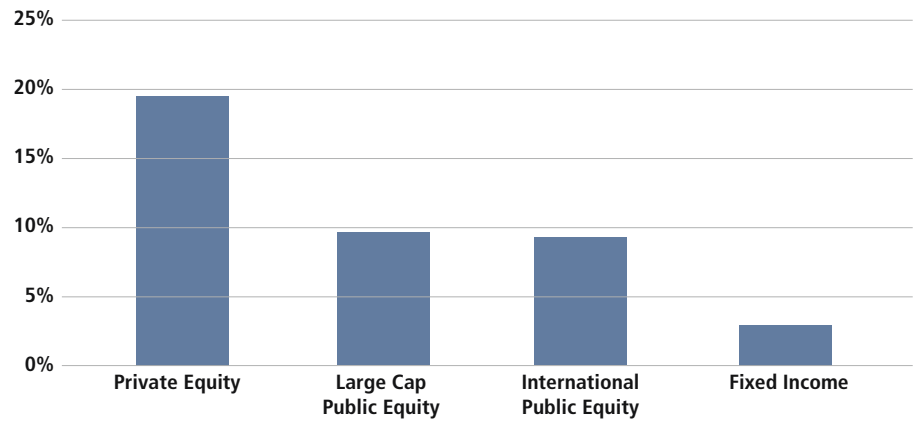
Wie vorhin dargelegt, sind sowohl die Fondsauswahl als auch die Portfolio-Konstruktion entscheidende Faktoren für den Erfolg der Investition. Die in der Tabelle rechts nachgerechneten Resultate anhand des Beispiels verdeutlichen dies. Bei gleicher Fondsqualität schlägt der disziplinierte Investor den Trendfolger um Längen. Je nach Qualität der ausgewählten Fonds relativieren sich die Verhältnisse.

Die Resultate dieser beiden Investoren lassen sich auch in Kontext zu Public Equity setzen. Wir treffen nun die realistische Annahme, dass beide Investoren ihre Fonds aus dem zweiten Viertel selektiert haben und vergleichen sie mit dem Russell 3000 Index. Der disziplinierte Investor A mit dem konsequenten Managerselektionsprozess hätte in diesem Fall die Public Equity-Anleger um mehr als 4% übertroffen, wie die Abbildung unten rechts zeigt.

Mit Private Equity kann man somit durchaus Mehrwert gegenüber Public Equity generieren, wenn gewisse Aspekte beachtet und bestimmte Regeln eingehalten werden: Wer in Private Equity investieren will, braucht nicht nur einen langfristigen Horizont. Eine disziplinierte Portfolio-Konstruktion sowie eine rigorose Manager-Selektion und der Zugang zu den besten Private Equity-Firmen sind für eine erfolgreiche Investition ebenfalls entscheidend.

Streuung 10-jähriger Renditen verschiedener Anlageklassen

Bei Private Equity ist der Qualitätsunterschied der Vermögensverwalter besonders gross. Während bei traditionellen Anlagen die Differenz zwischen 3% und 10% liegt, macht sie bei Private Equity bis zu 20% aus.



Quelle: Cambridge Associates, Berechnung durch Portfolio Advisors, LLC

Portfolio-Konstruktion und Manager-Selektion machen den Unterschied

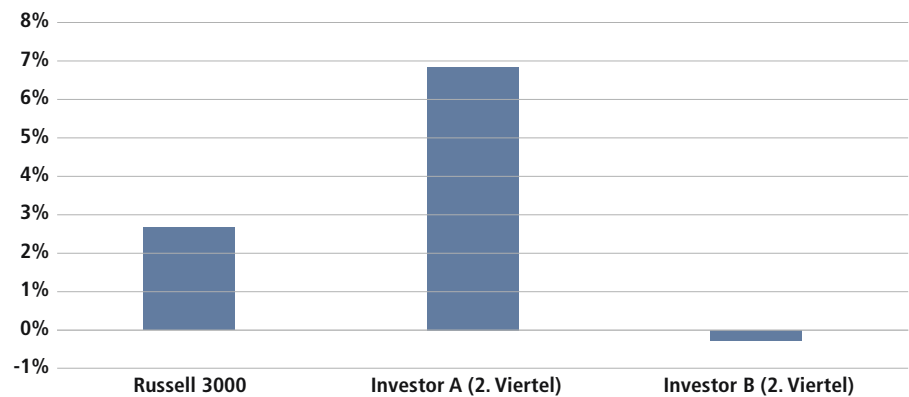
Vermeintliche Trends können sich schnell in geplatzte Blasen drehen. Diversifikation wie etwa über Investitionsjahre oder Stadien helfen, prozyklische Fallen zu umgehen.

| Manager-Selektion | Investor A «Diszipliniert» | Investor B «Trendfolger» | Differenz |
|-----------------------|----------------------------|--------------------------|-----------|
| Manager im 1. Viertel | 12.8% | 3.8% | 9.0% |
| Manager im 2. Viertel | 6.9% | -0.3% | 7.2% |
| Median | 2.2% | -3.0% | 5.2% |

Quelle: Venture Economics, Berechnung durch Portfolio Advisors, LLC

Vergleich der Renditen von Private Equity zum Index Russel 3000 (p.a.)

Private Equity lässt sich nicht «timen». Wer alles auf eine Karte setzt, kann wie Investor B leicht eine Bubble erwischen. Der disziplinierte Ansatz von Investor A mit breiter Diversifikation hingegen bringt die gewünschten Resultate.



Quelle: Bloomberg, Daten in USD; 12-Jahres-Periode bis 6/2011

1 KPMG, Asset Management bei Pensionskassen
 2 The Boston Consulting Group, The Advantage of Persistence