

Private Equity – Die Small-Cap-Illusion klären

Finanz und Wirtschaft, 22. Oktober 2016

Investoren durchliefen in den letzten Jahren bei Private Equity (PEHN 67.5 -0.74%) eine steile Lernkurve. Heute wird nicht mehr in Frage gestellt, ob in diese illiquide Anlageklasse nur mit kontinuierlicher Strategie und langfristigem Anlagehorizont erfolgreich investiert werden kann. Die Investoren haben sich damit auch von der Illusion verabschiedet, ihre Private-Equity-Anlagen timen zu können.

Allerdings gibt es weiterhin einige Irrglauben. Einer davon ist die Small-Cap-Illusion. Die Fehlannahme kann sowohl auf der Ebene der Private-Equity-Fonds als auch bei den unterliegenden Unternehmen beobachtet werden.

Im Markt besteht noch oft die Wahrnehmung, dass das Private-Equity-Universum weitgehend kleinkapitalisierte Gesellschaften umfasst. Möglicherweise liegt das an der Medienwirksamkeit der erfolgreichen Unternehmen, die es sozusagen über Nacht aus der Garage bis an die Börse geschafft haben. Das kann zu Fehlinterpretationen führen, beispielsweise der Meinung, Private Equity könne in einem diversifizierten Portfolio durch kotierte Small-Cap-Aktien substituiert werden. Doch die Risiken sind unterschiedlich. Investoren sollten daher auch entsprechende Risikoprämien erwarten.

Ein diversifiziertes Private-Equity-Portfolio ist hinsichtlich der Kapitalisierung und der Anzahl Zielunternehmen in der Regel breiter gefächert als kotierte Small Caps. Die niedrige Volatilität der Renditen eines Private-Equity-Bestands leistet ausserdem einen positiven Beitrag zur Begrenzung des Gesamtrisikos des Portfolios, auch wenn dies zum Teil aus der Bewertungsmethodologie und ihrer Verzögerung hervorgeht.

Auch in Bezug auf die Liquidität und die Abdeckung von unterschiedlichen Sektoren bietet Private Equity eine natürliche Erweiterung des kotierten Anlageuniversums. Daher haben beide – sowohl die kotierten Small Caps als auch Private-Equity-Investitionen – in einem diversifizierten institutionellen Portfolio absolut ihre Berechtigung.

Auf der Ebene der Private-Equity-Fonds hat sich nach der globalen Finanzkrise 2008 und der Korrektur der «Buyout Bubble» (Zeichnungsjahre 2005 bis 2007) die Meinung breitgemacht, dass die kleineren Buyout-Fonds attraktiver sind als die grossen und man diese daher meiden müsse. Das hat unter vielen Investoren zu einer Neuorientierung geführt: weg von Large- und hin zu Small- und Mid-Market-Buyout-Fonds mit einer Grösse von unter 3 Mrd. \$. Die Attraktivität der kleineren Fonds scheint naheliegend zu sein: Sie agierten offenbar in weniger umkämpften Märkten und konnten Unternehmen zu geringeren Bewertungen erwerben. Zudem sollten kleinere Gesellschaften mehr Möglichkeiten für wesentliche operative Veränderungen und damit zur Wertsteigerung aufweisen.

Die von Portfolio Advisors erstellte Gegenüberstellung des Netto-Multiple der Fonds (TVPI, Total (FP 44.015 -1%) Value to Paid) nach Fondsgrösse (160 Fonds von 1998 bis 2015) zeigt aber keinen evidenten Zusammenhang zwischen Fondsgrösse und Performance. Die grösseren Fonds haben im Median einen höheren TVPI und sind auch weniger volatil. Bei den kleineren sind zwar einige der höchsten TVPI des Datensatzes zu beobachten, aber auch eine grössere Streuung der Multiples.

Obwohl ein Segment phasenweise das andere übertreffen kann, ist es ratsam, Large und Small Buyouts in ein Private-Equity-Depot einzubeziehen. Wie viel Kapital dem einzelnen Segment zugeordnet wird, hängt von der Risikopräferenz des Investors ab und wird auch durch Aspekte der Portfoliokonstruktion beeinflusst.

Ivana Reiss, CIO Avadis Vorsorge und CEO Avadis Anlagestiftung