

Roundtable

Private Equity

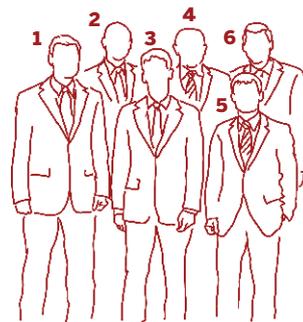


SPONSOR



TEILNEHMER

- 1 Martin Hammele** KPMG
Personalsorgestiftung, Geschäftsführer
- 2 Dr. Edouard Stucki** Towers Watson,
Leiter Investment Consulting
- 3 Dr. Stefan Hepp** SCM Strategic Capital
Management AG, CEO
- 4 Prof. Dr. Maurice Pedernana** Geschäftsführer
Seca und Professor für Finance & Banking an der
Hochschule Luzern – Wirtschaft
- 5 Heinz Achermann** Luzerner Pensionskasse,
Leiter Kapitalanlagen
- 6 Michael Lennert** Financial Times Ltd,
Moderator, Chefredaktor spn





spn: Was verstehen Sie unter Private Equity, Herr Professor Dr. Pedergnana?

Professor Dr. Maurice Pedergnana: Man sollte mit einer anderen Definition beginnen, nämlich mit der Frage: Was sind klassische Anlageklassen, Aktien und Anleihen? Damit schliesst man aber die historisch viel älteren und wichtigeren Anlageklassen Immobilien/Real Estate und Private Equity aus. Diese hat es seit Jahrtausenden gegeben, so, wie es seit Jahrtausenden private Unternehmer gibt. In den 50er Jahren des letzten Jahrhunderts entstand dann im angelsächsischen Raum eine Definition über die Handelbarkeit von Anlagen. Sie lautet: Dort, wo täglich Preise und Veränderungen gemessen werden können, handelt es sich um sogenannte „traditionelle“ Anlageklassen. Doch das ist eine irreführende, in den Köpfen allerdings fest haftende Definition, die zu falschen Anlagekonzepten geführt hat.

„PRIVATE EQUITY DARF MAN PRIMÄR SICHERLICH DEN ALPHA-INVESTMENTS ZUORDNEN.“

Dr. Edouard Stucki

spn: Was wäre die richtige Definition?

Pedergnana: Es geht primär um Equity, also um Unternehmensperspektiven und -beteiligungen. Ob nun eine Anlage kotiert ist oder nicht, spielt eine untergeordnete Rolle. Zwar gibt es Unterschiede, aber es gibt auch Public Equity, das vom Charakter her nahe bei Private Equity liegt und umgekehrt.

spn: Herr Dr. Stucki, wie ordnen Sie als Berater Private Equity ein?

Dr. Edouard Stucki: Kurz und knapp versteht man darunter Eigenkapitalinvestitionen in nichtkotierte Ge-

sellschaften, mit dem Zweck, die Kontrolle auszuüben – grundsätzlich, aber nicht immer. Doch diese Definition hilft insofern nicht weiter, als es Investments gibt, die aussehen wie Private Equity, es aber nicht sind, so etwa Immobilien. Hilfreicher ist es, wenn man Private Equity in Alpha- und Beta-Investments einteilt. Private Equity darf man primär sicherlich den Alpha-Investments zuordnen.

spn: Herr Dr. Hepp, wie sehen Sie es als Anbieter?

Dr. Stefan Hepp: Es gibt zum einen die semantische Definition. Private Equity ist Eigenkapitalbeschaffung ausserhalb der Börse. Zum anderen haben diese Begriffe in der Finanzindustrie eine Evolution erfahren. Heute ist die Private-Equity-Industrie eine Branche, die auch Fremdkapitalbeschaffung und ähnliche Transaktionen macht. Ihre Akteure treten

zudem als Investoren bei der Übernahme von börsenkotierten Gesellschaften auf. Aus Investorensicht unterscheiden sich Private-Equity-Fonds von traditionellen Aktienfonds durch die längeren Bindefristen, die durch die Fondsmanager in der Regel angestrebte Mehrheitsbeteiligung (Kontrolle) bei den Portfoliounternehmen und die Alpha-Orientierung.

spn: Herr Hammele, wie stehen Sie als Leiter einer Pensionskasse zu Private Equity?

Martin Hammele: Bei uns ist es eine „alternative Anlage“ als Teil der Anlagestrategie. Sie zeichnet sich durch gewisse positive und negative Eigenschaften aus. Positiv ist ihr Beitrag zur Diversifikation. An diese Anlageform stellen wir aber auch höhere Anforderungen, das heisst, die Risikoprämie muss höher sein im Vergleich zu traditionellen Anlageklassen. Negativ ist die Illiquidität, die uns sehr zu schaffen macht. So ist es ein Mythos, dass Pensionskassen langfristige Anleger seien, die einfach „durchpflügen“. Dem ist nicht so. Wir investieren zudem in einem engen, regulatorischen Korsett. Wir werden streng kontrolliert von Aufsichtsbehörden, aber auch mehr und mehr von den Versicherten.

spn: Herr Achermann, auch Sie vertreten eine Pensionskasse. Wie ordnen Sie Private Equity ein?

Heinz Achermann: Private Equity gehört bei uns in die Anlageklasse der alternativen Anlagen. Wir akzeptieren höhere Schwankungen, also höheres Risiko, im Vergleich zu den übrigen Anlagen. Private-Equity-Anlagen sind für uns langfristige Investitionen. Wir räumen dieser Anlageklasse mehr Zeit ein, erwarten dafür aber auch höheren Ertrag. Ich bin klar der Meinung, dass Pensionskassen zwar grundsätzlich langfristige Anleger sind, jedoch agil sein müssen, wenn sich Marktbedingungen ändern. Die Pensionskassen können und müssen einen langfristigen Anlagehorizont verfolgen, denn schliesslich besteht diese Langfristigkeit auch auf der Seite der Verpflichtungen.

spn: Wie viel Mehrertrag erwarten Sie?

Achermann: Wir müssen netto ein Prozent mehr als konventionelle Aktienanlagen erzielen. Dies ist das Minimum. Im Durchschnitt sollten aber 2 bis 3 Prozent Mehrrendite durchaus drinliegen.

spn: Herr Stucki, wie viel erwarten Sie als Consultant?

Stucki: Als Faustformel gelten 5 Prozent nach Kosten im Vergleich zu kotierten Märkten.

spn: Ist dies leicht zu schaffen?

Stucki: Es setzt voraus, dass man den richtigen Private Equity Manager findet. Die Streuung der Resultate ist nämlich gross.

spn: Private Equity sollte zu anderen Asset-Klassen negativ korrelieren, sonst macht das in einer Diversifikationsstrategie keinen Sinn. Doch korreliert Private Equity wirklich negativ?

Achermann: Ich mache diese Erfahrung nicht unbedingt. Die letzten paar Jahre zeigten, dass die Korrelation innerhalb der Anlageklassen deutlich zugenommen hat. Die Diversifikation hat nicht wünschensmass funktioniert, vor allem zwischen Private Equity und Public Equity nicht.

spn: Korreliert Private Equity mit Zeitverzögerung zu Aktienmärkten?

Achermann: Ja, dies hat damit zu tun, dass die Berichterstattung der Aktualität hinterherhinkt. Darin sehe ich auch ein Problem, nämlich dass Private Equity die Realität verzögert darstellt.

„DIE LETZTEN PAAR JAHRE ZEIGTEN, DASS DIE KORRELATION INNERHALB DER ASSET-KLASSEN DEUTLICH ZUGENOMMEN HAT.“

Heinz Achermann

Hammele: Es gibt noch einen weiteren Vorbehalt. Eine Stiftungsratslegislaturperiode beträgt oftmals drei oder vier Jahre. Wenn wir in ein solches Engagement direkt investieren würden, gäben wir die Investition für drei bis vier Legislaturperioden vor. Hinzu kommt die Frage der Bewertung: Wer bewertet Private Equity fair? Ist die Bewertung solid über so eine lange Zeitdauer? Wenn die Bewertung aber Spielräume zulässt, könnte man natürlich auch sagen: „Sei doch froh, dann kannst du bewerten, wie du willst. So bleibt dein Engagement immer stabil.“ Daran glaube ich aber nicht so ganz.

spn: Herr Pedernana, Sie sind Vorsitzender eines Verbandes, der sich für Private Equity einsetzt. Wie



Heinz Achermann ist Leiter Kapitalanlagen der Luzerner Pensionskasse. Er sieht in Private Equity eine interessante Anlageklasse, die sich den Versicherten gut erklären lasse. Man investiert schliesslich in Kleinunternehmen und in Jungunternehmen mit Entwicklungspotenzial, was volkswirtschaftlich sinnvoll sei. Seine Pensionskasse hat bisher 2 Prozent in Private Equity investiert – eine taktische Grösse. Achermann sagt, die Erwartung einer Mehrrendite von einem Prozent könne man höher schrauben. Seine Erfahrung zeigt, dass die Manager-Wahl das A und O eines Entscheids ist. Ein Problem bleibe die Gebührenfrage beziehungsweise die fehlende Kostentransparenz.

investieren Schweizer Institutionelle in Private Equity?

Pedernana: Generell gesagt investieren Institutionelle in der Schweiz praktisch gar nichts. Manche haben in der Vergangenheit schlechte Erfahrungen gemacht und damit den Ruf einer wertvollen Asset-Klasse nachhaltig geschädigt. Daran beteiligt waren auch grosse Pensionskassen. So ist beispielsweise die Beamtenversicherungskasse Zürich hochproblematische Engagements eingegangen. Ihr unprofessionelles Vorgehen hat uns immens geschadet und erschwert uns heute den Zugang zu Pensionskassen. Risikoaverse Stiftungsratsmitglieder und Pensionskassenleiter scheuen sich, langfristige, illiquide Engagements einzugehen. Heute wird viel zu viel kurzfristig gedacht – auch bei Pensionskassen – und so vergeben Investoren heutzutage viel Renditepotenzial.

spn: Herr Stucki, haben die Pensionskassen sich die Finger verbrannt und welches Image hat Private Equity heute?

Stucki: Ich beobachte eine gesunde Haltung gegenüber Private Equity, indem eine Pensionskasse sagt, sie habe die Kenntnis nicht, ein Unternehmen in einer Direktinvestition zu führen. Also

lässt sie lieber die Finger davon. Ein vorsichtiges Vorgehen zeigt sich wie folgt: In einem ersten Schritt definiert das Anlagegremium, ob es über entsprechendes Know-how verfügt. In einem zweiten Schritt prüft es das Engagement als solches und in einem dritten steigt es ein.

Pedernana: Mein Vorbehalt ist, dass selbst Pensionskassenberater in der Schweiz häufig wenig davon verstehen. Sie verhalten sich leider nach seltsamen Kriterien. Sie sollten zuerst einmal ihre traditionellen Kapitalmarkttheorien hinterfragen, nämlich weshalb ihre Strategien in einer jahrzehntelang positiven ökonomischen Entwicklung der Weltwirtschaft nur eine derart geringe, inflationsbereinigte Performance erzielten. Sie sind auf die Liability-Seite ausgerichtet und zeichnen sich durch unkundiges Verständnis über das gesamte Anlagespektrum aus. Ich bin deshalb froh, dass es professionelle Spezialisten für Private Equity gibt, die leider nur punktuell beigezogen werden.

spn: Herr Hepp, ist die Anlage zu komplex? Und frei nach Professor Pedernana: Verstehen die Pensionskassenberater Private Equity?

Hepp: Unsere Schweizer Kunden haben im letzten Jahrzehnt rund 4 Milliarden Schweizer Franken mit der SCM in Private-Equity-Anlagen investiert. Dabei sehen die Anlagereglemente unserer Kunden eine Gewichtung in der Asset Allocation von 4 bis 6 Prozent vor und verlangen in der Regel eine Mehr-Performance von

2 bis 4 Prozent gegenüber traditionellen Aktienanlagen. Unser Unternehmen betreut ausschliesslich Spezialmandate, welche sich auf Private Equity, Infrastruktur oder Immobilienfondsanlagen konzentrieren. In dieser Funktion haben wir mit den PK-Beratungsunternehmen sowohl bei der Mandatsvergabe als auch als Investment Controller zu tun. Natürlich sind sie keine Experten bei der Umsetzung von Private-Equity-Mandaten. Dafür hat es Spezialisten. Aber die PK-Berater verfügen durchaus über gutes Wissen, was diese Anlagekategorie betrifft, um ihre Aufgaben wahrzunehmen. Das Geschäft ist schwieriger geworden, sei es für Geschäftsführer wie auch für Stiftungsräte. Die Anforderungen an die Transparenz steigen. Es braucht eine gewisse Planung, allein weil lange Bindefristen entstehen. Bestandteil einer guten Mandatsbeziehung ist deshalb auch die laufende Schulung von neuen Stiftungsräten.

Stucki: Ich teile die Auffassung. Private Equity ist nicht trivial. Es braucht Spezialisten dafür.

spn: Verfügen Consultants über das nötige Wissen dafür?

Stucki: Ich möchte hier nicht über die Konkurrenz sprechen. Bei uns sind allein 15 Leute im Research damit beschäftigt, die richtigen Private Equity Manager zu finden. Die Beratung braucht Zeit, Verständnis und den Willen, einen weiten Anlagehorizont zu akzeptieren.

Achermann: Diese Einschätzung teile ich. Private-Equity-Anlagen brauchen Zeit, aber es braucht noch etwas: gute Partner. Wir haben auf diese Karte gesetzt. Es braucht die nötige Ausbildung dazu. Am Anfang war Private Equity als neue Kategorie kompliziert. Wir hatten Mühe, die Anbieter zu verstehen. Die Terminologie war nicht identisch zu traditionellen Anlagen, es wurde mit unterschiedlichen Begriffen operiert. Aber inzwischen bin ich nicht mehr der Meinung, dass Private Equity extrem komplex ist. Der Meccano ist überschaubar: Zu Beginn wird das Investment mittels Capital Calls aufgebaut, es folgt eine Überlappung von weiteren Zahlungen und ersten Rückzahlungen. Zum Schluss folgt die Phase der Rückzahlungen und damit der Exit. Die Performance ist am Anfang negativ, weil viele Kosten auf kleinem Anlagevolumen anfallen. Später steigt sie überproportional. Dies zeigt sich in der sogenannten J-Kurve. Komplex sind hingegen die Gebühren, da fehlt es an Transparenz. Komplex sind auch die Inhalte, also die Zusammensetzung der unterliegenden Portfolios.

„PRIVATE-EQUITY-ANLAGEN BRAUCHEN ZEIT, ABER ES BRAUCHT NOCH ETWAS: GUTE PARTNER.“

Heinz Achermann



Martin Hammele ist Leiter der KPMG Personalvorsorgestiftung. Er sagt, auf Seiten der Pensionskassen sei die Bereitschaft da, Private Equity als Anlage zu prüfen. Es brauche aber noch gute Argumente, um eine Anlagekommission zu überzeugen. Es müsste auch die Möglichkeit bestehen, mit kleineren Ressourcen einzusteigen. Auf das geniale Vehikel sei er bisher nicht gestossen. Direkt investiert seien die Illiquidität des Investments und die lange Laufzeit die Hauptprobleme, indirekt investiert die fehlende Transparenz der Kosten und Honorare.

Hepp: Ich stimme Herrn Achermann zu. Man muss aufpassen, dass man die Anlageklasse nicht zu kompliziert erscheinen lässt. Nein. Nach meiner Erfahrung haben Pensionskassenverantwortliche oft einen besseren Zugang zu Private-Equity-Anlagen im Sinne von „Was macht er mit meinem Geld?“, als dass sie eine Hedgefonds-Strategie durchschauen. Ein Beispiel: Wenn ein Private-Equity-Fonds Firmen übernimmt und saniert wie Bally oder Swissport, sind das Fälle, die ein Stiftungsrat versteht. Das ist weder intransparent noch abgehoben, sondern praktisch und nachvollziehbar.

spn: Wie investieren Sie in Private Equity?

Achermann: Wir sind vorsichtig dazugegangen, weil das für uns Neuland war. Wir führten zuerst viele Gespräche, ohne uns festzulegen. Vor rund sechs Jahren begannen wir mit dem gezielten Aufbau dieser Anlageklasse. Bis heute sind 2 Prozent unserer Anlagen in Private Equity investiert – eine taktische Grösse, die vermutlich weiterwachsen wird.

spn: Worin investieren Sie?

Achermann: Wir sind über Limited Partnerships und über Anlagestiftungen investiert, nicht aber direkt. Von direkten Private-Equity-Anlagen verstehen wir zu wenig und haben auch die nötigen Ressourcen dazu nicht.

spn: Gibt es Ergänzungen, Herr Stucki?

Stucki: Private Equity ist straightforward. Doch die Details, Verträge und Verpflichtungen, die man eingeht, sind schwierig zu verstehen. Da kann es sich lohnen, mit einer Fund-of-Funds-Lösung zu beginnen, wobei man da viel bezahlt, wenn man es als Lehrgeld betrachtet. In einer zweiten Phase geht man zu einer spezialisierten Beratung.

spn: Wie stark soll eine Pensionskasse in Private Equity investieren?

Stucki: Die Frage ist natürlich abhängig von der Versichertengruppe, vom Anteil der Rentner, von den Leistungsversprechen und weiteren Faktoren. Allgemein gesagt sind 5 Prozent Anteil am Anlagevolumen vertretbar.

spn: Gilt dies unabhängig vom Deckungsgrad?

Stucki: Das ist schwierig zu sagen und kommt auf den Einzelfall an. Wenn Sie eine Pensionskasse mit einem Durchschnittsalter von 30 bis 33 Jahren haben und kaum Rentner sowie einen Deckungsgrad von 100 Prozent – also an der Grenze –, dann kann Private Equity noch immer vertretbar sein, sofern es auf Kosten des Aktienanteils geht. Eine Rentnerkasse kann sich ein

solches Engagement nicht leisten, selbst wenn sie beim Deckungsgrad gut situiert wäre.

spn: Herr Pedernana, welche Aspekte muss man als Investor verstehen?

Pedernana: Man muss drei Ebenen verstehen: die Investition auf Portfolio-Company-Ebene, die Investition auf der Fonds-Portfolio-Ebene und die Investition auf Ebene Diversifikation von Fonds respektive Dachfonds-Ebene. Das heisst, geprüft werden muss, welche Branche und Region in Frage kommen. Wir müssen uns zudem im Klaren sein: Wenn man die blosser Erwartung von beispielsweise einem Prozent Überrendite hat und 3 Prozent der Assets zuordnen will, kann man es geradeso gut bleiben lassen. Wir glauben, dass mit der richtigen Selektion und Handhabe ein substanzieller Performance-Beitrag über längere Zeit geleistet werden kann. Und dies rechtfertigt dann auch einen höheren Anteil in der Asset Allocation. Wir sehen, dass es um die Governance von Private-Equity-Unternehmen besser steht als um die kotierten, dass Manager motivierter sind, in einem solchen Umfeld zu arbeiten. Zudem kennen wir Serial-Entrepreneurs und CEOs, also Manager, die über mehrere Fälle hinweg Unternehmen zum Erfolg bringen. Man investiert mit Private Equity in ein Netzwerk von Unternehmen, die deutliche Überrenditen schaffen. In diese Netzwerke kommt man nur hinein, wenn man grosse Beträge investiert.

spn: Herr Hepp, bei einer grossen Überrendite darf es auch etwas kosten, oder?

Hepp: Die Kosten von alternativen Anlagen sind in der Tat ein grosses Thema. Private-Equity-Anlagen sind angesichts von Management Fees von 1,3 bis 2 Prozent teuer. Diese Honorarsätze sind jedoch nur teilweise gerechtfertigt. Die Herausforderung beim Investieren in Private Equity ist es, jene Manager zu identifizieren, welche die operative Wertsteigerung bei Portfoliogesellschaften erzielen, die solche Honorare rechtfertigt. Investiert man mit solchen Managern, dann rechtfertigen die dauerhaft erzielten Mehrerträge durchaus die Honorare. Ich würde mir natürlich wünschen, dass die Private-Equity-Fondsmanager ihre Honorare senken. Dieser Trend ist jedoch nicht absehbar, da nach wie vor bei den sehr guten Managern die Investorennachfrage sehr stark ist.

spn: Herr Hammele, hat Sie Herr Hepp überzeugt?

Hammele: Wir sind eine sehr risikofähige Kasse, wenn auch im Verhältnis klein. Unser Anlagevolumen beträgt knapp 450 Millionen Franken. Bei einem 2-Prozent-Anteil wären das lediglich 9 Millionen – also zu wenig für diese Art von Investment. So stehen wir heute abseits von solchen Anlagen. Direkt investiert kämen zwei Probleme auf uns zu: zum einen die Vermögensverwaltungserträge bei Investitionen im Ausland, zum anderen die Dauer des Investments. Vertragswerke mit anderen Rechtssystemen sind oft sehr aufwendig und die Frage der Investitionssicherheit stellt sich in der Art von: „Was kommt in acht bis zehn Jahren auch aus regulatorischer Sicht auf uns zu?“ oder „Sind wir als Investor dann noch in gleichem Mass anspruchsberechtig?“

„DIE KOSTEN VON ALTERNATIVEN ANLAGEN SIND IN DER TAT EIN GROSSES THEMA.“

Dr. Stefan Hepp

„Bei zehnjährigen oder längeren Investments stellen zudem die Versicherten kritische Fragen wie: „Was soll eine so lange Investition, wenn ich mit einer Verweildauer von fünf Jahren im Unternehmen rechnerisch indirekt investiert wären solche Fragen weniger drängend, dafür aber diejenige nach der Transparenz: Wenn Private-Equity-Fonds nachvollziehbar erklären, wo die Kosten anfallen und was ihre Manager verdienen, hätte ich keine Mühe einzusteigen.“

Stucki: Private-Equity-Investitionen sind nachvollziehbar, aber nicht zu verniedlichen. Es ist nicht so, wie in Nestlé oder Novartis zu investieren. Als Pensionskasse ist man mit dieser Anlage illiquide, die Streuung der Resultate ist gross und man handelt sich ein Engagement über zehn Jahre Dauer ein.

spn: Der Vergleich von Immobilien zu Private Equity ist gefallen. Beide Anlageformen sind illiquide, doch an Immobilien gehen Anleger viel positiver ran als an ihr Gegenstück.

Stucki: Wenn in der Schweiz von Immobilien gesprochen wird, dann besteht die generelle Vorstellung von Wohnimmobilien in einem Renditebereich von 4 bis 6 Prozent mit einem wunderbaren Cashflow. Doch das ist ein privilegierter Teilbereich. Immobilieninvestitionen sind weit mehr als nur ein Engagement in Wohnimmobilien. Hinzu kommt, dass einem die Anlageform vertraut ist, denn jeder wohnt in einem Haus oder einer Wohnung.

Achermann: Das negative Image von Private Equity stammt von der Kategorie alternative Anlagen. Die sind ein „bisschen kompliziert und undurchsichtig“, da hat es „alles“ drin – Hedgefonds, Commodity und Private Equity –, so der Konsens im Publikum. Damit wird der Kategorie als Ganzes eine falsche Etikette verpasst.

Hepp: Ich verstehe die Skepsis. Sie ist die richtige Art, um ans Thema heranzugehen. Schliesslich kann ein falscher Entscheid in Private Equity nicht ohne grossen Verlust rasch rückgängig gemacht werden, im Gegensatz zu Aktienkäufen. Private Equity ist eine Anlagekategorie, wo Meinungsänderungen teuer zu stehen kommen. Es ist darum richtig, wenn die Verantwortlichen zweimal drüber nachdenken, bevor sie einen Entscheid treffen. Je gründlicher sich der Kunde



Dr. Edouard Stucki ist Leiter Investment Consulting bei Towers Watson. Er sagt, dass die Interessen eines Portfolio Managers von Private Equity grundsätzlich gleichgeschaltet seien mit denen des Investors. Eine Entschädigung im Verhältnis von einem Drittel des Gewinns für den Vermögensverwalter (inklusive Kosten) zu zwei Dritteln für die Vorsorgeeinrichtung, die das Risiko trägt, sei angemessen. Ein Vermögensverwalter solle „nicht reich werden an Gebühren, sondern durch Generierung von Alpha“.



Dr. Stefan Hepp ist CEO der SCM Strategic Capital Management AG in Zürich. Hepp erwartet von Private-Equity-Anlagen im Schnitt 5 Prozent Mehrrendite im Vergleich zu traditionellen Anlagen. Er sagt, die guten Erfahrungen in der Schweiz seien dazu geeignet, auch Kassen zu begeistern, die bisher in Private Equity nicht investiert haben. Der CEO von SCAM hat mit einzelnen grossen Pensionskassen in der Schweiz Programme aufgelegt, die Dritten zugänglich sind. Solche Zielfonds führen laut seinen Angaben zu deutlich günstigeren Kosten als Dachfonds.

damit auseinandergesetzt hat, desto besser ist dies intern abgestützt.

spn: Der Leiter einer grossen, öffentlichen Kasse sagte mir einmal: „Die Investition in Infrastruktur kann man den Leuten gut erklären, Private Equity aber nicht.“ Schafft es die Branche sich zu erklären?

Pedernana: Die eine Frage ist die Kommunikation, sie ist eine ganz grosse Herausforderung. Die andere Frage ist der Einstieg in ein solches Engagement, dieser kann gut gesteuert werden. Man muss ja nicht gleich von 0 auf 6 Prozent des Anlagevolumens aufstocken, man kann über einen Zeitraum von zwölf Jahren ein solches Engagement aufbauen und damit Vertrauen schaffen. Man bleibt auch de facto liquide. Hinzu kommt ein weiterer Aspekt, der eindeutig für Private Equity spricht: die Performance-Frage. Ich bin überzeugt, dass der Erwartungsdruck an Institutionelle steigen wird, mehr zu verdienen, als dies heute der Fall ist. Versicherte sind unzufrieden damit, was bisher erreicht worden ist. Wenn wir in einer Analyse der Weltwirtschaft schauen, womit am meisten Vermögen generiert worden ist, dann ist es mit Immobilien und privaten Unternehmen – und nicht mit Bonds oder Aktien. Nicht umsonst engagiert sich heute beispielsweise eine Yale-Stiftung deutlich mehr in Private als in Public Equity, weil sie überzeugt ist, dass auf die Dauer mit kotierten keine Über-Performance erzielt werden kann. Dies be-

dingt, dass man auf die kompetentesten Player weltweit trifft. Solche gibt es auch in der Schweiz.

spn: Nennen Sie Namen?

Pedernana: Es fliesst sehr viel Geld über Fund-of-Funds in private Unternehmen, weil in der Schweiz viel

„DIE EINE FRAGE IST DIE KOMMUNIKATION, SIE IST EINE GANZ GROSSE HERAUSFORDERUNG. DIE ANDERE FRAGE IST DER EINSTIEG IN EIN SOLCHES ENGAGEMENT.“

Professor Dr. Maurice Pedernana

Kompetenz vorhanden ist. Es sind dies rund ein halbes Dutzend Marktteilnehmer mit globalem Renommee. Eine grosse Kasse kann zudem ein massgeschneidertes Investment erwirken, das im Einklang mit dem Restportfolio steht. Wir reden hier von 50 Millionen Franken für Engagements und mehr.

Hepp: Wenn neue Anlageklassen auftauchen, herrscht am Anfang immer Euphorie. Danach kommt die Er-

nüchterung. Und schliesslich findet eine nüchterne und ausgewogene Beurteilung statt. Private Equity steht heute in der dritten Phase. Es gibt es schon lange genug, um einen vernünftigen Blickwinkel einzunehmen. Es gibt Pensionskassen in der Schweiz, die schon seit zehn Jahren oder länger in Private Equity investieren. Die machen das, weil die langfristigen Mehrerträge gegenüber Aktienanlagen überzeugen. Die Manager von Private-Equity-Fonds müssen operative Wertsteigerungen bei Portfoliounternehmen erzielen, um ihren Investoren auf längere Frist ein Alpha zu generieren. Manche haben gezeigt, dass sie das gut können, andere jedoch weniger. Die, die es nicht können, wären auch dann kein gutes Investment, wenn sie ihre Honorare halbieren würden. Die durchaus lange Erfahrung mit solchen Anlagen in der Schweiz erlaubt es zudem, sich bei der Auswahl von Anbietern stärker auf Referenzen und Fakten abzustützen, wodurch sich das Risiko von Pensionskassen, mit dem falschen Partner zu arbeiten, ebenfalls reduziert. Glaubt man den Umfragen, so führt dies auch durchaus zu einer wachsenden Bereitschaft, sich mit diesem Thema auseinanderzusetzen.

Achermann: Herr Lennert, Sie fragten, ob man den Versicherten Private Equity erklären kann. Man kann es. Ich erkläre es unseren Destinatären so: Mit Private Equity wird in Klein- und mittlere Unternehmen investiert und auch in Jungunternehmen mit Entwicklungspotenzial. Das ist volkswirtschaftlich sinnvoll und daher ein guter Grund, ein solches Engagement einzugehen.

Pedernana: Ein weiterer Aspekt spricht für Private Equity. Bei der Analyse eines Portfolios und seiner Diversifikation braucht es die Vorstellung darüber, welchen Leverage-Effekt man als Kasse eingehen will. Bei Immobilienfonds geht man beispielsweise einen Leverage von ungefähr 50 Prozent ein und bei kotierten Banken von ungefähr 90 Prozent. Wenn ich in einen Mid-Cap-Buyout-Fonds investiere, beträgt der Leverage-Effekt deutlich weniger. So kann auch Diversifikation betrieben werden.

spn: Machen wir ein konkretes Beispiel. Eine Pensionskasse mit einer Milliarde Franken Anlagevolumen will in Private Equity investieren und ist bereit, 5 Prozent dafür auszugeben. Wie beginnt ein solches Engagement?

Stucki: Als Erstes müssen in der Anlagekommission kompetente Leute sitzen. Sie müssen die Strategie festlegen. Will man in Venture Capital gehen? Will man Buyouts machen im Small/Mid-Cap-Bereich? Oder will man sich beispielsweise in den Emerging-Wealth-Sektor begeben. Es besteht auch die Möglichkeit, in Teilthemen zu investieren wie beispielsweise in Energie in den USA. Und schliesslich muss geklärt sein, ob man in einen Fund-of-Funds investieren oder spezifische Themen verfolgen will. Diese Definitionen sind gekoppelt an die Frage, welche Erträge erwartet werden.

spn: Was können Sie mir beispielsweise empfehlen?

Stucki: Ein Beispiel ist der im US-Gesetz genannte Energy Act aus dem Jahre 2005. Dieser sieht vor, dass in den USA grosse Investitionen in Netzwerke und Kraft-

werke erfolgen. Sie werden nicht nur staatlich, sondern auch privat finanziert. Ein anderes Beispiel sind Emerging Markets, wo sich Fondsmanager unbedingt lokal auskennen müssen. Zentral zu klären ist, ob die Kompetenz des Private Equity Managers auch wirklich die versprochene ist. Diese Klärung macht 80 Prozent des Entscheids aus. Danach prüft man die Finanzierung, den Zeitraum, die Mitsprache und die internen oder externen Ressourcen, um eine solche Position zu administrieren.

spn: Was kostet mich eine indirekte Investition von zum Beispiel 50 Millionen Franken? Nehmen wir als Beispiel Hedgefonds, die in der Regel 20:2 vorgeben: 20 Prozent Gewinnbeteiligung und 2 Prozent Festgebühr.

Stucki: Ein übliches Verhältnis ist: ein Drittel des Alpha für den Vermögensverwalter (inklusive Kosten) und zwei Drittel für die Vorsorgeeinrichtung, die das Risiko trägt. Die Idee ist, dass der Vermögensverwalter nicht „reich“ aus der Zahlung von Gebühren wird, sondern dass er seinen Gewinn aus dem Alpha erzielt.

Hepp: Wenn Sie – als Beispiel – 50 Millionen Franken investieren, dann müssen Sie sich im Klaren darüber sein, dass Sie mit diesem Betrag Anteile von vielleicht fünf bis sechs Fonds zeichnen können. Mehr geht nicht, denn dann wären die Beträge je Fonds zu klein. Die Frage stellt sich nun, ob das genug diversifiziert ist. Direkt in einzelne Fonds investieren ist günstiger, investieren in Dachfonds schafft eine bessere Diversifikation, kostet aber mehr. Dachfonds verlangen eine Management-Gebühr, die oft zwischen 0,8 und 1 Prozent liegt, und nehmen 5 Prozent des Gewinns zusätzlich. Bei Dachfonds haben viele Investoren in den letzten Jahren die Erfahrung gemacht, dass die zusätzliche Gebührenkomponente den Mehrertrag auffrisst. Die Diskussion ist also nicht: „Gibt es eine Mehr-Performance bei Private-Equity-Anlagen?“, sondern: „Was bleibt für den Investor von dieser Mehr-Performance übrig?“ Ich erwarte, dass die Gebühren von Dachfonds und die Fähigkeiten der Dachfondsmanager, bei der Selektion der Private-Equity-Fonds auch nachweisbar Mehrwert zu generieren, in Zukunft kritischer hinterfragt werden.

Pedernana: Ich finde die Fee-Diskussion auch merkwürdig, denn wenn Sie beispielsweise in Apple investieren, dann haben Sie keine Möglichkeit, die Entschädigung von Steve Jobs zu diskutieren. Oft haben kotierte Unternehmen Salär- und Incentive-Strukturen, die deutlich teurer sind als bei Private Equity. Belegt ist, dass ein Manager, der seine Leistung nicht erbringt, im Bereich Private Equity schneller weg ist als in Public Companies.

spn: Wie finde ich einen guten Private Equity Manager?

Hepp: Sie müssen in lokalen Märkten vernetzt sein und brauchen Analysten, die verstehen, wodurch Erfolg zustande kommt. In Boom-Zeiten ist das nicht so einfach, denn dann verdienen auch solche viel Geld, die nichts können.

Hammele: Pensionskassen haben grundsätzlich nicht ein Problem mit der Höhe der Fee, sondern mit der Kostentransparenz. Was die Qualität der Manager betrifft, gibt es bei Private Equity eine zusätzliche Schwierigkeit: Man weiss nicht, ob der „Super-Manager“, der heute dran ist, auch noch in fünf Jahren gut sein wird. Was mache ich, wenn ein Manager seine Leistung nicht mehr erbringt? Dann bin ich im Investment gefangen und ein vorzeitiger Ausstieg kommt die Kasse teuer zu stehen.

Hepp: Wie kann man ein guter Partner sein? Indem man selber Investor ist. Das Fleisch muss über demsel-

„PENSIONSKASSEN HABEN GRUNDSÄTZLICH NICHT EIN PROBLEM MIT DER HÖHE DER FEE, SONDERN MIT DER KOSTENTRANSPARENZ.“

Martin Hammele

ben Feuer grilliert werden. In unserem Unternehmen sind die Leute, die für die Kundenanlagen verantwortlich sind auch Partner unseres Unternehmens. Das schärft den Sinn für die langfristige Entwicklung und wirkt dem Bonus- oder kurzfristigen Erfolgsdenken entgegen.



Bei der Kategorie der Zielfonds achten wir zudem darauf, dass diese Ehen auch geschieden werden können. Da gibt es beispielsweise Schlüsselersonen-Klauseln in den Verträgen, das heisst, wenn

wichtige Funktionsträger gehen, wird auch nicht mehr investiert und der Fonds im Zweifelsfall liquidiert. Man sollte sich für diese Situation vorsehen.

Pedernana: Langfristige Incentives sind in diesen Fondsstrukturen gegeben. Die Interessen des Investors sind gewahrt. Wir hatten vor zehn Jahren die Incentivierung an einer einzelnen Transaktion. Das war falsch. Heute wird der Erfolg an der Gesamt-Performance gemessen. Betrachten wir zudem die wahren Verhältnisse der Honorare. Wenn wir über grössere Buyout-Häuser in der Schweiz sprechen, etwa Capvis, Zurmont Madison oder CGS Management, dann reden wir von absolut üblichen KMU-Führungskräftealären und nicht über Millionenentschädigungen, die Schlagzeilen erzeugen. Ein Private Equity Manager steht zudem unter dem Erwartungsdruck, in mittlerer Frist ein gutes Resultat zu erzielen. Alle vielleicht drei bis vier Jahre will er einen neuen Fonds gründen. Dafür braucht er kontinuierlich einen guten Leistungsausweis. Ein solcher ist nicht zu erbringen, würde er sich in ungebührlicher Weise am Fonds bedienen.

Hepp: Nicht selten ist das Managementteam eines Fonds der grösste Investor einer Private-Equity-Beteiligung. Zeigen Sie mir einmal einen Bankfonds, wo der Portfolio Manager der grösste Investor der von ihm verwalteten Anlage ist. Sein Gehalt wird an der Gesamt-Performance nach zwölf Monaten gemessen oder an neuen Mittelzuflüssen in den Fonds. Er hat einen Zwölf-Monats-Bonushorizont. Sie sehen: Das ist eine völlig andere Industrie und man unterschätzt die negative Wirkung solcher traditioneller Fondsstrukturen. Bei guten Private-Equity-Fonds besteht in einzelnen Fällen sogar die halbe Anlage aus Geldern der Partner. Die Interessen der Ertragsorientierung sind gleichgeschaltet.

Stucki: Diese Nuance zeigt die Schönheit von Private Equity. Wir grillen beide am selben Feuer. Die Kostendiskussion beschränkt sich darauf, dass der Investor einen fairen Anteil an der Überrendite erhält.

spn: Wie bewertet und reportet man solche Anlagen sinnvoll?

Pederngana: Ich denke, dass bis heute mehrere Aspekte vernachlässigt sind, so etwa Leverage, Liquidität und die Position im Lebenszyklus. Wenn Pensionskassen diese Kriterien in ihrer Beurteilung von Banken und Versicherungen angewendet hätten, so wären sie zum Schluss gekommen, dass solche Sub-Portfolios mit viel zu viel Fremdkapital operierten und zu wenig diversifiziert waren. Eine solche Analyse hätte zwingend eine Reduktion der Anteile an diesen Branchen zur Folge gehabt. Die grossen Verluste

„DIESE NUANCE ZEIGT DIE SCHÖNHEIT VON PRIVATE EQUITY. WIR GRILLEN BEIDE AM SELBEN FEUER.“

Dr. Edouard Stucki

in der Finanzkrise wären den Versicherten erspart geblieben. Eine Swiss Re beispielsweise war zu einem gewissen Moment mehr Investmentbank denn Versicherung. Zwar war ihre Aktie liquide, ihre Aktiven aber nicht. Da sehe ich keinen Unterschied zwischen einem Engagement in Public oder Private Equity. Analytisch käme man so zum Schluss, den Public Market ebenso kritisch zu beurteilen wie den Private Market.

spn: Wie geht man mit der Illiquidität um? Und welcher Leverage-Effekt ist normal?

Achermann: Illiquidität beziehen wir in die Strategie ein, Aktien und Obligationen betrachten wir generell als liquide, Hedgefonds als eher illiquide und Immobilien und Private Equity als illiquide. Die Leverage-Betrachtung fehlte bis vor kurzem noch in der Analyse



Prof. Dr. Maurice Pederngana ist Geschäftsführer des Verbandes Swiss Private Equity (Seca) und Studienleiter am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern. Seine Analyse der Weltwirtschaft zeigt, dass die meisten Vermögen von Immobilien und privaten Unternehmen generiert worden sind – und nicht von Bond- oder Aktienanlagen. Bei einer Berücksichtigung von Leverage, Liquidität und der Position im Lebenszyklus der Anlagen müsste eine Pensionskasse zwingend zum Schluss kommen, dass in Private Equity zu investieren vorteilhaft sei. Auf die Dauer könnte mit einer Überrendite von 5 Prozent gerechnet werden.

eines Private-Equity-Portfolios. Wir haben begonnen, dies nachzufragen.

Hammele: Für Pensionskassen sind – aus unserer Sicht – 15 oder 20 Jahre kein realistischer Anlagehorizont. Wir investieren nicht heute in künftig benötigte Altersheime in Indonesien. Wir sind da wesentlich kurzfristiger aufgestellt.

spn: Obwohl das Durchschnittsalter Ihrer Versicherten 33 Jahre beträgt? Sie könnten sich langfristige Engagements leisten.

Hammele: Wir könnten uns diese tatsächlich leisten. Ich sage ja nicht, dass Langfristigkeit nicht wünschbar ist, ich schildere bloss die heutigen Tatsachen. Eine Überlegung, dass in Schwellenländern eine sich ändernde Altersstruktur die Nachfrage verändern wird und man dort jetzt investieren soll, um in 20 Jahren davon zu profitieren, eine solche Überlegung kann ich schlichtweg vergessen. Einem Versicherten, der im Schnitt drei bis fünf Jahre im Unternehmen bleibt, kann ich nicht erklären: „Verzichte jetzt, dafür machen wir langfristig etwas Tolles, das dann 2030 eine hohe Rendite bringt.“ Der langfristige Anlagehorizont bei Pensionskassen ist ein Mythos.

Hepp: Private Equity ist nicht in jedem Fall illiquide, sondern es gibt einen aktiven Sekundärmarkt. Jedoch variieren die Diskonte gegenüber dem Net Asset Value sehr zyklisch. 2008 oder 2009 wäre der Verkauf von Private-Equity-Fondsanteilen eine schlechte Idee gewesen. Heute können Sie solche Investments oft ohne Abschlag loswerden. Verkäufe dauern geschätzt drei Monate und müssen verhandelt werden.

Pederngana: Wer es als kleinere Pensionskasse wagen will einzusteigen, dem rate ich, in ein gut strukturiertes Portfolio von Familienunternehmen zu investieren. Auch bei diesen ist die Governance in der Regel besser als bei kotierten Unternehmen.

spn: Zum Schluss, ist Private Equity transparent?

Hepp: Private Equity ist sehr transparent. Wer eine Firma kauft, kann dies nachweisen, ganz im Gegensatz etwa zu Madoff, wo ein Trading-Buch nie existiert hatte. Die Bewertung von Private Equity ist rational, da sie sich auf die effektive Geschäftsentwicklung (Ebitda) abstützt, vielleicht ist diese Bewertungsmethode sogar rationaler als die von kotierten Unternehmen. Auch die Kosten, die anfallen, lassen sich sehr genau aufschlüsseln. Wichtig ist, dass die Kunden detailliert und verständlich investiert werden. Dies ist eine Leistung, die der Partner, der für Pensionskassen Private-Equity-Anlagen umsetzt, erbringen muss.

spn: Sehr geehrte Herren, vielen Dank für die engagierte und offene Diskussion. ■