

Anlageklasse Private Markets

Sammelband 2020

SECA Booklet
no. 15

PRIVATE EQUITY



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

The Swiss Private Equity & Corporate Finance Association (SECA) is the representative body for Switzerland's private equity, venture capital and corporate finance industries. SECA has the objective to promote private equity and corporate finance activities in Switzerland. Meanwhile, SECA has a strong base of more than 500 members, which is composed of several investment companies, banks, corporate finance advisors, auditing companies, management consultants, lawyers and private investors.

SECA Booklet no. 15

April 2020

Publisher

SECA – Swiss Private Equity &
Corporate Finance Association
Suurstoffi 1
CH-6343 Zug

Production

Druckerei Odermatt AG
6383 Dallenwil, Switzerland
www.dod.ch

Print run: 700

Printed in Switzerland

For further questions:

info@seca.ch

+41 41 757 67 77



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Anlageklasse Private Markets



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Preface

Preface

Die Anlageklasse Private Markets

Private Markets (oder Privatmarktanlagen) sind ein Überbegriff für Kapitalanlagen, die nicht über eine Börse öffentlich verfügbar sind.

Zu Private Markets zählen Investitionen in Firmen, die nicht an einer Börse kotiert sind (Private Equity), Anleihen, die nicht an einer Börse kotiert sind (Private Debt), sowie nicht-kotierte Infrastrukturanlagen (Private Infrastructure) und Immobilienprojekte (Private Real Estate).

Vorteile für Investoren

Einige der weltweit grössten langfristig orientierten Investoren wie Canada Pension Plan oder die Universitätsstiftungen von Harvard, Stanford und Yale haben Private Markets Zielallokationen um 20% und erzielen jährliche Durchschnittsrenditen von 10%. Sie begründen ihre höhere Allokation zu Private Markets mit der erwarteten Überrendite, den Diversifikationsvorteilen und ihrem langen Anlagehorizont.

Institutionelle Investoren können Private Markets nutzen, um ihre Rendite zu steigern und durch die zusätzliche Diversifikation ihr Risiko zu optimieren. Nach unserer Einschätzung sollte die Private-Markets-Zielallokation von langfristig orientierten institutionellen Investoren 6-10% betragen.

Schweizer Heimvorteil

Schweizer Investoren profitieren von einem klaren Heimvorteil: Die Schweiz ist einer der globalen Hauptstandorte der Private Markets Industrie. Einige der weltweit grössten und anerkanntesten Private-Markets-Anbieter wie Ardian, Avadis, Capital Dynamics, LGT Capital Partners, Partners Group oder

Schroder Adveq haben ihren Sitz in der Schweiz. Das benötigte Knowhow für die Anlageklasse liegt bei uns somit direkt vor der Haustüre.

Diese Publikation bietet eine Auswahl an Publikationen dieser Anbieter. Sie wird interessierten Investoren kostenlos zur Verfügung gestellt.

Private Markets Seminarangebot

Die SECA bietet zudem Seminare für institutionelle Investoren zum Thema Private Markets an. Die Seminare verstehen sich als Einstieg in die Anlageklasse und umfassen die Bereiche Private Equity, Private Debt, Private Real Estate und Private Infrastructure. Interessierten Investoren erhalten dabei einen Überblick zum Markt und den Chancen und Risiken. Anhand von Fallstudien wird die Funktionsweise von Investitionen in Private Markets aufgezeigt.

Die Seminare werden von Prof. Dr. Maurice Pederghana und Dr. Teddy Amberg geleitet. Sie dauern einen halben Tag und finden in Zusammenarbeit mit dem Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern statt. Die Vorträge und Schulungsunterlagen werden in deutscher Sprache gehalten (in Genf in französischer Sprache).


Im Jahr 2019 wurden Seminare durchgeführt (Genf, 2x Zürich, 2x Zug-Rotkreuz). Die Teilnehmenden an den Seminaren waren Vertreter von institutionellen Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen, Family Offices, Banken und Privatbanken, Vermögensverwalter sowie einige interessierte Einzelpersonen.

Aufgrund des positiven Feedbacks der Teilnehmenden wurde die Seminarreihe für das Jahr 2020 auf sechs Seminare ausgebaut (Bern, Genf, 2x Zürich, 2x Zug-Rotkreuz).

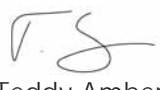
Weitere Informationen und Seminararbeiten

Die SECA unterstützt institutionelle Investoren mit Informationsmaterial und Schulungen zum Thema Private Markets. Die nächsten Seminararbeiten und weitere Informationen stehen unter www.private-markets.ch sowie unter www.seca.ch zur Verfügung.

Zug/Rotkreuz, April 2020



Maurice Pedernana
SECA General Secretary
Prof.Dr.oec.



Teddy Amberg
Referent
Dr. phil.



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Content

Content

General

Capital Dynamics: Wendepunkt erreicht: ESG wird zur potenziellen Renditequelle

Avadis: Kostenberechnung bei Private Equity

Private Equity

Partners Group: Private Markets Navigator

LGT Capital Partners: Private Equity – eine Einführung

Schroder Adveq: US small buyouts: Exploiting inefficiencies in the world's most efficient economy

Capital Dynamics: Erfolgreiche Positionierung von Co-Investments über Marktzyklen

Portfolio Advisors: PA Insights: the Advantages of Primary Fund Investing

Portfolio Advisors: PA Insights: Private Market Secondaries

LGT Capital Partners: Introduction to Secondaries

Unigestion: A quantitative approach to private equity fund selection

Avadis: Wiederaufblühen des Venture-Markts

Schroder Adveq: Diese Chancen stecken in Early Stage-Wagniskapital

Avadis: Listed Private Equity

Private Debt

LGT Capital Partners: Private Debt – eine Einführung

Private Infrastructure

Capital Dynamics: Erneuerbare Energien: attraktiv auch ohne Subventionen

Reichmuth: Infrastruktur etabliert sich als eigene Anlageklasse



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

General

The logo for SECA, consisting of the letters "SECA" in white, bold, sans-serif font, centered within a solid red square.

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Capital Dynamics

Wendepunkt erreicht: ESG wird
zur potenziellen Renditequelle



Capital Dynamics is an independent global asset management firm focusing on private assets including private equity, private credit, clean energy infrastructure and clean energy infrastructure credit. Capital Dynamics offers a diversified range of tailored offerings and customized solutions for a broad, global client base, including corporations, family offices, foundations and endowments, high net worth individuals, pension funds and others. The firm oversees more than USD 16 billion in assets under management and advisement. Capital Dynamics' roots go back to 1988, the year our predecessor (Westport Private Equity) was founded in the UK. Our headquarters were established in Zug, Switzerland in 1999. The firm employs approximately 160 professionals globally and maintains offices in New York, London, Tokyo, Hong Kong, San Francisco, Munich, Milan, Birmingham, Dubai and Seoul. In 2019, Capital Dynamics was awarded the highest corporate rating (A+) from the UN-supported Principles for Responsible Investment, while the firm's clean energy infrastructure platform received top rankings from GRESB (the ESG benchmark for real assets) for commitment to sustainability. For more information, please visit: www.capdyn.com.

NOVEMBER 2019

WENDEPUNKT ERREICHT: ESG WIRD ZUR POTENZIELLEN RENDITEQUELLE

Capital Dynamics hat als Erstunterzeichner der von den Vereinten Nationen unterstützten Principles of Responsible Investment (PRI) schon früh die Kriterien „Environment Social Governance“ (ESG) in ihre Richtlinien übernommen. Dahinter stand ein doppelter Wunsch: gesellschaftliche Verantwortung zu übernehmen, indem wir uns für Best Practices auf den privaten Investmentmärkten einsetzen, und zugleich dem zunehmenden aufsichtsrechtlichen Druck im Zusammenhang mit ESG zu begegnen, dem sich unsere institutionellen Investoren stellen müssen. Ebenso wichtig war unsere Hypothese, dass verbesserte Ansätze für verantwortungsbewusstes Investieren risikobereinigt zu höheren Erträgen für unsere Kunden führen.

Seit der Einführung der PRI im Jahr 2006 haben Privatinvestoren die ESG-Prinzipien nicht immer konsequent angewendet, aber *jetzt ist ein Wendepunkt erreicht*. Umwelt, Soziales und gute Unternehmensführung zu berücksichtigen ist nicht mehr ein "Nice-to-have", sondern wird zu einer Grundbedingung bei der Auswahl von Vermögensmanagern und bei Investmententscheidungen auf den privaten Märkten.

Im folgenden Artikel untersuchen wir diesen Paradigmenwechsel unter verschiedenen Aspekten:

- I. **Begriffsverwirrung: Was ist eigentlich „ESG“?**
- II. **Was steckt hinter dem gegenwärtigen ESG-Boom?**
- III. **Vorschlag für einen quantifizierbaren ESG-Ansatz**
- IV. **Geografische Unterschiede beim ESG-Engagement**
- V. **Aktuelle ESG-Trends in Europa, den USA und Asien**

I. BEGRIFFSVERWIRRUNG: WAS IST EIGENTLICH „ESG“?

In der Überschrift dieses Abschnitts haben wir die Abkürzung „ESG“ bewusst in Anführungszeichen gesetzt, denn sie wird oft undifferenziert als Sammelbegriff für alle Anlagestrategien verwendet, die auf irgendeine Weise Umwelt-, Sozial- oder Governance-Faktoren berücksichtigen. Tatsächlich gibt es bei den *Anlagezielen* wichtige Unterschiede zwischen Responsible Investment (RI) und Socially Responsible Investment (SRI) sowie Impact Investment (siehe Kasten: ESG-Terminologie erklärt). RI konzentriert sich als Anlagekonzept darauf, ein attraktives Risiko-Rendite-Profil zu erzielen, indem die ESG-Faktoren eines Investments gemessen und bewertet werden. SRI hingegen ist ein wertebasierter Investmentansatz, bei dem ein Manager die Überzeugungen und Wünsche der Anleger hinsichtlich bestimmter ESG-Faktoren in seine Investmententscheidungen einbezieht. Impact Investing schliesslich versucht, ausser dem finanziellen Ertrag auch eine positive Veränderung für die Umwelt oder die Gesellschaft zu erreichen.

Historisch gesehen hat Impact Investing nicht die Renditen konventioneller Private Equity - Anlagestrategien erreicht. Laut einer Studie von Cambridge Associates und dem Global Impact Investing Network (GIIN) aus dem Jahr 2015¹ erzielten Impact Funds für die Jahre 1998 bis 2010 insgesamt einen Netto-IRR von 6,9% und lagen damit um 120 Basispunkte hinter der Vergleichsgruppe aus konventionellen privaten Investments. Wären Investitionen in den Informations- und Technologiesektor einbezogen worden, wäre die Underperformance noch höher ausgefallen. Dieses Ergebnis überrascht nicht, da das Mandat von Impact Investing, wie oben beschrieben, nicht nur den finanziellen Erfolg, sondern darüber hinaus vorteilhafte soziale oder ökologische Auswirkungen anstrebt.

Es ist anzunehmen, dass mit der Weiterentwicklung

ESG-TERMINOLOGIE ERKLÄRT

Responsible Investment (RI): Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren (ESG) einer Investition werden gemessen und bewertet, um potenzielle Risiken oder Wertschöpfungschancen dieser Investition zu identifizieren. Ziel ist, ESG-Faktoren in Anlageentscheidungen einzubeziehen, um Risiken besser zu managen und langfristig nachhaltige Renditen zu erzielen.

Socially Responsible Investment (SRI): Ein auf Werten basierender Investmentansatz, bei dem ein Manager die Überzeugungen der Anleger bezüglich bestimmter ESG-Kriterien in seine Anlageentscheidungen einbezieht.

Impact Investment: Ein Investitionsansatz, der neben einer finanziellen Rendite auch eine positive Veränderung für die Umwelt oder die Gesellschaft zum Ziel hat.

der Branche Impact Funds relativ besser abschneiden. So gab es bei den von Cambridge Associates langfristig analysierten Impact Funds eine erkennbare Aufwärtsentwicklung: Jüngere Jahrgänge erzielten im Vergleich zu reiferen Fonds höhere Renditen und erreichten manchmal sogar das Top-Quartil.² Aufgrund der unklaren Terminologie wurde der Renditerückstand eines begrenzten Pools von Impact Funds jedoch weithin als Underperformance aller „ESG“-Investitionen fehlinterpretiert. Infolgedessen haben viele traditionelle Anleger (insbesondere in Nordamerika) Fonds gemieden, die ihre ESG-Fähigkeiten hervorheben. Dies ignoriert das Potenzial von ESG-Programmen, die Rendite herkömmlicher Anlagestrategien auf dem privaten Markt zu steigern.³ Grundsätzlich zielt RI darauf ab, die Auswirkungen von Umwelt-, Sozial- oder Governance-Risiken auf die finanzielle

¹ GIIN, Cambridge Associates "Introducing the Impact Investing Benchmark", 2015.

² Cambridge Associates PE/VC Impact Investing Index and Benchmarking Q1 2019.

³ Im Jahr 2017 führte Capital Dynamics eine Befragung unter seinen Managern durch. Die Ergebnisse dieser Umfrage zeigten, dass RI das Potenzial hat, sich positiv auf das Ergebnis eines Unternehmens auszuwirken - über ein Drittel der Private Equity-Manager berichteten über ein steigendes Wachstum des EBITDA in ihren Portfolios als Folge der Einführung von RI.

Leistungsfähigkeit eines Unternehmens zu verringern. Ein konkretes Beispiel für diese Risikominderung ist die Investition von Capital Dynamics in ein Unternehmen im Gesundheitsbereich, das vorteilhafte Beschäftigungsbedingungen bietet und im Gegenzug höher qualifizierte Mitarbeiter gewinnt, die Fluktuation senkt und den Einsatz von Zeitarbeitskräften verringert. Die Entscheidung

des Unternehmens, ein attraktives Arbeitsumfeld bereitzustellen, stärkt auch die Reputation am Markt, senkt das Risiko und erhöht die Rendite. Durch die klare Unterscheidung zwischen Impact und ESG werden renditesuchende Anleger bei der Managerauswahl verstärkt Wert auf einen disziplinierten RI-Ansatz legen.

II. WAS STECKT HINTER DEM GEGENWÄRTIGEN ESG-BOOM?

In kurzer Zeit hat sich die Wahrnehmung und Relevanz von ESG aufgrund des demografischen Wandels verschoben. Millennials interessieren sich in der Regel stärker als frühere Generationen für Themen wie Klimawandel, Verwendung von Kunststoffen, Ressourcenknappheit und soziale Ungleichheit. Wenn diese Generation in absehbarer Zeit einflussreiche Positionen einnimmt, werden ihre Themen im Mittelpunkt stehen. Eine kürzlich von Bloomberg durchgeführte Umfrage ergab, dass 77% der Millennials an ESG-Investitionen interessiert waren, verglichen mit 59% der Befragten der Generation X und 34% der Babyboomer⁴. Das gilt natürlich auch für Menschen, die sich mit alternativen Investments befassen. ESG gewinnt in der Branche Schritt für Schritt an Bedeutung, je mehr Millennials bei Vermögensverwaltern und grossen institutionellen Investoren höhere Positionen einnehmen. Die Bloomberg-Umfrage ergab auch, dass gute Manager in den Privatmärkten die sich ändernden Trends aufmerksam verfolgen. In den nächsten 30 Jahren werden voraussichtlich 30 Billionen US-Dollar an Vermögenswerten von den Babyboomern an die Millennials weitergegeben. Laut einer Umfrage von Morgan Stanley treffen Millennials Kaufentscheidungen fast doppelt so oft wie andere Generationen aufgrund der ökologischen oder sozialen Auswirkungen, die mit einer Marke verbunden werden⁵. Weil diese Bevölkerungsgruppe zunehmend nachhaltige und

ESG-freundliche Produkte kaufen möchte, ist es nicht verwunderlich, dass sich Investmentmanager, die langfristige Anlageentscheidungen treffen, an dieser wichtigen Generation orientieren.

„DER DEMOGRAFISCHE WANDEL UND DIE VON DEN VEREINTEN NATIONEN ENTWICKELTEN ZIELE FÜR EINE NACHHALTIGE ENTWICKLUNG HABEN ZU EINEM BOOM BEI ESG-ENGAGEMENTS GEFÜHRT.“

Neben dem demografischen Wandel sind auch die Vereinten Nationen ein Katalysator für Veränderungen. 2015 gaben sie 17 Ziele für eine nachhaltige Entwicklung bis 2030 bekannt (Sustainable Development Goals, SDGs). Die Ziele sind breit angelegt, voneinander abhängig und ein Aufruf zum Handeln für alle Regierungen, Unternehmen und Nichtregierungsorganisationen⁶. Lokale Regierungen, Behörden, Stiftungen und Einzelpersonen haben auf beispiellose Art und Weise reagiert. Viele Länder, Bundesstaaten und Städte haben Schritte unternommen, um bindende Beschlüsse zu fassen und umzusetzen. Die Sichtbarkeit dieser Massnahmen hat das weltweite Bewusstsein für die SDGs gestärkt – auch in der Community rund um alternative Investments.

⁴ Bloomberg ESG Presentation, October 2019. ⁵ Morgan Stanley "Sustainable Signals", 2017.

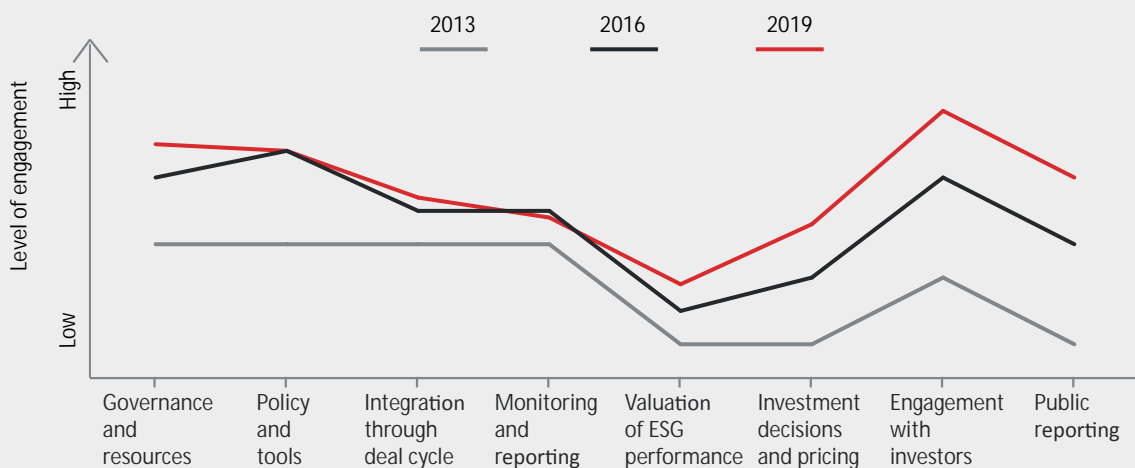
⁶ Die 17 nachhaltigen Entwicklungsziele sind: (1) keine Armut; (2) kein Hunger; (3) Gesundheit und Wohlergehen; (4) hochwertige Bildung; (5) Geschlechtergleichheit; (6) sauberes Wasser und Sanitäreinrichtungen; (7) bezahlbare und saubere Energie; (8) menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum; (9) Industrie, Innovation und Infrastruktur; (10) weniger Ungleichheiten; (11) nachhaltige Städte und Gemeinden; (12) nachhaltiger Konsum und Produktion; (13) Massnahmen zum Klimaschutz; (14) Leben unter Wasser; (15) Leben an Land; (16) Frieden, Gerechtigkeit und starke Institutionen; (17) Partnerschaften zur Erreichung der Ziele.

Infolgedessen suchen immer mehr Teilnehmer auf den privaten Investmentmärkten nach Möglichkeiten, die SDGs in ihrer Geschäftstätigkeit umzusetzen. Laut einem aktuellen Bericht der Emerging Markets Private Equity Association richten Anleger an Unternehmen zunehmend die Frage, inwieweit ihre Anlagestrategien mit diesen globalen Zielen übereinstimmen. Einige Manager haben auf das SDG-Rahmenwerk gezielt reagiert und Strategien entwickelt, die explizit die entsprechenden Wirkungsmechanismen berücksichtigen.

Die erhöhte Sichtbarkeit von ESG hat in der alternativen Investmentszene zu einer erheblichen Steigerung des Bekanntheitsgrades von RI geführt. PwC als globaler Wirtschaftsprüfer mit einem beachtlichen Geschäftsbereich für Nachhaltigkeitsthemen hat kürzlich eine Umfrage zu RI unter Managern am Privatmarkt durchgeführt. Die in **Abbildung 1** dargestellten Ergebnisse zeigen, dass Manager ihr ESG-Engagement in wichtigen Bereichen intensiviert haben. Dazu gehören Unternehmensführung und

Ressourcenverwendung, interne Richtlinien und Instrumente, das Einbeziehen des ESG-Gedankens im gesamten Investmentzyklus, ebenso Monitoring und Reporting, die Bewertung der ESG-Ergebnisse, die Investitionsentscheidungen und die Preisgestaltung sowie die Beziehungspflege zu Investoren und öffentlich zugängliche Rechenschaftsberichte. Capital Dynamics führt derzeit eine eigene Umfrage durch, um die RI-Trends bei Privatmarktmanagern zu messen. Die Ergebnisse werden Anfang des Jahres 2020 veröffentlicht. Trotz der zahlreichen Möglichkeiten hin zu einer Verbesserung verwenden derzeit mehr als ein Viertel der Befragten noch keine Key Performance Indicators (KPIs), um ihre ESG-Leistung zu messen. Wie wir später zeigen werden, sind KPIs ein wesentliches Instrument, um den Zusammenhang zwischen ESG-Risiken und finanzieller Performance besser nachverfolgen und verstehen zu können⁷. Das Verständnis dieses Zusammenhangs kann der Schlüssel zu einer universelleren Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei konventionellen Investitionsentscheidungen auf den privaten Märkten sein.

ABBILDUNG 1: BEI PRIVATE EQUITY-MANAGERN REIFT DER ESG-GEDANKE



Quelle: PwC PE Responsible Investment Survey 2019

⁷ Capital Dynamics führt derzeit auch eine eigene Umfrage durch, um die RI-Trends unter den Private Equity-Managern zu messen. Die Ergebnisse werden Anfang des Jahres 2020 veröffentlicht.

III. VORSCHLAG FÜR EINEN QUANTIFIZIERBAREN ESG-ANSATZ

Für die öffentlichen Kapitalmärkte gibt es umfangreiche Untersuchungen, die belegen, dass es eine positive Korrelation zwischen der ESG-Orientierung und dem finanziellen Erfolg eines Unternehmens gibt. Ein geringeres ESG-Risiko senkt die Kapitalkosten, führt zu besseren operativen Ergebnissen und einem stärkeren freien Cashflow. Tatsächlich ergaben 88% aller Studien,

dass die fundierte Anwendung von ESG-Kriterien Unternehmen operativ erfolgreicher macht⁸.

Ob diese positive Korrelation auch für die privaten Investmentmärkte gilt, haben hingegen nur wenige Studien untersucht. Die Hypothese von Capital Dynamics ist, dass dieser Zusammenhang hier aus mehreren Gründen noch stärker sein kann:

1.

Investments in den Privatmärkten haben einen längeren Anlagehorizont. Eine langfristige Haltedauer bedeutet, dass sich die mit einem „schlechten“ ESG-Management verbundenen Risiken stärker negativ auf eine Investition auswirken können.

2.

Die privaten Märkte fördern pragmatische Ansätze für operative Verbesserungen, wodurch es einfacher ist, die ESG-Praktiken eines Unternehmens während der Halteperiode positiv zu beeinflussen und nötigenfalls Korrekturmaßnahmen zu ergreifen.

3.

Private Investmentmanager können die finanziellen Anreize für die Geschäftsleitung eines Unternehmens besser auf die Förderung wirksamer ESG-Praktiken ausrichten.

4.

Auf den privaten Märkten gibt es eine grössere Auswahl und Vielfalt an Investitionsmöglichkeiten. Deshalb sollte es einfacher sein, sich ohne wesentliche Einschränkungen bei der Auswahl der Investments auf Unternehmen mit einer starken ESG-Orientierung konzentrieren zu können.

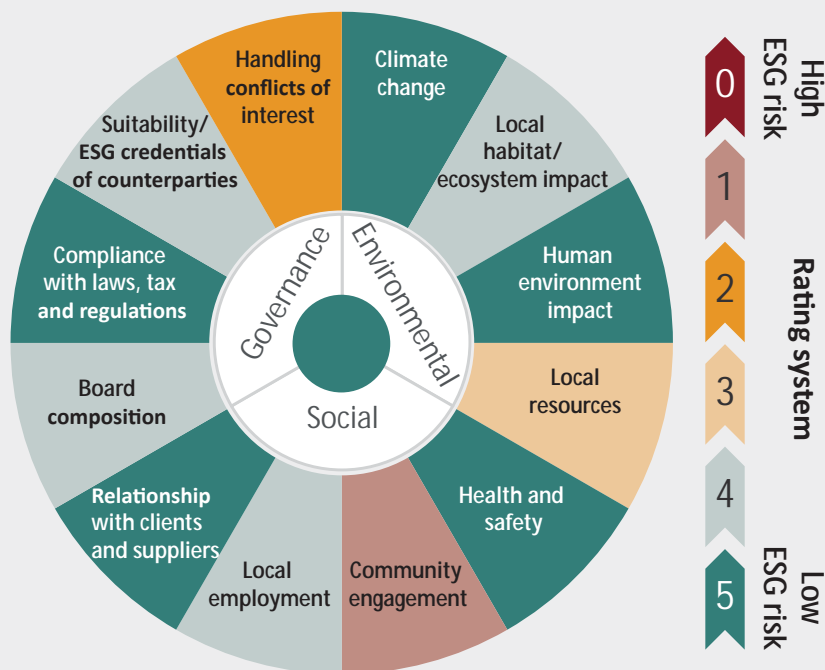
⁸ Oxford University and Arabesque Partners "From the Stockholder to the Stakeholder – how sustainability can drive financial outperformance", 2015.

Um zu beweisen, dass auf den privaten Märkten eine starke positive Beziehung zwischen ESG und Performance besteht, ist ein quantifizierbarer Ansatz für RI-Verpflichtungen erforderlich. Deshalb hat Capital Dynamics zur Durchführung von RI-Bewertungen ein proprietäres Rahmenwerk mit dem Namen R-Eye™ entwickelt. Das System basiert auf den 17 Zielen der Vereinten Nationen für nachhaltige Entwicklung (SDG) und bewertet jede Investition von 0 bis 5 anhand eines Katalogs von 10 bis 12 Kriterien. Jedes Anlageteam verwendet je nach Strategie eine spezifische Vorlage, die vor dem Investment ausgefüllt und mindestens einmal jährlich aktualisiert wird. Für jedes einzelne Investment sollen die so erhobenen Daten Aufschluss darüber geben, wo unsere Einschätzungen stimmten und wo nicht,

„EIN QUANTIFIZIERBARER RI-ANSATZ IST ENTSCHEIDEND, UM ANLEGER AUF DEN PRIVATEN MÄRKTEN DAVON ZU ÜBERZEUGEN, DASS ES EINE STARKE POSITIVE BEZIEHUNG ZWISCHEN ESG UND FINANZIELLER PERFORMANCE GIBT.“

und uns die Möglichkeit geben, vor und während der Haltedauer Korrekturmaßnahmen zu ergreifen. **Abbildung 2** zeigt beispielhaft eine R-Eye™ Scorecard für die Clean Energy Infrastructure-Strategie von Capital Dynamics.

ABBILDUNG 2: R-EYE™ SCORECARD FÜR DIE CLEAN ENERGY INFRASTRUKTUR-STRATEGIE VON CAPITAL DYNAMICS



Capital Dynamics bietet eine Reihe unterschiedlicher Anlagestrategien auf den privaten Investmentmärkten an. Zu diesen Strategien gehören erstens eine globale Mittelstandsplattform, über die Anlagen in Private Equity-Fonds, Secondaries und direkte

Minderheitsbeteiligungen als Co-Investments getätigt werden, zweitens eine direkte, vorrangig besicherte Private Credit-Strategie und drittens eine direkt investierende Energieinfrastrukturplattform, die in umweltfreundliche Energieprojekte investiert und

diese finanziert. Es gibt notwendige Unterschiede, wie diese Strategien ESG Aspekte übernehmen und managen. Beispielsweise können unsere Strategien für Energieinfrastrukturinvestments, bei denen wir die volle Kontrolle über die Projekte haben, die ESG-Ergebnisse oft selbst bestimmen, wohingegen wir bei unseren indirekten Strategien mit Minderheitsanteilen oder Kreditvergaben auf Überzeugungsarbeit und Ermutigung setzen müssen.

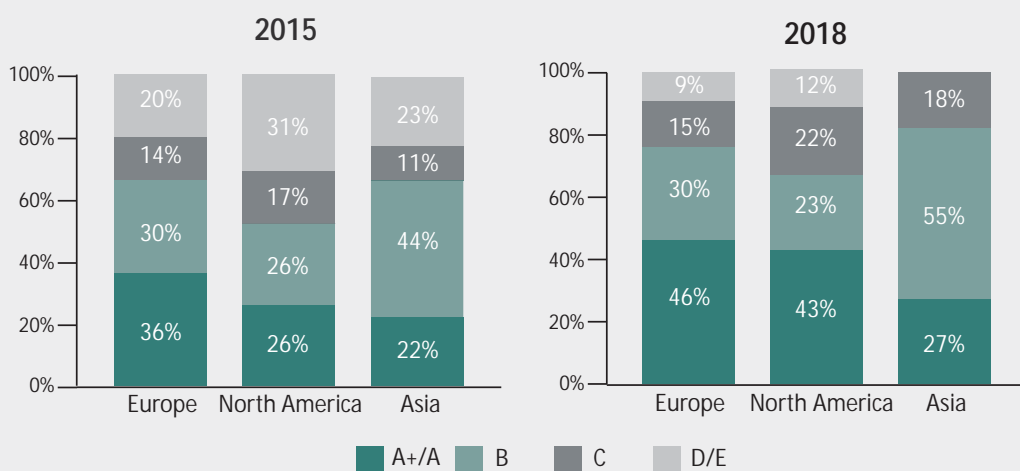
Ungeachtet dieser Unterschiede wird die R-Eye™ Scorecard konsequent angewendet, sodass wir eine Fülle von Daten über private Investments sammeln können, die sich systematisch analysieren lassen. Auf dieser gemeinsamen Grundlage werden robuste statistische Analysen möglich, um Zusammenhänge zwischen den verschiedenen ESG-Faktoren, den Risiken und den Erträgen zu bestimmen.

IV. GEOGRAFISCHE UNTERSCHIEDE BEIM ESG-ENGAGEMENT

Wie bereits erwähnt, haben Vermögensverwalter in den privaten Märkten in den letzten Jahren erhebliche Fortschritte bei der Implementierung von RI-Praktiken erzielt. Diese Verbesserungen waren jedoch nicht einheitlich; so rangieren die europäischen Manager vor denen in den USA und in Asien. **Abbildung 3** zeigt die PRI-Werte gemäss den Vereinten Nationen für direkt in Privatmärkten investierende Manager⁹. Zwar wurden in allen Regionen zwischen 2015 und 2018 grosse Fortschritte erzielt, aber es bestehen nach wie vor erhebliche Unterschiede. Insbesondere sind die

Zahlen für Europa im Vergleich zu Nordamerika und Asien besser. Ein noch deutlicherer Hinweis zum Engagement beim Thema ESG ist wohl die Anzahl der PRI-Unterzeichner. In Europa nehmen 220 Manager teil, verglichen mit nur 51 in Nordamerika und 22 in Asien. Wie weiter unten erläutert, resultiert das unterschiedliche Engagement bezüglich ESG in verschiedenen Regionen aus Differenzen in der Regulierung, dem Reifegrad der regionalen Privatmärkte und der unterschiedlichen Einstellung der Anleger.

ABBILDUNG 3: PRI-ESG-RATINGS VON DIREKT INVESTIERENDEN PRIVATE EQUITY-MANAGERN (PROZENTSATZ ALLER UNTERZEICHNER)



Quelle: PRI

⁹ Capital Dynamics als Unternehmen erhielt von den durch die UN unterstützten Principles for Investment ein Rating von A+ für Strategie und Unternehmensführung

REGULIERUNG

In den Vereinigten Staaten hat das Department of Labour (DOL) Pensionsfonds in der Vergangenheit davon abgehalten, ESG-Faktoren zu berücksichtigen. Pensionsfonds und ihre Finanzberater wurden angewiesen, „die wirtschaftlichen Interessen des jeweiligen Plans stets in den Vordergrund zu stellen“. Da ESG-Verpflichtungen nur als ergänzende Massnahmen zur Maximierung der Rendite angesehen wurden, durften Pensionsfonds diese Faktoren bei der Kapitalzuweisung an verschiedene Manager nicht berücksichtigen. Angesichts der grossen Kapitalbeträge, die amerikanische Pensionsfonds kontrollieren, gab es für Vermögensverwalter keinen Anreiz, die bestmöglichen RI-Praktiken zu implementieren. Ende 2015 gab das DOL unter der Obama-Regierung Leitlinien heraus, in denen klargestellt wurde, dass eine auf ESG-Kriterien basierende Bewertung von Investitionen nicht gegen die Treuepflicht eines Finanzberaters gegenüber den Pensionären verstösst. Diese Vorgabe beruhte zumindest teilweise auf den wachsenden Anzeichen dafür, dass eine starke ESG-Orientierung die Anlagerenditen verbessern könnte. Vor kurzem erliess Präsident Trump jedoch eine Durchführungsverordnung zur Förderung der Energieinfrastruktur und des Wirtschaftswachstums. Diese Verordnung sieht vor, dass das DOL die Verwendung von ESG-Kriterien bei der Bewertung von Investitionen in diesem Sektor erneut überprüft¹⁰. Es überrascht nicht, dass diese neue Verordnung in Kombination mit einer inkonsistenten Regulierung in der Vergangenheit die Entwicklung marktführender ESG-Strategien in den USA behindert hat.

Im Gegensatz dazu hat die Regulierung in Europa fortschrittliche ESG-Praktiken von Investmentmanagern stärker unterstützt. Beispielsweise schreibt die EU-Richtlinie 2014/95/EU Institutionen vor, nichtfinanzielle Informationen im Zusammenhang mit sozialen und Umweltthemen offenzulegen¹¹. Diese Art

der Regulierung hat institutionelle Anleger in Europa dazu veranlasst, eine aktivere Rolle zu übernehmen und ihre Manager für Private Investments zu ermutigen, Anlageentscheidungen unter RI-Aspekten zu treffen. Infolgedessen haben europäische Manager ESG-Aspekte konsequenter priorisiert, um Kapital anzuziehen und auf das gestiegene Interesse der Anleger für RI zu reagieren. Weitere Gesetze sind in Europa in Vorbereitung. Der Europäische Aktionsplan für ein nachhaltiges Finanzwesen gilt für Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater und wurde von der Europäischen Kommission im März 2018 verabschiedet.

„BEI DER ESG-INTEGRATION SIND EUROPÄISCHE PRIVATE EQUITY-MANAGER IHREN NORDAMERIKANISCHEN UND ASIATISCHEN KOLLEGEN TENDENZIELL VORAUSS, WAS VOR ALLEM AN DER STÄRKEREN UNTERSTÜTZUNG DURCH DIE EUROPÄISCHE REGULIERUNG UND EINE STÄRKERE ESG-ORIENTIERUNG EUROPÄISCHER INVESTOREN LIEGT.“

Wenige Monate später setzte die Kommission eine Expertengruppe ein, um ein EU-Klassifizierungssystem für nachhaltige Aktivitäten einzurichten. Diese Expertengruppe befasst sich insbesondere mit notwendigen Änderungen des Verbraucherverhaltens und legt besonderen Wert auf das „E“ in ESG. Einige der zehn übergeordneten Aktionspunkte sind auch für Vermögensverwalter relevant, vor allem Aktionspunkt 7: Klärung der Pflichten von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern. Der Aktionsplan befindet sich derzeit in der Konsultation und die daraus

¹⁰ Barrons "Trump Is Pushing for a Review of How Pensions Use ESG Metrics", April 2019.

¹¹ https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/NFRpublication%20online_version.pdf

resultierende Offenlegungsverordnung soll bereits im vierten Quartal 2020 in Kraft treten. Diese Verordnung wird institutionelle Anleger und Vermögensverwalter verpflichten offenzulegen, wie sie ESG-Faktoren in ihre Risikoprozesse integrieren, und wird deren Einbeziehung bei Investitionsentscheidungen fordern. Anfang Oktober 2019 hat die Europäische Union im Rahmen ihres Aktionsplans durch den Start einer neuen internationalen Plattform für nachhaltige Finanzen (International Platform for Sustainable Finance, IPSF) in Washington DC einen wichtigen Schritt zur Internationalisierung ihrer Arbeit im Bereich der nachhaltigen Finanzierung getan. Das IPSF wird ein neues multilaterales Forum sein, in dem Organisationen und Netzwerke aus Ländern auf der ganzen Welt ihre Initiativen für ein nachhaltiges Finanzwesen miteinander teilen und aufeinander abstimmen können. Insgesamt bedeutet das regulatorische Umfeld für europäische Manager somit kräftigen Rückenwind bei der Entwicklung von ESG-Praktiken.

Auf dem asiatisch-pazifischen Markt, insbesondere in China und Südostasien, hat sich die Regulierung auf das Wachstum und die Industrialisierung der lokalen Volkswirtschaften konzentriert. Daher wurde „weicheren“ Themen wie ESG weniger Beachtung geschenkt. Wo die Regulierung die Best Practices der ESG unterstützt hat, hat sie sich eher auf Governance als auf Umwelt- oder Sozialaspekte konzentriert. Es überrascht nicht, dass das „E“ und das „S“ von ESG die Bereiche sind, in denen asiatische Privatmarktmanager im Vergleich zu Europa und den USA am weitesten zurückliegen. Dies beginnt sich jedoch zu ändern. Umwelt- und Sozialfaktoren gewinnen dank der jüngsten Vorschriften und Richtlinien an Bedeutung. Zum Beispiel positionieren sich die Regierungen in Hongkong und Singapur als Vorreiter bei umweltfreundlichen Finanzierungen und Investitionen. Darüber hinaus verlangen viele Börsen in Asien von den Emittenten verbesserte ESG-Angaben, was auf die Märkte für private Investments ausstrahlen dürfte. Die Einbeziehung

des chinesischen A-Aktienmarkts in wichtige Indizes hat bereits zu einer verbesserten Erfassung von ESG-Daten geführt und lokale Unternehmen dazu ermutigt, bessere ESG-Praktiken zu entwickeln - von denen wir erwarten, dass sie auf die privaten Märkte übergreifen.

REIFE DER REGIONALEN MÄRKTE

Das ESG-Engagement variiert nach geografischer Lage auch in Abhängigkeit von der relativen Reife der Anlageklasse in der Region. In Teilen Europas und in den USA sind Privatmärkte seit über fünf Jahrzehnten ein fester Bestandteil der Investmentgemeinschaft. Während immer neue Start-ups und Spin-offs entstehen, investieren gleichzeitig die etablierten Manager in diesen Regionen Gelder aus Fonds der sechsten oder siebten Generation¹². Im Laufe ihrer langen Tätigkeit entwickelten diese Manager Ressourcen, Mechanismen und Erfahrungswerte, mit deren Hilfe sie jetzt eine starke RI-Disziplin in die Auswahl und Überwachung ihrer Vermögenswerte integrieren können. In Asien entstanden private Investmentmärkte hingegen erst Mitte bis Ende der neunziger Jahre¹³. Infolgedessen sind die meisten Manager, die heute dort tätig sind, entweder Global Player mit lokaler Marktpräsenz oder kleinere einheimische Gruppen, die Fondsgelder der zweiten oder dritten Generation anlegen. Manager für alternative Investments in dieser relativ frühen Phase ihrer Geschäftsentwicklung verfügen mit geringerer Wahrscheinlichkeit über die nötigen Ressourcen, Strukturen und Erfahrungen, um mit einer hochwertigen ESG-Strategie investieren zu können. Darauf deutet auch hin, dass nach unseren Schätzungen die Einnahmen aus Verwaltungsgebühren bei einem durchschnittlichen Manager in den USA und in Europa gegenüber einem asiatischen Manager etwa fünfmal höher sind (basierend auf dem durchschnittlichen Volumen von Buyout-Fonds in den letzten zehn Jahren)¹⁴. Wenn man bedenkt, dass US-amerikanische und europäische Manager

¹² Preqin Fundraising-Daten.

¹³ Daten des Asian Venture Capital Journal (AVCJ).

¹⁴ Eigene Berechnungen von Capital Dynamics basierend auf Fundraising-Daten für 2009-2018 von Preqin und aus der AVCJ-Datenbank.

zudem von Gewinnbeteiligungen aus grösseren Fonds über einen längeren Zeitraum hinweg profitiert haben, wird die Ressourcendisparität im Vergleich zu Asien noch deutlicher. Allerdings bestimmen die umfangreichen Ressourcen und die lange Historie, die einige grosse globale Manager in den USA und in Europa aufweisen, nicht allein die ESG-Ergebnisse. Es gibt kleine und mittelgrosse Manager auf der ganzen Welt, die marktführendes RI vorweisen können. Ihnen Anlagegelder anzuvertrauen, ist möglicherweise eine vorteilhafte Portfolioerweiterung. Diese Manager zu identifizieren, erfordert jedoch eine lokale Marktpräsenz und Erfahrung bei der Einbeziehung von ESG in Anlageentscheidungen.

**„UMFANGREICHE RESSOURCEN
UND EINE LANGE HISTORIE, ÜBER
DIE EINIGE GROSSE GLOBALE
MANAGER IN DEN USA UND IN
EUROPA VERFÜGEN, BESTIMMEN
NICHT ALLEIN DIE ESG-ERGEBNISSE.
ES GIBT KLEINE UND MITTELGROSSE
MANAGER AUF DER GANZEN
WELT, DIE MARKTFÜHRENDES RI
VORWEISEN KÖNNEN.“**

Die Ausweitung der privaten Investitionen in einer Region folgt darüber hinaus auch einem natürlichen Entwicklungspfad, der zu einer Verbesserung im Bereich ESG beiträgt. Zu Beginn gehen die meisten Private Equity-Manager Minderheitsbeteiligungen an kleineren Unternehmen ein (Wagnis- oder Wachstumsinvestitionen). Im Laufe der Zeit entwickelt sich die Branche und die Fonds übernehmen Mehrheiten an etablierteren Unternehmen (Buyout-Investments). Schliesslich entstehen grosse Buyout-Manager, die in Firmen mit einem Unternehmenswert von über

1 Milliarde USD investieren. Bei Investitionen dieser Grössenordnung sind die öffentlichen Märkte häufig der bevorzugte Weg, um einen Vermögenswert zu veräussern. Man erkennt leicht, weshalb reife regionale Privatmärkte fortschrittliche RI-Praktiken aufweisen: Mehrheitsbeteiligungen mit entsprechender Kontrolle über die Firma erleichtern die Implementierung stringenter ESG-Grundsätze auf Ebene der Portfoliounternehmen. Und die grössere Wahrscheinlichkeit eines Börsengangs (oder der Veräusserung an einen öffentlich gelisteten strategischen Käufer) macht ESG-Aspekte aufgrund der dann erhöhten Transparenzanforderungen umso wichtiger. In den USA und in Europa sind zwischen 66% und 80% aller Private Equity-Transaktionen Buyout-Akquisitionen, verglichen mit Asien, wo dieser Anteil nur etwa 30% beträgt. Da der asiatische Private Equity-Markt weiter reift, gehen wir davon aus, dass sich das ESG-Engagement auch in dieser Region kontinuierlich verbessern wird.

HALTUNG DER INVESTOREN

Die Einstellung der Investoren ist ein weiterer Grund dafür, dass das Engagement für ESG regional unterschiedlich ist. In Europa legen institutionelle Anleger im Vergleich zu den USA und Asien in der Regel einen grösseren Wert auf ESG. Dies ist teilweise auf starken öffentlichen und regulatorischen Druck auf europäische Pensionsfonds und Versicherer zurückzuführen, aber auch auf den Druck seitens der Leistungsempfänger, die häufig in der Governance-Struktur europäischer Pensionsfonds vertreten sind. Laut einer kürzlich von Schroders durchgeführten Studie sehen 58% der Pensionsfonds in Europa ESG bereits als wichtigen Aspekt im Vergleich zu nur 21% in den USA. Vielleicht noch wichtiger ist, dass nur 14% der Pensionsfonds in Europa der Meinung sind, dass ESG für sie niemals eine wichtige Rolle spielen wird, während in den USA über 40% der Investoren von Pensionsgebern dieser Ansicht sind. Diese unterschiedlichen Einstellungen führen zu unterschiedlichen Ansätzen bei Allokationsentscheidungen. In Europa berücksichtigen 40% der Pensionspläne ESG bei der Aufteilung ihres Portfolios, verglichen mit nur 21%

in den USA¹⁵. Infolgedessen ist es wahrscheinlicher, dass europäische Anleger die RI-Praktiken eines Managers einer Due Diligence-Prüfung unterziehen, bevor sie sich für eine Kapitalzuweisung entscheiden. Manager, die Kapital von diesen Anlegern akquirieren möchten, haben keine andere Wahl, als Zeit und Ressourcen in solide ESG-Praktiken zu investieren. Dies lässt sich am besten anhand einer kürzlich von Aon durchgeführten Umfrage veranschaulichen, in der 56% der Investoren erklärten, dass ein klares Reporting der wichtigste Faktor sei, den globale Anleger von ESG-Managern erwarten¹⁶.

Darüber hinaus verbessert sich die Qualität der von Investoren in Europa durchgeführten ESG-Due Diligence. Noch vor wenigen Jahren waren Anleger mit RI-Schwerpunkt hauptsächlich daran interessiert, ob Manager in privaten Märkten *überhaupt* ESG in Betracht ziehen. Es reichte aus, einige wenige, oft rein qualitative Ansätze in Bezug auf Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren nachzuweisen. Dieselben Anleger stehen heute zunehmend unter dem Druck, ihre

Privatmarktinvestments aktiv mit quantifizierbaren ESG-Kennzahlen zu bewerten. Hierfür müssen institutionelle Anleger ihre Sorgfaltspflicht noch weiter ausbauen. Anstatt einfach zu fragen, ob ein Manager ESG bei Anlageentscheidungen berücksichtigt, fragen Anleger in Europa, *wie* der Manager ESG-Verpflichtungen übernimmt, überwacht und darauf reagiert, sowohl in der eigenen Organisation als auch in den Portfoliounternehmen.

„INSTITUTIONELLE INVESTOREN SIND DIE TREIBENDE KRAFT HINTER DER WEITERENTWICKLUNG IM BEREICH ESG“

Um darauf effektiv antworten zu können, sind Fakten und Daten erforderlich, die eine strenge RI-Entscheidungsfindung unterstützen. Infolgedessen haben die Manager in Europa erhebliche Fortschritte bei der Umsetzung eines quantifizierbaren und nachvollziehbaren Ansatzes für ESG gemacht.

¹⁵ https://www.schroders.com/en/media-relations/newsroom/all_news_releases/european-investors-lead-us-counterparts-for-esg-adoption

¹⁶ Responsible Investment Survey 2019 of 229 global investors.

V. AKTUELLE ESG-TRENDS IN EUROPA, DEN USA UND ASIEN

Wie im vorherigen Abschnitt beschrieben, liegt Europa bei der Einführung marktführender RI-Praktiken im Vergleich zu den USA und Asien im

Allgemeinen vorne. In den letzten Jahren waren dazu einige wichtige Entwicklungen bei den Managern in diesem Markt zu beobachten:

1.

Der Schwerpunkt verlagerte sich vom reinen Risikomanagement hin zur Wertsteigerung aufgrund des zunehmenden Bewusstseins, dass eine starke RI-Verpflichtung nicht nur das Verlustrisiko verringert, sondern auch das Potenzial hat, den Wert einer Investition im Laufe der Zeit zu steigern. Sowohl strategische Käufer als auch Finanzinvestoren sind bereit, mehr für Vermögenswerte mit einer starken ESG-Basis zu zahlen¹⁷.

2.

Historisch gesehen wurde die RI-Analyse als Teil der anfänglichen Investitionsentscheidung durchgeführt. Immer mehr Manager in Europa messen der kontinuierlichen ESG-Überwachung und Neujustierung während der gesamten Besitzdauer die gleiche Bedeutung bei.

3.

Die Erkenntnis setzt sich verstärkt durch, dass ein rigoroser Ansatz in Bezug auf RI allein nicht ausreicht. Best-in-Class-Manager müssen gegenüber ihren Anlegern die ESG-Risiken, Überlegungen und Trends auch kommunizieren. Deshalb wird in Quartals- und Geschäftsberichten zunehmend Wert auf diese Themen gelegt bis hin zu Echtzeit-ESG-Warnungen.

4.

Es werden auch Anstrengungen unternommen, um die ESG-Datenerfassung zu verbessern, was Capital Dynamics mit vorantreiben möchte. Diese Datenerhebung ist ein wichtiger Schritt, um die Erkenntnisse über die Verknüpfung zwischen den RI-Praktiken und der Anlageperformance auf den privaten Märkten zu verbessern.

Zwar zeigen sich in den USA ähnliche Trends, sie werden jedoch langsamer umgesetzt als in Europa. In den letzten Jahren haben US-Manager zunehmend ESG-Richtlinien implementiert. Eine solche Richtlinie alleine führte jedoch oft nur begrenzt zu mehr aktiver Sorgfalt und Wertschöpfung. Wenn dies gelang, handelte es sich hauptsächlich um grössere US-amerikanische

Manager mit globaler Investorenbasis. Weltweit tätige US-amerikanische Manager standen unter dem Druck ihrer europäischen Anleger, starke datengetriebene Ansätze für ESG umzusetzen. Zu beachten ist auch, dass es eine Reihe starker mittelgrosser US-Manager gibt, die marktführende RI aufweisen - sie sind nur schwerer zu finden. Die Identifizierung dieser Manager erfordert einen

¹⁷ Studie von Capital Dynamics, basierend auf einer Umfrage unter General Partnern "Responsible Investment in Private Equity – a Key Component of Operational Value Creation", 2017.

erfahrenen Partner, der eine grundlegende RI-Verpflichtung von einem eher oberflächlichen Ansatz unterscheiden kann.

Asien ist ein heterogener Markt. Insgesamt hinken ESG-Initiativen in dieser Region in der Regel Europa und den USA hinterher. Allmählich ändert sich dies jedoch, da die Anleger feststellen, dass umwelt- und sozialverträgliche Anlagen auf dem asiatischen Markt höhere Renditen erzielen. Nach Angaben des Asian Venture Capital Journal und von Preqin haben Abschlüsse in umwelt- und sozialfreundlichen Sektoren in Asien im Median ein Multiple von 3,4x ergeben, verglichen mit

2,5x für Abschlüsse in anderen Sektoren¹⁸. Die japanische Regierung und ihr Pensionsfonds (GPIF, der weltweit grösste Pensionsfonds mit 1,5 Billionen US-Dollar verwaltetem Vermögen) sind ebenfalls starke Befürworter der Bedeutung der SDGs und konsequenter RI-Praktiken. Im Jahr 2017 hat GPIF die Anforderung an die Fondsmanager eingeführt, Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren in ihre Anlagepraktiken einzubeziehen und PRI-Unterzeichner zu werden. Übrigens haben wir auch einen deutlichen Anstieg des ESG-Engagements auf Konferenzen und Panels für alternative Investoren in Asien beobachtet.

VI. FAZIT

Zahlreiche Indizien stützen die Schlussfolgerung, dass RI bei Investments auf den privaten Märkten an einem Wendepunkt angekommen ist. Dieser Wandel ist auf ein besseres Verständnis der „ESG“-Terminologie zurückzuführen, auf die demografische Veränderung zugunsten von Millennials, auf das Engagement der Vereinten Nationen und lokaler Regierungen (insbesondere in Europa) sowie auf erhöhte Anforderungen von ESG-bewussten Anlegern an ihre Manager. Der nächste Schritt auf dem Weg zu einer universellen Übernahme erstklassiger RI-Praktiken in allen Regionen besteht in der Entwicklung besserer Daten, um die Verbindung von RI und Anlageperformance herzustellen. Mit dem Ziel, dies voranzutreiben, hat Capital Dynamics das R-Eye™ Bewertungssystem in seine Anlagestrategien integriert, um auf diese Weise möglichst viele Daten zu erfassen und statistisch signifikante Schlussfolgerungen daraus ziehen zu können. Sobald diese Verbindung hergestellt ist, werden rationale Anleger dazu neigen, Manager mit den stärksten ESG-Praktiken auszuwählen. Weil dann Kapital zu diesen Managern fließt, werden andere, weniger ESG-sensitive

„CAPITAL DYNAMICS SCHLÄGT VOR, EIN PORTFOLIO MIT EINEM BEDEUTENDEN ENGAGEMENT IN ERSTKLASSIGEN EUROPÄISCHEN MANAGERN AUFZUBAUEN, DAS DURCH EINE SORGFÄLTIGE ALLOKATION IN MANAGER AUS DEN USA UND ASIEN ERGÄNZT WIRD. SOBALD DIE VERBINDUNG ZWISCHEN DER RI-VERPFLICHTUNG UND DER ANLAGEPERFORMANCE HERGESTELLT IST, WERDEN RATIONALE ANLEGER DAZU NEIGEN, MANAGER MIT DEN STÄRKSTEN ESG-PRAKTIKEN AUSZUWÄHLEN.“

¹⁸ Basierend auf Exits zwischen 2014 und 2018.

Manager versuchen, mitzuhalten. Dies dürfte mit der Zeit zu einem allgemein stärkeren Engagement der Private Markets Asset Manager für ESG und letztendlich zu einer besseren Wertentwicklung der gesamten Anlageklasse führen.

Wie sollten Anleger ein Portfolio privater Investments aufbauen, bis der Rest der Welt zu Europa aufschliesst? Nur in europäische Manager zu investieren, ist keine Lösung. Dies würde zu einer suboptimalen geografischen Diversifizierung und einer möglichen Underperformance in bestimmten Abschnitten des Marktzyklus führen (insbesondere in Boom- und in Schwächephasen). Stattdessen schlägt Capital Dynamics vor, ein Portfolio mit einem bedeutenden Engagement in erstklassigen europäischen Managern aufzubauen, das durch eine sorgfältige Allokation in Manager aus den USA und in Asien ergänzt wird. Dabei können sich Anleger auf Manager in diesen Regionen konzentrieren, die über eine globale Investorenbasis verfügen und bereit sind, ESG-spezifische Vereinbarungen

einzuhalten. Darüber hinaus sollten ESG-orientierte Anleger Ausschau nach neuen RI-Trends bei US-amerikanischen und asiatischen Privatmarktfirmen halten. Manager in diesen Regionen können aus den ESG-Methoden (und Fehlern) ihrer europäischen Kollegen lernen. Sich durch etablierte Praktiken zu verbessern, ist für Newcomer oft einfacher als für Early Adopter. Darüber hinaus gibt es ein weiteres verstecktes Problem bei einem europazentrierten Ansatz zur Auswahl von Managern - die potenziell drohende Stagnation bei den RI-Praktiken von Managern in der übrigen Welt. ESG-orientierte Anleger sollten ihre Fähigkeit, das Verhalten von Managern mit ihren Due Diligence-Prozessen und Kapitalallokationsentscheidungen zu beeinflussen, nicht unterschätzen. Solche Anleger sind möglicherweise auch gut dafür gerüstet, mit globalen Playern zusammenzuarbeiten, die sich mit den privaten Investmentmärkten, der Rolle eines marktführenden RI bei Anlageentscheidungen und den Beziehungen zu Managern auskennen, um so Veränderungen zu ermöglichen.

AUTOREN



BRYN GOSTIN
SENIOR DIRECTOR,
CO-CHAIR OF RESPONSIBLE
INVESTMENT COMMITTEE



ANGELA WILLETTS
MANAGING DIRECTOR,
CO-CHAIR OF RESPONSIBLE
INVESTMENT COMMITTEE

KONTAKT



KLAUS GIERLING
MANAGING DIRECTOR,
HEAD OF BUSINESS
DEVELOPMENT
– DACH & BENELUX

+49 89 2000 418-13
kgierling@capdyn.com



MARKUS LANGNER
MANAGING DIRECTOR,
BUSINESS DEVELOPMENT
- DACH & NETHERLANDS

+49 89 2000 418-14
mlangner@capdyn.com

ÜBER CAPITAL DYNAMICS

Capital Dynamics ist ein unabhängiger, weltweit tätiger Asset Manager, der sich auf Private Assets wie Private Equity, Private Credit, Clean Energy Infrastructure und Clean Energy Infrastructure Credit fokussiert. Capital Dynamics bietet eine diversifizierte Palette von massgeschneiderten Angeboten und individuellen Lösungen für eine breite, globale Kundenbasis, darunter Pensionskassen, Versicherungen, Banken, Family Offices, Stiftungen, vermögende Privatpersonen, Vermögensverwalter und andere. Das Unternehmen hat mehr als 16 Milliarden US Dollar Assets under Management und Advisement¹. Capital Dynamics zeichnet sich durch eine enge und nachhaltige Partnerschaft mit seinen Kunden aus. Das Unternehmen zieht unternehmerische Vordenker an und engagiert sich für innovative Ideen und Lösungen für seine Kunden.

Capital Dynamics wurde 1999 gegründet und hat den Hauptsitz in Zug, Schweiz. Das Unternehmen beschäftigt weltweit rund 160 Mitarbeiter und unterhält Niederlassungen in New York, London, Tokio, Hongkong, San Francisco, München, Mailand, Birmingham, Dubai und Seoul.

Im Jahr 2019 erhielt Capital Dynamics bei den von den Vereinten Nationen unterstützten Principles for Responsible Investment das höchste Unternehmensrating (A+) und die Clean Energy Infrastructure Plattform des Unternehmens erhielt von GRESB (ESG-Benchmark für Real Assets) Spitzenplätze für ihr Engagement in Nachhaltigkeit.

¹Stand 30. September 2019.

Disclaimer: “Capital Dynamics” comprises Capital Dynamics Holding AG and its affiliates.

The information contained herein is provided for informational purposes only and is not and may not be relied on as investment advice, as an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy securities. Any such offer or solicitation shall be made pursuant to a private placement memorandum furnished by Capital Dynamics. No person has been authorized to make any statement concerning the information contained herein other than as set forth herein, and any such statement, if made, may not be relied upon. This document is strictly confidential, is intended only for the person to whom it has been and may not be shown, reproduced or redistributed in whole or in part (whether in electronic or hard copy form) to any person other than the authorized Recipient, or used for any purpose other than the authorized purpose, without the prior written consent of Capital Dynamics.

The Recipient should not construe the contents of this document as legal, tax, accounting, investment or other advice. Each investor should make its own inquiries and consult its advisors as to any legal, tax, financial and other relevant matters concerning an investment in any fund or other investment vehicle. Capital Dynamics does not render advice on tax accounting matters to clients. This document was not intended or written to be used, and it cannot be used by any taxpayer for the purpose of avoiding penalties which may be imposed on the taxpayer under said individuals tax laws. Federal and state tax laws are complex and constantly changing. The Recipient should always consult with a legal or tax adviser for information concerning its individual situation.

When considering alternative investments, such as private equity funds, the Recipient should consider various risks including the fact that some funds may use leverage and engage in a substantial degree of speculation that may increase the risk of investment loss, can be illiquid, are not required by law to provide periodic pricing or valuation information to investors, may involve complex tax structures and delays in distributing important tax information, often charge high fees, and in many cases the underlying investments are not transparent and are known only to the investment manager. Any such investment involves significant risks, including the risk that an investor will lose its entire investment.

By accepting delivery of this document, each Recipient agrees to the foregoing and agrees to return the document to Capital Dynamics promptly upon request.

For more information go to www.capdyn.com

The logo for SECA, consisting of the letters 'SECA' in white, bold, sans-serif font, centered within a solid red square.

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Avadis

Kostenberechnung
bei Private Equity

The logo for AVADIS, featuring the word 'AVADIS' in a bold, dark blue, sans-serif font. The letter 'V' is highlighted with a yellow-to-orange gradient.

Die Avadis Vorsorge AG ist eine führende Anbieterin in der beruflichen Vorsorge. Institutionellen Kunden bietet sie massgeschneiderte Vorsorgelösungen an. Das Angebot für Privatkunden umfasst kostengünstige Anlagefonds und eine ganzheitliche Beratung im Rahmen einer Finanzplanung.

Kostenberechnung bei Private Equity

Mit der Strukturreform in der beruflichen Vorsorge hat sich die Transparenz der Vermögensverwaltungskosten bei Pensionskassen deutlich erhöht. Bei alternativen Anlagen lohnt sich weiterhin ein genauer Blick, um Birnen von Äpfeln unterscheiden zu können.

Pensionskassen müssen seit dem Jahresabschluss 2013 die Kosten für die Vermögensverwaltung detailliert ausweisen. Die einheitliche Berichterstattung erforderte vor allem bei alternativen Anlagen standardisierte Grundlagen und Berechnungsmethoden. Gerade Dachfondsstrukturen (Fund of Funds) erfuhren dadurch eine Änderung: Vor der Strukturreform waren für die Anleger nur die Kosten auf Dachfondsebene ersichtlich. Neu müssen auch die Kosten der unterliegenden Single Funds (auch Zielfonds, Partnerships oder General Partners genannt) berechnet und im Geschäftsbericht ausgewiesen werden.

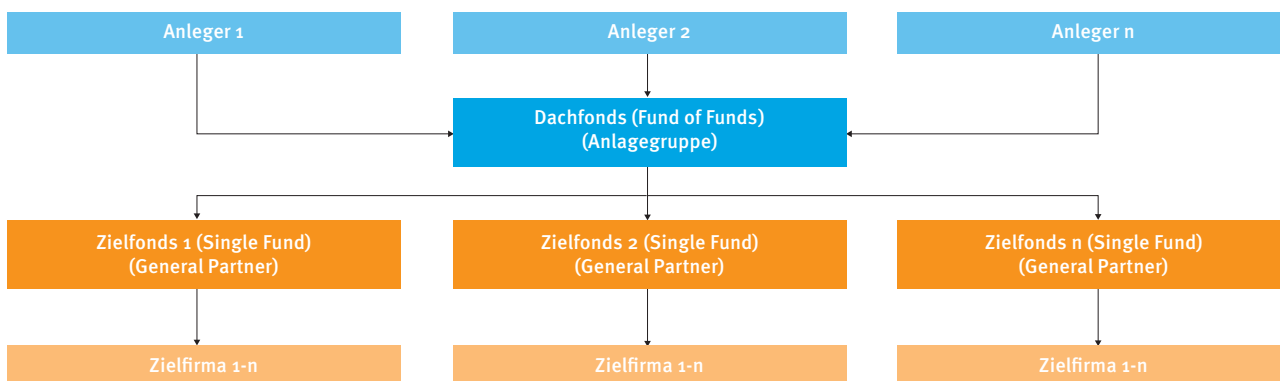
Als Berechnungsbasis für die Kostenquote dienen im Bereich Private Equity entweder das Volumen der Kapitalzusagen (Commitments) oder der Nettoinventarwert (NAV), also der Wert der effektiven Investitionen. Bei einer geschlossenen Anlagegruppe ist die Kapitalzusage ein fixer Wert, während der Nettoinventarwert über die Zeit variiert. Letzterer ist zu Beginn des Lebenszyklus einer

geschlossenen Anlagegruppe klein, nimmt dann stark zu, um sich gegen Ende der Laufzeit wieder gegen null zu bewegen, wenn die Investitionen grösstenteils realisiert und die Vermögenswerte an die Anleger zurückbezahlt worden sind.

Im Gegensatz zur Investition in einen Single Fund entsteht bei einer Dachfondsstruktur eine zusätzliche Gebührenebene. Sie ist jedoch für viele Pensionskassen die effizienteste Umsetzungsvariante, da so eine ausreichende Diversifikation über Strategien, Regionen und Sektoren erreicht werden kann. Zudem muss berücksichtigt werden, dass ohne Dachfondsstruktur kostspielige Inhouse-Ressourcen unterhalten werden müssen.

Die Kosten von Private Equity sind höher als bei traditionellen Anlagen. Dies ist vor allem auf den sehr aktiven Investitionsstil, die aufwendige Evaluation und Selektion von Investitionsfirmen («Due Diligence») und die geringe Skalierbarkeit der Portfolios zurückzuführen. Zudem sind die Kosten in den ersten Jahren der Laufzeit am höchsten, da in dieser Zeit am meisten Zielfirmen auf ein potenzielles Investment hin überprüft werden. Dabei fallen natürlich auch dann Ausgaben an, wenn am Schluss nicht in eine Firma investiert wird. Dies kommt relativ oft vor, da

Gebührenstruktur eines Dachfonds am Beispiel Private Equity



■ Gebührenstruktur auf Stufe Dachfonds
Entweder kombiniertes Commitment/NAV-Modell oder reines NAV-Modell. Gebühren machen rund 15% der Gesamtkosten aus.

■ Gebührenstruktur auf Stufe Zielfonds
Fast ausschliesslich kombinierbares Commitment/NAV-Modell. Durch Anleger nicht direkt beeinflussbar. Gebühren machen rund 85% der Gesamtkosten aus.

Private-Equity-Manager in starker Konkurrenz zu anderen Finanz- wie auch zu strategischen Investoren stehen. Dies kann dazu führen, dass eine geplante Transaktion, zum Beispiel ein Kauf eines privaten Industrieunternehmens, nach monatelanger aufwendiger Prüfung und intensiven Verhandlungen nicht zustande kommt.

Als Industriestandard hat sich in der Private-Equity-Branche sowohl auf Dach- wie auf Zielfondsebene das kombinierte Commitment/NAV-basierte Gebührenmodell durchgesetzt.

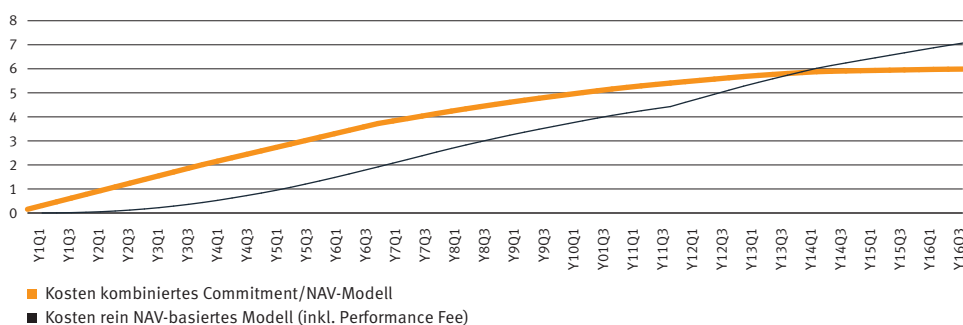
Dabei werden die Gebühren während der Investitionsphase (im Schnitt rund sechs Jahre) auf Basis Commitment und danach bis zum Ende der Laufzeit auf Basis Nettoinventarwert berechnet. Dieses Modell entspricht weitgehend dem effektiven Aufwand, da die Kosten am Anfang der Laufzeit am höchsten sind und mit zunehmender Dauer und Grösse des Portfolios abnehmen. Dieser Ansatz erklärt den typischen Verlauf der J-Curve, wonach die Performanceentwicklung in den ersten Jahren kostenbedingt negativ ist, sich dann aber schnell erholt, wenn erste Wertsteigerungen und/oder gewinnbringende Verkäufe realisiert werden.

Auf der Ebene der Dachfonds oder der Anlagegruppen bei Anlagestiftungen (Fund-of-Funds-Strukturen) ist in den letzten Jahren neben dem konventionellen Commitment/NAV-Modell auch ein alternatives Modell in Erscheinung getreten. Dieses berechnet die Gebühren auf der Ebene des Dachfonds während der ganzen Laufzeit auf Basis NAV, was in den ersten Jahren zu einer tieferen Gebührenbelastung in Bezug auf die Dachfondskosten und damit zu einer Verringerung des J-Curve-Effekts führt.

Dieser anfängliche Vorteil nimmt jedoch mit zunehmendem Investitionsvolumen ab und entwickelt sich nach Ablauf der Investitionsphase nachteilig. Dies deshalb, weil der Gebührensatz beim rein NAV-basierten Modell in der Regel höher ist. Kommen dann gegen Ende der Laufzeit noch Performance Fees hinzu, kann ein solches Modell über die ganze Laufzeit teurer sein als das konventionelle.

Modellrechnung verschiedener Gebührenstrukturen auf Dachfondsebene¹⁾

In Millionen USD



¹⁾ Kumulierte Gebühren auf Stufe Anlagestiftung über die ganze Laufzeit gemäss einer Modellrechnung basierend auf folgenden Annahmen: Commitment USD 100 Mio., Laufzeit 16 Jahre. Gebührensätze kombiniertes Commitment/NAV-basiertes Modell: Jahr 1–3: 0,62%, Jahr 4–6: 0,57% auf Basis Commitment, danach 0,57% auf Basis NAV. Gebührensatz rein NAV-basiertes Modell: 0,85% über die ganze Laufzeit. Performanceentwicklung basierend auf historischer Wertentwicklung. Performance Fee von 5% über Hurdle Rate von IRR 7,5% p.a.

Bei einem Vergleich zwischen verschiedenen Anbietern und Kostenmodellen auf der Ebene des Dachfonds muss zudem berücksichtigt werden, dass der Löwenanteil der Gesamtkosten einer Private-Equity-Anlage auf Stufe Zielfonds anfällt. Eine Analyse von Avadis hat ergeben, dass die Kosten auf der Ebene der Zielfonds rund 85% der Gesamtkosten ausmachen. Zwar sind die Gebühren im Markt generell unter Druck gekommen, erfahrungsgemäss lassen sich diese Kosten auf der Ebene der Single Funds jedoch kaum beeinflussen, da die weltweit besten Zielfonds aufgrund der hohen Nachfrage kaum einem Preisdruck ausgesetzt sind.

85%

der Gesamtkosten machen die
Kosten auf Ebene Zielfonds aus.

Die beschriebenen Gebühren (inklusive Performance Fees) auf Dach- und Zielfondsebene machen zusammen die TER (Total Expense Ratio) aus. Daneben sind jedoch, je nach Anbieter, weitere Kosten zu berücksichtigen. Gewisse Anbieter verrechnen Einmalgebühren auf Einzeltransaktionen wie Co-Investments oder Secondaries (rund 1–2% der Transaktionssumme). Zudem fallen bei einer Open-Ended-Struktur (das heisst das Produkt ist für Zeichnungen und Rücknahmen offen) Ausgabe- und Rücknahmeaufschläge an, die ebenfalls berücksichtigt werden müssen.¹⁾

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das üblicherweise verwendete Gebührenmodell (mit der kombinierten Berechnungsbasis von anfangs Commitment und danach NAV) auf der Dachfondsebene für den Anleger zwar in den ersten Jahren etwas teurer, aber über die ganze Laufzeit betrachtet gleich teuer oder sogar günstiger ist als das NAV-basierte Gebührenmodell.

¹⁾ Avadis kennt in seinem Private-Equity-Programm weder Performance Fees auf Dachfondsebene noch Gebühren auf Einzeltransaktionen oder Ausgabe- und Rücknahmekommissionen.



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Private Equity



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Partners Group

Private Markets Navigator



Partners Group is a global private markets investment manager, serving over 900 institutional investors. We have USD 94 billion in assets under management and more than 1,400 professionals across 20 offices worldwide. We realize potential in private markets by financing and developing great companies, desirable real estate and essential infrastructure. We create value in our investments through active and long-term responsible ownership.



Partners Group

REALIZING POTENTIAL IN PRIVATE MARKETS

Offense is the new defense

Private Markets Navigator Outlook 2020



Table of contents

Private equity	04
Contacts	11

Important information

This material has been prepared solely for purposes of illustration and discussion. Under no circumstances should the information contained herein be used or considered as an offer to sell or solicitation of an offer to buy any security. The information contained herein is proprietary and may not be reproduced or circulated in whole or in part.

All information, including performance information, has been prepared in good faith; however, Partners Group makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information, and nothing herein shall be relied upon as a promise or representation as to past or future performance. This material may include information that is based, in part or in full, on hypothetical assumptions, models, and/or other analyses of Partners Group or any of its affiliates (which may not necessarily be described herein), and no representation or warranty is made as to the reasonableness of any such assumptions, models, or analyses. The information set forth herein was gathered from various sources that Partners Group believes, but does not guarantee, to be reliable. Unless stated otherwise, any opinions expressed herein are current as of the date hereof and are subject to change at any time. All sources that have not been otherwise credited have derived from Partners Group.

The projections, forecasts, and estimates of Partners Group contained herein are for illustrative purposes only and are based on Partners Group's current views and assumptions, which are subject to change at any time. Such projections, forecasts, and estimates involve known and unknown risks and uncertainties that may cause actual results, performance, or events to differ materially from those anticipated in the summary information. Partners Group expressly disclaims

any obligation or undertaking to update or revise any projections, forecasts, or estimates contained in this material to reflect any change in events, conditions, assumptions, or circumstances on which any such statements are based unless so required by applicable law.

Private markets investments are speculative and involve a substantial degree of risk. Private markets investments are highly illiquid and are not required to provide periodic pricing or valuation information to investors with respect to individual investments. There is no secondary market for the investors' interest, and none is expected to develop. In addition, there may be certain restrictions on transferring interests. Past results are not indicative of future performance, and performance may be volatile.

All Partners Group investments mentioned herein were made on behalf of the firm's clients, not on behalf of Partners Group Holding AG or any of its affiliates.

Material notes to readers based in the United States of America: this is a publication of Partners Group AG and is for informational purposes only. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any security. Products or funds mentioned in this publication are not available to US-based investors.

For use with institutional investors only. Not for use with retail investors.

All images are for illustrative purposes only.

© 2019 Partners Group, all rights reserved.

Welcome to Partners Group's Private Markets Navigator for 2020. The Private Markets Navigator shares Partners Group's economic outlook and investment preferences for all private markets asset classes.

Private equity

Building resilience.

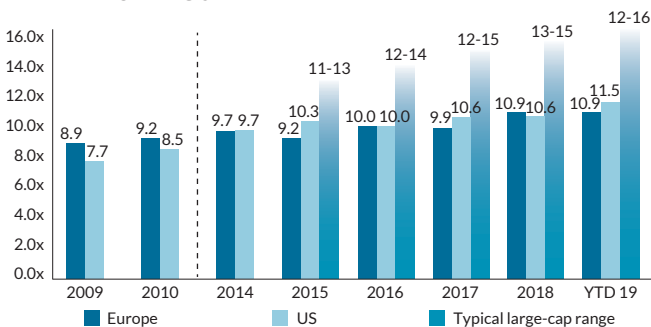
Strong competition in the private equity market has kept valuations at record highs. To navigate this environment, we apply our Thematic Sourcing approach to identify target assets in attractive sub-sectors and then focus on establishing valuation resilience through hands-on value creation.

Market overview

The private equity investment environment remains highly competitive, with valuations near the upper end of historical ranges. The pick-up in volatility in public markets at the end of 2018 and early 2019 had a temporary knock-on effect on private equity transaction volumes. Combined with a more challenging macroeconomic backdrop, this led to a gap between sellers' high valuation expectations and buyers' willingness to pay, which, ultimately, meant volumes declined by 30% year-on-year in H1 2019.¹ Market weakness, however, was short-lived, and private equity volumes have since recovered, with high levels of dry powder and very strong competition in the market keeping valuations high.

¹ Preqin, August 2019.

Average purchase price multiple of pro forma trailing EBITDA for LBOs



Source: Partners Group; S&P Global Leveraged Lending Review, Q3 2019.

The one trend that has persisted is the more pronounced bifurcation we see in the market. Stable, non-cyclical assets are trading at record multiples. Recently, we have witnessed several companies change hands at EV/EBITDA multiples in excess of 20x and, in some instances, even 25x. The companies fetching these prices tend to be technology enablers, supported by long-term demand drivers and a high share of recurring revenues. In our view, although these factors mitigate downside risk, they only partially justify exceptionally high valuations given these companies' inherent sensitivity to changing fundamentals such as growth assumptions. At the opposite end of the spectrum, we see an increasing number of failed auctions for lower quality assets and/or assets that are perceived as having exposure to cyclical or disruption risk. Over the last year, within the scope of our investment activities alone, we saw over 100 failed auctions globally. This phenomenon is also driven by asset sales from a number of relatively young private equity portfolios. Given the absence of portfolio management pressures, general partners have the flexibility to stop sales processes if the bid price falls below their expectations.

As part of our "offense is the new defense" investment philosophy, more so than ever, identifying sub-sector trends that generate higher top-line growth and value creation opportunities at the asset level is vital for achieving attractive returns. This approach allows us to build more resilient valuations and, in turn, should enable companies to be more insulated from economic swings. Finally, we remain prudent in our underwriting by factoring in multiple contraction for potential investment opportunities.

Bilge Ogut Private Equity Europe | Jürgen Diegruber Private Equity Europe

Our current investment themes

Leveraging secular trends instead of macro trends

We maintain our focus on identifying opportunities in segments of the market supported by high and robust growth. Often, growth in these segments derives from the global transformative trends shaping the behavior and consumption habits of businesses and consumers, as well as from industry dynamics and market consolidation. Our strategy is not to look at the market in broad segments such as “consumer” or “healthcare” but to dive deep into the sub-sectors of these segments experiencing above-average growth. This Thematic Sourcing approach allows us to categorize the sub-sectors within a segment such as healthcare by end payer dynamics (insurance versus private pay), decision makers and processes involved, and delivery requirements.

As a result of this analysis, we have concluded that certain segments often perceived as belonging to one sector can exhibit the characteristics of another. If we look at the specific sub-sector dynamics in the veterinary segment, for instance, government regulation within the industry is light; pet care is typically paid for privately; pet ownership is a life choice (which is rising); and

the growing global trend of treating pets like family members is making pet care spending resilient to economic downturns. As such, although often referred to as a healthcare segment, we believe the underlying trends supporting growth in the veterinary industry are closer to consumer sector themes, which enables us to apply a consumer lens to potential opportunities in the segment.

The sub-sector matrix below shows the investment themes currently guiding our sourcing efforts. Our ambition is to identify target assets and develop a full investment thesis for them well before they become available for investment. This involves having a thorough understanding of the sub-sector and the disruption risks that exist within it. It also entails developing tangible asset-level value creation plans and fine-tuning these as the opportunity evolves given our strong belief in building value instead of buying it. Finally, it means designing an effective board of directors that is able to lead these value creation initiatives in a proactive manner together with a target asset’s management team. This stems from our belief that in private markets, hands-on value creation led top-down by the board is the key generator of returns.

Corporate sub-sector matrix: relative value focus areas and investable universe

Healthcare	Bus. & fin. services	Consumer	Industrials	TMT
Aging; value-based care <ul style="list-style-type: none"> • Fertility; physical therapy • Ophthalmology • Dental tech/digital dentistry 	Non-bank financials <ul style="list-style-type: none"> • Lender specialty finance • Insurance brokerage 	Customization; SKU proliferation <ul style="list-style-type: none"> • Contract manufacturing • Flavoring/ingredients 	Automation <ul style="list-style-type: none"> • Industrial consumables • Sensors; control systems; connectivity 	IT infrastructure simplification <ul style="list-style-type: none"> • App development tools • App development outsourcing
Biologics; cell & gene industry <ul style="list-style-type: none"> • Oligos; viral vectors; equipment • Cell & gene manufacturers 	Financial digitization <ul style="list-style-type: none"> • Cashless payment • Modular governance, risk & compliance software 	Health & sustainability <ul style="list-style-type: none"> • Beauty • Healthy diet & lifestyle • Environmental sustainability 	Modern logistics <ul style="list-style-type: none"> • Systems • Peripheral components 	Enterprise digital transformation <ul style="list-style-type: none"> • Niche business process software
Next generation clinical trials <ul style="list-style-type: none"> • Unique contract research organizations • Remote monitoring/virtual trials 	Outsourced services <ul style="list-style-type: none"> • Risk & pension services • Facility & hygiene services 	Premiumization & specialty retail <ul style="list-style-type: none"> • Aspirational brands • Discount retail/bargain hunt 	Advanced manufacturing <ul style="list-style-type: none"> • Critical components • Ceramics; metallurgic • Industrial software 	Explosion of data <ul style="list-style-type: none"> • Analytical/machine learning tools • Public & digital security apps
Healthcare efficiency <ul style="list-style-type: none"> • Health IT • Telemedicine • Diagnostic automation 	Education & training <ul style="list-style-type: none"> • Private education • EdTech & modular learning management 	Pet & vet <ul style="list-style-type: none"> • Services • Products 	Industrial distribution <ul style="list-style-type: none"> • Specialty chemicals distribution • Maintenance, repair and operations 	Network end-point proliferation <ul style="list-style-type: none"> • Devices & device engineering

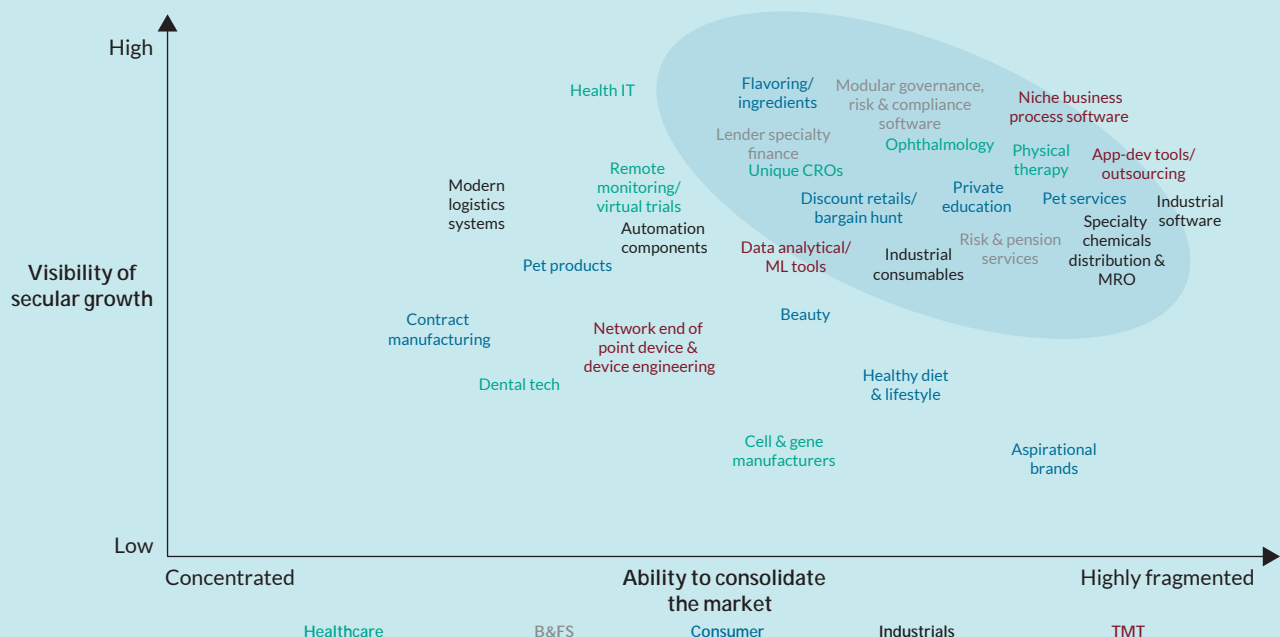
Note: bullet points in black highlight sub-sectors that Partners Group believes are particularly attractive in the current environment. Source: Partners Group, November 2019. For illustrative purposes only.

Partners Group’s Thematic Sourcing approach

Our Thematic Sourcing approach enables us to build a strong conviction for selected sub-sectors and remain more deliberate and disciplined in our sourcing efforts compared to a traditional top-down approach. We think about the attractiveness of sub-sectors according to multiple dimensions, including secular growth prospects and consolidation potential:

- Secular growth prospects**
 We look for themes within sub-sectors with high visibility on five- to ten-year secular growth supported by transformative trends such as technological change, behavioral change, or regulatory change, as well as strong potential for consistent and recurring growth over longer periods.
- Consolidation potential**
 We favor sub-sectors where fragmentation levels are relatively high. Companies can benefit from industry consolidation in an accretive manner – via acquisitions – or organically, for example through unit base roll-out in retail and downstream integration in industrials.

The scatter chart below plots our current Thematic Sourcing focus areas in light of these two dimensions. Themes in the blue area exhibit a particularly high relative value proposition. While we have a global view of the sub-sectors we favor, dynamics and market consolidation may differ by country and region.



Source: Partners Group, November 2019. For illustrative purposes only.

Thematic Sourcing in practice

The sourcing of assets within these sub-sectors is the result of a collaborative approach between our dedicated research team, which sits in our Industry Value Creation team, and our investment teams. While our research team is responsible for mapping out attractive sub-sectors and the most promising companies within them, our investment professionals play a key role in identifying actionable investment targets. Each private equity investment professional maintains and updates a dynamic roster of two near-term, three mid-term, and additional longer-term investment targets – we refer to this as our “2/3/+” approach. This results in a steady and predictable pipeline of lead direct investment opportunities, which currently stands at around USD 175 billion of investment volume.

As part of our 2/3/+ approach, we measure our progress across dimensions such as management relationship, industry advisor network, and seller relationship. The approach ensures that we typically perform at least one-to-two years of work before a transaction comes to market, strengthening our relationships with all relevant stakeholders. This enables us to identify both investment opportunities and industry experts who can help us with due diligence and value creation early on.



Confluent Health, one of the top five independent outpatient physical therapy providers in the US.

Rise in chronic conditions generates demand for physical therapy

One of the transformative trends shaping the healthcare industry is an aging population and increased awareness around health and well-being. According to recent estimates, the global population aged 60 years and older is projected to more than double by 2050, reaching 2 billion people.² At the same time, obesity rates are rising, and chronic diseases are becoming more prevalent. In emerging markets, we continue to focus on the rollout of healthcare coverage and treatment centers. In many parts of the advanced world, efforts to contain healthcare costs by both payers and providers of healthcare services create appealing investment opportunities. In this context, we have identified physical therapy as an interesting sub-sector in the US. The physical therapy segment is expected to grow at a CAGR of 5% going forward.³ We favor this segment in the US over Europe, given market dynamics and market fragmentation.

Our Thematic Sourcing research has highlighted that in the US, a mere 15% of individuals requiring physical therapy treatment are using these services today. The segment is further supported by the potential it offers for cost savings as it helps prevent the development of chronic physical conditions. This replaces the need for more expensive treatments. Depending on the physical condition, relying on physical therapy can be up to 97% cheaper than surgery, 85% cheaper than opioids, and 75% cheaper than injections.⁴ Another attraction is that physical therapy faces less risk of regulatory disruption compared to more traditional healthcare sub-sectors. Given the nature of physical therapy treatment, the segment is also largely insulated from technology disruption.

Our analysis has shown that the top 15 physical therapy chains in the US account for only 12% of total clinics, leaving ample room for industry consolidation. Based on these developments and a comprehensive analysis of the physical therapy universe in the US, we developed a strong conviction in acquiring **Confluent Health** (Confluent), one of the top five independent US outpatient physical

therapy providers. The company provides a diversified physical therapy offering, including outpatient physical therapy across more than 200 clinics in twelve states, in addition to providing continuous education services to post-graduate physical therapists.

Confluent reports same-site growth in the mid-to-high single-digits, attractive EBITDA margins, and a strong consolidation track record. Our asset-level value creation initiatives will include further enhancing same-site store growth, new clinic openings, the expansion of M&A partnership opportunities in new and existing markets, additional partnerships with universities, and strategic and technology investments to support scalability.

Humanization of pets supports growth in veterinary industry

Growth in the flourishing pet care segment is mainly driven by rising pet ownership rates, especially among millennials delaying marriage and family planning. Pets are often filling this gap and, as a result, we are seeing pets being “humanized” and treated like family members. Pet care is a particularly interesting sub-segment of the market: spending on veterinary services increased at a 5% CAGR in recent years, surpassing growth in all other pet care spending categories.⁵ In addition to rising pet populations, longer pet life expectancy also contributes to this trend. Similar to the elderly healthcare segment for humans, healthcare costs for elderly pets are higher than for prime-age animals.

The veterinary industry is a relatively stable sub-sector in the consumer space as many people are willing to forgo other spending rather than see their pets suffer, even during economically challenging times. This is reflected in the continued revenue growth of the sector during the financial crisis in 2008 and 2009. Furthermore, the sector offers upside through consolidation: the pet care space is a highly fragmented market where 87% of clinics operate as independent locations.⁶ What is more, the veterinary industry in the US follows a cash-based operating model insulated from reimbursement and the typical risks associated with healthcare; due to the nature of the business, it is also insulated from technology disruption risk.

² World Health Organization, February 2018.
³ Marketdata LLC, June 2019.
⁴ ProRehab, January 2018.

⁵ American Pet Products Association, 2019.
⁶ Stax Inc., May 2019.

We recently invested in **Blue River PetCare** (Blue River), a leading US operator of veterinary hospitals with over 90 general practice hospitals in 23 states, employing over 300 veterinarians and specialists. Blue River hospitals provide basic primary care that tends to be routine and recurring in nature, with each of their hospitals staffed with three to four veterinarians. The company is well positioned to capture additional market share through an M&A strategy in a highly fragmented market. We will drive asset-level value creation by drawing on Blue River's successful and disciplined history of acquiring add-on clinics at attractive price levels, which is mostly achieved through proprietary sourcing. As opposed to more aggressive industry consolidators, Blue River's soft approach to acquisition by granting continued clinical autonomy to veterinarians makes it a partner of choice, resulting in a busy pipeline of potential acquisition targets. To enhance organic growth, Blue River will invest in local and digital marketing efforts, as well as online scheduling, to drive same-site volume through new and repeat customer growth.

Our ambition is to identify target assets and develop a full investment thesis for them well before they become available for investment.

Focusing on attractive niches in the European consumer space

While most of our sourcing efforts revolve around transformative trends, we also source high conviction assets with a strong and highly defensive position in market niches that benefit from "evergreen" demand. One example is the toy industry in Europe, where parents typically look for brands with a reputation for high quality, and for innovative and relatable products that are safe for their kids to play with.

In the summer of 2019, we acquired a majority stake in **Schleich**, one of Germany's largest toy manufacturers, whose leading reputation for high quality and durability has enabled it to achieve above-market growth. Schleich has carved a strong niche in the traditional toy market, specializing in figurines and playsets. Its toys are sold in more than 50 countries through traditional and online sales channels, and benefit from Schleich's market-leading position for figurines in the DACH region. Boasting a proven, multi-lever growth strategy and driven by expansion into playsets in Germany and growth in international markets, Schleich has demonstrated a robust revenue CAGR of 16% from 2014-2018, which compares to a historical CAGR of 3% for the overall traditional toy market.⁷ The company is led by a capable and committed management team with significant experience in

the consumer retail sector, many of the team having previously worked together at Lego and other leading toy brands.

Our value creation plan for Schleich will build on the company's strong foundation, working closely with management to expand shelf space with key retail customers. We also see strong potential to further develop Schleich's online presence through targeted digitization initiatives that will complement its traditional figurine sales. These include the further development of Schleich's e-commerce sales strategy through partnerships with key online retailers and the development of dedicated apps and other digital content, such as short videos and films, to support the expansion of the Schleich brand. At the same time, we will focus on increasing penetration in new regions, including the UK, France, the US, and China.

How we realize relative value potential in private equity

In global private equity markets, we focus on the following key investment strategies:

Platform companies

We acquire platform companies or assets with a strong management team and infrastructure in a highly fragmented market and then purchase add-on companies to further grow the platform and benefit from synergies.

Niche winners

We acquire companies in sub-segments of specific industries benefiting from particularly strong products or services and demonstrating an ability to grow disproportionately, often through internationalization. We institutionalize the business and extend the product/service offering.

Franchise companies

We acquire businesses or assets on a stand-alone basis – typically, single assets with value creation potential and strong defensive capabilities, high cash flow generation and the ability to quickly de-leverage. We seek to broaden their network and strengthen their positioning.

In general, the market position of these types of companies is not yet dominant at the point of our investment. Where possible, the intention during ownership is to grow the companies through a program of transformative entrepreneurial ownership in the direction of becoming **category leaders**, i.e., businesses that have been able to capture a very large share of the market.

⁷ Euromonitor, June 2019.

Private equity secondaries market overview

The private equity secondary market has been highly competitive over the past few years, and we have identified steady increases in pricing to the extent where quality portfolios often trade at premiums during the peak cycle period. As a result, we had been underweight on secondaries in a relative value context, meaning we still deployed substantial amounts of capital in conviction secondaries but gave higher weight to direct opportunities. As the cycle turns, volatility is picking up, and valuations may come down, making secondary opportunities one of the few strategies that is becoming more attractive overall.

Market overview

Strong deal flow continued in 2019, primarily driven by active portfolio management by limited partners and general partner-led transactions and non-standard transactions – a trend we expect to persist. We are seeing an increased share of younger portfolios coming to the market. Pricing has stabilized at elevated levels, with transaction volumes absorbing the increase in dry powder.

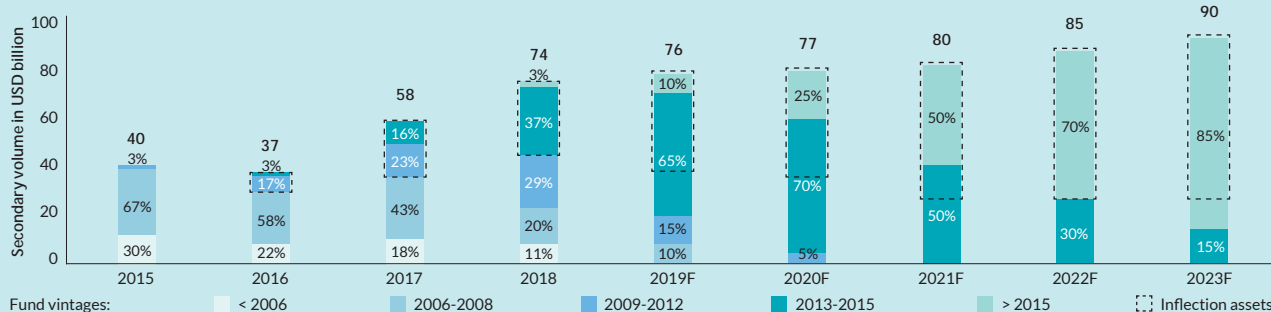
Opportunities within secondaries

In this environment, we are focused on acquiring inflection assets: diversified portfolios of fund interests in recent vintages, high-quality buyout funds in developed markets, managed by leading general partners. Inflection assets are typically two-to-five years old, with high remaining value creation potential coupled with high visibility on the underlying investments and no J-curve effect. We look for a high degree of overlap with our existing private equity portfolio, which allows for greater insights into the underlying assets.

We believe the attractiveness of the segment is supported by the following factors:

- inflection assets are less dependent on near-term exits compared to more mature assets, which reduces exit timing sensitivity and provides higher return stability;
- there are typically more assets at cost in the portfolio, leaving substantial additional value creation potential;
- inflection assets also have less public exposure (vs. tail-end assets), and hence, the portfolios are less prone to adverse public market developments.

Growing secondary market fueled by strong primary fundraising



Source: years 2015-2017 – Greenhill Cogent, January 2016, 2019; year 2018 – Evercore Private Capital Advisory, January 2019; years 2019-2023 – Partners Group estimates based on 2016 to 2018 primary vintages gradually becoming available in the secondary market. For illustrative purposes only.

Relative value analysis

While our corporate sub-sector matrix on page 10 highlights specific themes that we believe are particularly attractive in the current environment based on a bottom-up analysis, our relative value assessment illustrates general sector dynamics based on top-down considerations.

The overall private equity market remains highly competitive, with elevated valuation levels across regions, sectors, and investment type. We have become more positive on the mid-cap sector in Europe, on the back of slightly lower valuations. We continue to identify attractive opportunities in the healthcare and business services sectors globally. In Europe and the US, we are neutral on the consumer sector overall, but have a strong overweight in certain sub-sectors within the non-discretionary segment.

In contrast, we are cautious on discretionary spending given the maturity of the cycle. In emerging markets, consumer themes continue to evolve around affordability and the rising middle class. In Asia, ongoing US/China trade tensions and uncertainty around cross-border demand warrant a cautious approach in the IT and industrials space. We have also become more cautious on late-cycle industrials opportunities across all other regions. For emerging markets, underwriting returns need to compensate for political, macro, and currency risk (or the respective hedging costs).

In the secondaries segment, we see an attractive outlook for inflection assets in Europe and the US as these are less dependent on near-term exits. This reduces exit timing sensitivity compared to mature assets and provides for higher return stability.

Relative value matrix

	NORTH AMERICA				EUROPE				ASIA/EMERGING MARKETS				
	Large	Mid	Small	Growth	Large	Mid	Small	Growth	Large	Mid	Small	Growth	
Directs	Media/telecommunications		Consumer		Media/telecommunications		Consumer		Media/telecommunications		Consumer		Buyout
	Information technology		Healthcare		Information technology		Healthcare		Information technology		Healthcare		Sectors
	Business & financial services		Industrials		Business & financial services		Industrials		Business & financial services		Industrials		
	Inflection assets		Mature assets		Inflection assets		Mature assets		Inflection assets		Mature assets		Buyout
Secondaries	Inflection assets		Mature assets		Inflection assets		Mature assets		Inflection assets		Mature assets		Venture/growth
	Inflection assets		Mature assets		Inflection assets		Mature assets		Inflection assets		Mature assets		
Primaries	Large	Mid	Small		Large	Mid	Small		Large	Mid	Small		Buyout
	Venture		Growth		Venture		Growth		Venture		Growth		Venture/growth

How to interpret the table: the relative value matrix divides the private equity market into various private equity segments, defined by regions (North America, Europe, and Asia/emerging markets) and transaction type (directs, secondaries, and primaries). For direct and primary investments, we classify the investment by size (small-cap up to EUR 250m (Europe) or USD 250m (US); mid-cap from EUR 250m to EUR 2bn (Europe) or USD 250m to USD 2bn (US); and large-cap over EUR 2bn (Europe) or USD 2bn (US) enterprise value) and also include a growth segment (for firms with positive cash flows and exceptional growth potential in need of additional capital to finance further expansion). For secondary investments, we classify by financing stage (buyout and venture/growth), and we distinguish between inflection assets (early stage) and mature assets according to asset/portfolio age. Green and light green highlight a segment with high relative attractiveness given Partners Group's specific capabilities and deal flow. White highlights a neutral segment. Yellow and light yellow mean that Partners Group underweights the segment and requires even greater conviction during bottom-up analysis to pursue an asset.

Contacts




Client relations contact

Andreas Uhde
T +49 89 383 892 51
andreas.uhde@partnersgroup.com

Media relations contact

Jenny Blinch
T +44 207 575 25 71
jenny.blinch@partnersgroup.com

partnersgroup@partnersgroup.com
www.partnersgroup.com

Follow us on LinkedIn 
Follow us on Twitter 
Follow us on YouTube 

Zug

Zugerstrasse 57
6341 Baar-Zug
Switzerland
T +41 41 784 60 00

Denver

1200 Entrepreneurial Drive
Broomfield, CO 80021
USA
T +1 303 606 3600

Houston

Williams Tower
2800 Post Oak Blvd., Suite 5880
Houston, TX 77056
USA
T +1 346 701 3900

Toronto

Exchange Tower
130 King Street West, Suite 1843
Toronto, ON M5X 1E3
Canada
T +1 416 865 2033

New York

The Grace Building
1114 Avenue of the Americas, 41st Floor
New York, NY 10036
USA
T +1 212 908 2600

São Paulo

Rua Joaquim Floriano 1120, 11° andar
CEP 04534-004, São Paulo - SP
Brazil
T +55 11 3528 6500

London

110 Bishopsgate, 14th Floor
London EC2N 4AY
United Kingdom
T +44 20 7575 2500

Guernsey

P.O. Box 477
Tudor House, Le Bordage
St Peter Port, Guernsey
Channel Islands, GY1 6BD
T +44 1481 711 690

Paris

14, rue Cambacérés
75008 Paris
France
T + 33 1 70 99 30 00

Luxembourg

35D, avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxembourg
B.P. 2178
L-1021 Luxembourg
T +352 27 48 28 1

Milan

Via della Moscova 3
20121 Milan
Italy
T +39 02 888 369 1

Munich

Skygarden im Arnulfpark
Erika-Mann-Str. 7
80636 Munich
Germany
T +49 89 38 38 92 0

Dubai

Dubai international Financial Centre
Gate Building, Level 15, Office 55
P.O. Box 121208
Dubai UAE
T +971 4 401 9143

Mumbai

Suite 3103, Four Seasons Hotel
Plot No. 1/136, Dr. E Moses Road, Worli
Mumbai 400 018
India
T +91 22 4289 4200

Singapore

8 Marina View
Asia Square Tower 1 #37-01
Singapore 018960
T +65 6671 3500

Manila

18/F Net Park Building
5th Avenue Corner 26th Street
Bonifacio Global City, Taguig
1634 Metro Manila
Philippines
T +63 2804 7100

Shanghai

Unit 1904-1906A, Level 19
Tower I, Jing An Kerry Center
No. 1515 West Nanjing Road
Jing An District, Shanghai 200040
China
T +86 21 2221 8666

Seoul

25th Fl. (Gangnam Finance Center,
Yeoksam-Dong) 152 Teheranro
Gangnam-Gu, Seoul 06236
South Korea
T +82 2 6190 7000

Tokyo

Daido Seimei Kasumigaseki Bldg. 5F
1-4-2 Kasumigaseki, Chiyoda-ku
Tokyo 100-0013
Japan
T +81 3 5532 2030

Sydney

L32, Deutsche Bank Place
126 Phillip Street
Sydney, NSW 2000
Australia
T +61 2 8216 1900



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

LGT Capital Partners

Private Equity – eine Einführung



LGT Capital Partners is a leading alternative investment specialist with over USD 60 billion in assets under management and more than 500 institutional clients. A large, international team is responsible for managing a wide range of investment programs focusing on private equity and other alternative investments. Headquartered in Pfaeffikon (SZ), Switzerland, the firm has offices in New York, Dublin, London, Paris, Frankfurt, Vaduz, Dubai, Beijing, Hong Kong, Tokyo and Sydney.



Capital Partners

your partner for alternative investments

Private Equity – eine Einführung



«Das wesentliche Argument für eine Investition in Private Equity besteht darin, das Risiko-Ertrags-Verhältnis eines Anlageportfolios zu verbessern. Investitionen in Private Equity bieten dem Kapitalanleger die Möglichkeit, höhere Erträge zu erzielen und gleichzeitig sein Portfolio zu diversifizieren.»

Roberto Paganoni, CEO, LGT Capital Partners

Inhalt

- 4** Private Equity – wesentliche Merkmale im Überblick
- 5** Einleitung
- 8** Performance und Bewertung
- 10** Private-Equity-Anlagestrategien
- 11** Unterschiedliche Engagements in Private Equity
- 13** Private Equity in einem Portfolio
- 14** Hauptrisiken
- 15** Fazit
- 16** Glossar

Private Equity – wesentliche Merkmale im Überblick

Private Equity ist eine Form der Beteiligung an Unternehmen, die in der Regel nicht an einer Börse notiert sind. Das Kapital für Private Equity-Beteiligungen kommt von institutionellen Anlegern sowie vermögenden Personen und kann in folgenden Bereichen eingesetzt werden:

- Finanzierung von Start-Ups, die neue Produkte und Technologien entwickeln (Venture Capital)
- Finanzierung von organischem Wachstum und Akquisitionen
- Verbesserung der Bilanzstruktur von Unternehmen in Sonder-situationen (Special Situations)

Typischerweise werden diese Investitionen von geschlossenen Private Equity-Fonds in der Rechtsform eines Limited Partnerships (Personengesellschaft) getätigt, deren Laufzeit auf zehn bis zwölf Jahre begrenzt ist. Ein Beteiligungsmanager errichtet eine entsprechende Fondsstruktur und die Anleger zahlen über einen Zeitraum von vier bis sechs Jahren schrittweise die von ihnen getätigte Kapitalzusage ein. Private Equity-Manager suchen Unternehmen mit Wachstumspotenzial, um diese durch den Einsatz von frischem Kapital, die Stärkung der Führungsebene sowie operative Verbesserungen zu stärken und die Unternehmenswerte zu steigern. Ein Private Equity-Fonds investiert durchschnittlich in acht bis zwölf Portfoliounternehmen, wobei das investierte Kapital im Anschluss an einen Verkauf an die Anleger zurückgezahlt wird.

Wesentliche Vorteile

- Die langfristigen Renditen sind historisch höher als bei Anlagen in börsennotiertes Eigenkapital
- Die Korrelation mit kurzfristigen Börsenbewegungen ist gering
- Zugang zu nicht börsennotierten Unternehmen, deren Management häufig über eine flexiblere Strategie verfügt, als dies bei börsennotierten Gesellschaften zu beobachten ist
- Die Interessen der Private Equity-Manager entsprechen den Interessen der Anleger

Wesentliche Risiken

- Die Investoren müssen einen Anlagehorizont von mehr als zehn Jahren haben
- Die Performance hängt ganz wesentlich von der Qualität der Private Equity-Manager ab
- Der zu erwartende Verlauf der Kapitalströme ist kaum vorhersehbar; es ist schwierig einzuschätzen, wann ein Private Equity-Fonds Kapital abrufen oder ausschütten
- Der Verkauf von Anteilen an einem geschlossenen Private Equity-Fonds ist nur sehr eingeschränkt möglich

Unternehmen, die Eigentum einer Private-Equity-Gesellschaft sind oder waren



Einleitung

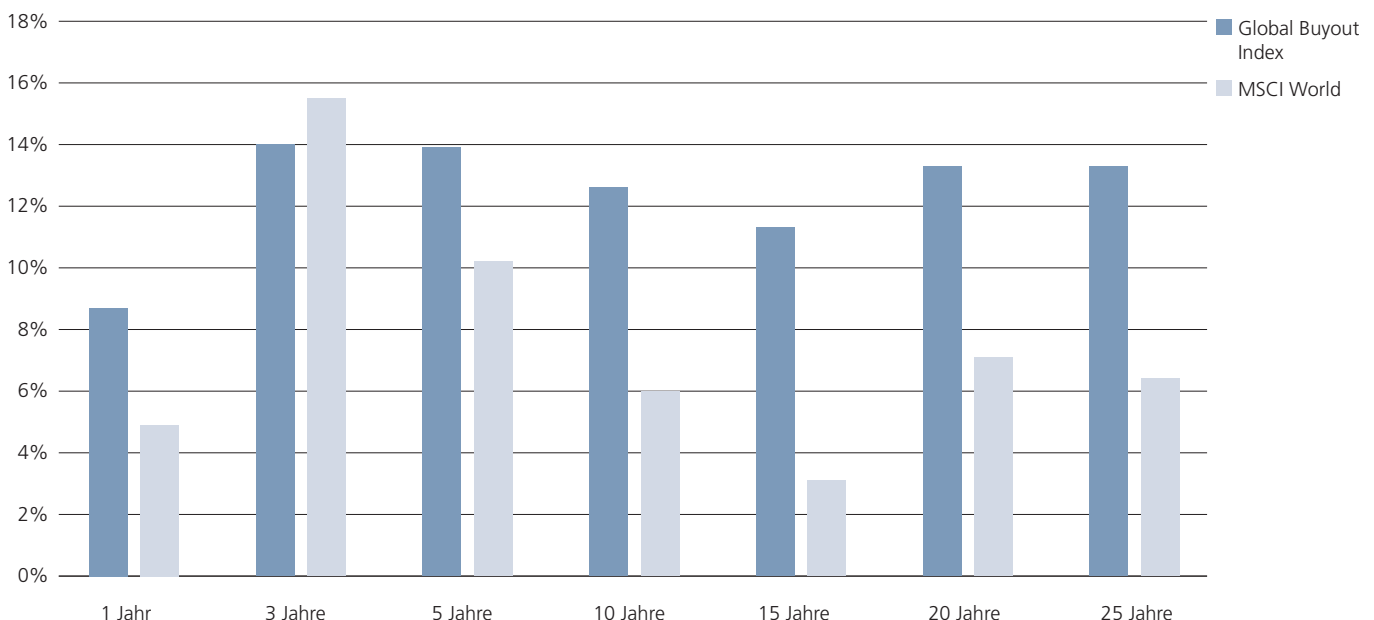
Private Equity ist eine Form der Beteiligung an Unternehmen, die in der Regel nicht an einer Börse notiert sind. Die Beteiligungsmanager begleiten die Unternehmen, in die sie investieren, aktiv und verfolgen dabei das Ziel, innerhalb von vier bis sechs Jahren einen deutlichen Wertzuwachs zu generieren. In den meisten Fällen werden dazu Mehrheitsbeteiligungen eingegangen, um eine umfassende Steuerung der Unternehmensstrategie sicherstellen zu können. Der Einfluss von Grossaktionären auf die Geschäftsführung und die Strategie börsennotierter Unternehmen ist demgegenüber als deutlich geringer einzustufen.

Bereits seit der industriellen Revolution werden Unternehmen zu Investitionszwecken gekauft; der Bereich institutioneller Private Equity-Anlagen ist hingegen ein vergleichsweise junges Marktsegment. Erst seit Ende der 1970er und Anfang der 1980er Jahre ist diese Entwicklung zu beobachten. Heute dürfte das Private Equity-Universum weltweit über 8 000 Beteiligungsmanager umfassen, welche insgesamt Gelder im Umfang von etwa 3,8 Billionen US-Dollar verwalten. Alleine im Jahr 2014 flossen rund um den Globus fast 500 Milliarden US-Dollar an neuen Kapitalzusagen in mehr als 1200 Private Equity-Fonds¹.

Angesichts des riesigen Universums ist es schwierig, die Fonds mit der besten Performance zu ermitteln. Zudem erhalten Anleger oft nur auf Einladung Zugang zu den Fonds der erfolgreichsten Beteiligungsmanager. Häufig wird auch nur eine sehr kleine Anzahl neuer Investoren für einen Fonds zugelassen.

Der Private Equity-Markt ist weniger transparent als die Aktien- und Anleihenmärkte. Allerdings verspricht er den Anlegern mehr proprietäre Anlagechancen mit einem höheren Ertragspotenzial. Wie die nachfolgende Abbildung zeigt, hat Private Equity in der Vergangenheit besser abgeschnitten als die Börsen. So erzielte der zehnjährige Global Buyout-Index eine interne Verzinsung (Internal Rate of Return oder IRR) von 12,7 Prozent und der MSCI World ein Äquivalent von 6,0 Prozent. Dies entspricht einer Überrendite von 6,7 Prozent pro Jahr.

Global Buyout Index vs. MSCI World²



¹ Quelle: Preqin

² Quelle: Cambridge Associates (CA) 2014 Q4 Benchmark-Bericht Der Index beruht auf einer End-to-End-Berechnung auf der Grundlage von Daten aus 1327 internationalen (US und nicht-US-amerikanischen) Buyout-Fonds, einschliesslich vollständig liquidierter Partnerschaften, die von 1986 bis 2014 gegründet wurden. Die Erträge des Global Buyout Index sind gepoolte End-to-End-Erträge, ohne Gebühren, Ausgaben und Carried Interest. Der gepoolte Ertrag vereint alle Kapitalflüsse und End-NAVs in einer Stichprobe, auf deren Grundlage ein dollargewichteter Ertrag berechnet wird. Die Entwicklung in der Vergangenheit ist weder eine Garantie noch ein Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse.

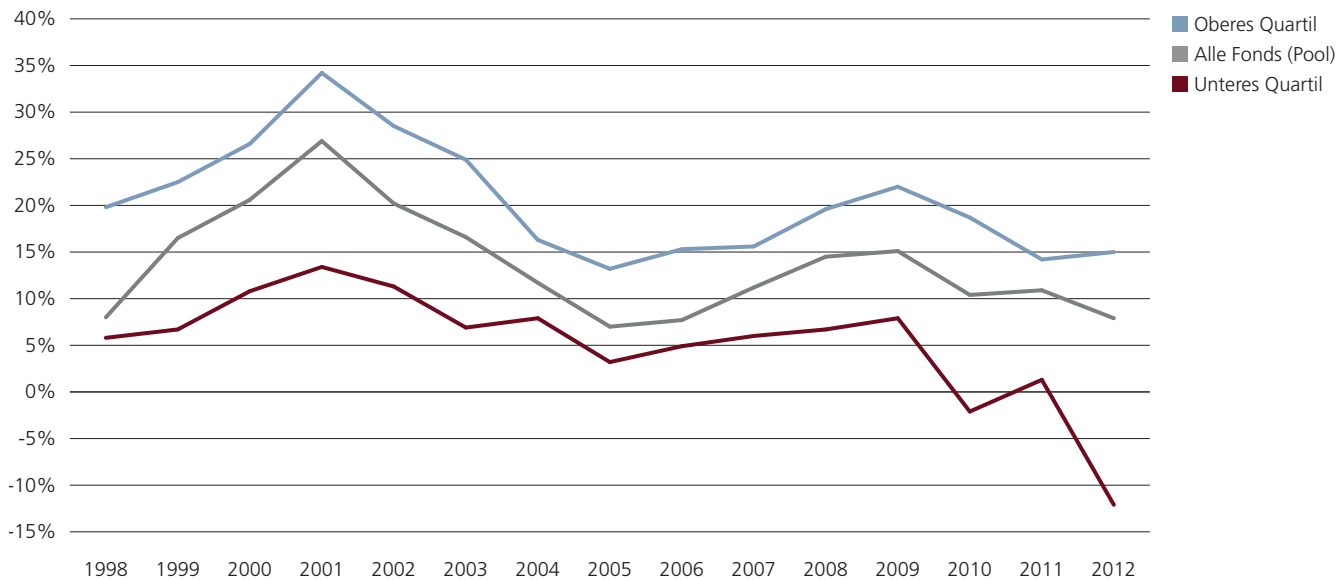
Diese Überrendite wird zumeist als «Prämie» (gegenüber einer vergleichbaren Börseninvestition) betrachtet, die Private Equity-Investoren im Gegenzug für ihr langfristiges Engagement in einen illiquiden Vermögenswert erhalten.

Auch wenn Private Equity im Marktvergleich besser abschneidet als börsennotiertes Eigenkapital, muss an dieser Stelle erwähnt werden, dass die Streuung der Renditen in dieser Anlageklasse sehr hoch ist und der Ertrag von Fonds des ersten Quartils stark von denen im unteren Quartil abweichen kann. Während die Fonds des oberen Quartils konsequent besser abschneiden als

börsennotierte Papiere, erwirtschaften Fonds im unteren Quartil niedrigere Renditen als die Aktienmärkte. Diese breite Streuung der Erträge unterstreicht, wie wichtig die Auswahl der Manager und der Zugang zu den Fonds mit der besten Wertentwicklung (Performance) ist.

In der Vergangenheit haben die einzelnen Private Equity-Manager je nach Anlagestrategie unterschiedliche Erträge verbucht. Generell sind die Erträge von Venture Capital-Fonds besonders volatil, während Buyout-Fonds geringere Schwankungen aufweisen.

Erträge von Buyout-Fonds – Vergleich der Quartile (nach interner Rendite)³



³ Quelle: CA 2014 Q4 Benchmark-Bericht. Auf der Grundlage von Daten aus 1314 internationalen (US und Nicht-US-amerikanischen) Buyout-Fonds, einschliesslich vollständig liquidiertter Partnerschaften, die von 1986 bis 2013 gegründet wurden. Interne Rendite ohne Gebühren, Ausgaben und Carried Interest. Der Research von CA zeigt, dass die meisten Fonds mindestens sechs Jahre brauchen, um das endgültige Quartil-Ranking zu erreichen. Davor werden sie meistens in zwei bis drei anderen Quartilen eingestuft. Deshalb können Fonds- und Benchmark-Performanceangaben aus den jüngsten Vintage-Jahren weniger aussagekräftig sein.

Die Entwicklung in der Vergangenheit ist weder eine Garantie noch ein Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse.

Zwölfjahreszyklus eines Private-Equity-Fonds

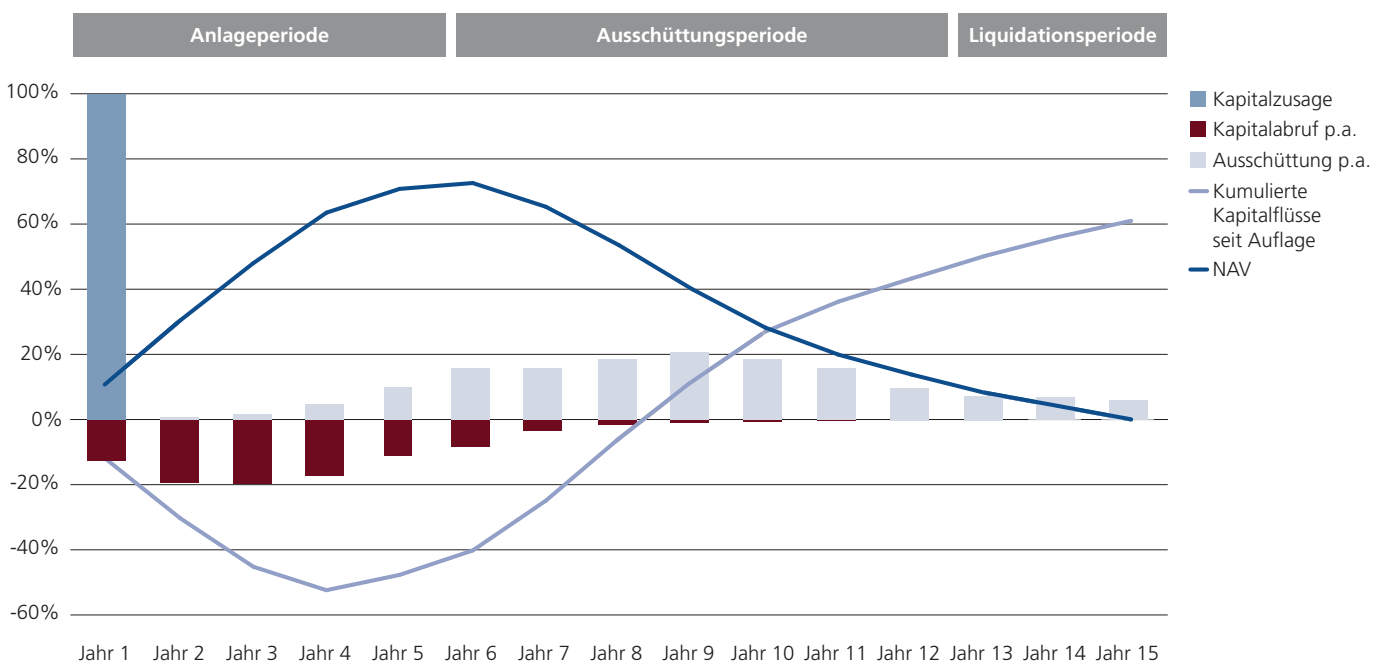
Private Equity erfordert Geduld und die Bereitschaft, gestaffelte Kapitalströme zu verwalten. Die Beteiligungsmanager setzen das ihnen zugesagte Kapital nur dann ein, wenn es für die Finanzierung neuer Investitionen in Portfoliounternehmen benötigt wird. Zudem handelt es sich um langfristige Anlagen, in deren Rahmen die Investoren Teile ihres Kapitals über einen Zeitraum von mindestens zehn Jahren binden.

Private Equity-Fonds sind üblicherweise in der Rechtsform eines Limited Partnerships (Personengesellschaft) strukturiert, in denen die Beteiligungsmanager als General Partner (GP) fungieren und die Anleger als Limited Partner (LP) beitreten. Wenn der GP eine für den Fonds geeignete Investition findet, werden die LPs aufgefordert, einen Teil des zugesagten Kapitals bereitzustellen. Die LPs müssen dem Fonds sodann bis zu einem bestimmten Datum einen Teil der ursprünglichen Kapitalzusage überweisen. Dieser Prozess wird Kapitalabruf genannt. Der GP investiert üblicherweise in den ersten vier bis sechs Jahren der Fondslaufzeit in eine bestimmte Anzahl von Portfoliounternehmen, in der Regel handelt es sich dabei um circa acht bis zwölf Beteiligungen. Sobald eine neue Investition bevorsteht, erhalten die LPs einen

weiteren Kapitalabruf. Während der drei- bis sechsjährigen Haltedauer versucht der GP im Rahmen einer aktiven Betreuung das Unternehmenswachstum organisch und durch Zukäufe zu fördern, die Rentabilität zu erhöhen und die operative Effizienz zu verbessern.

Wenn das Wertsteigerungspotenzial ausgeschöpft ist oder sich eine gute Opportunität ergibt, wird der GP versuchen, die Beteiligung zu realisieren, typischerweise durch den Verkauf an einen strategischen Käufer, die Veräußerung an einen Finanzinvestor oder im Rahmen eines Börsengangs. Im Anschluss an die Realisierung kann das eingesetzte Kapital zuzüglich erzielter Erträge an die LPs ausgeschüttet werden. Ausschüttungen können auch bereits während der Haltedauer erfolgen und sind dann das Ergebnis von Rekapitalisierungen und Dividendenzahlungen der Portfoliounternehmen. Es ist kaum möglich, den genauen Zeitpunkt oder Betrag von Ausschüttungen an die LPs zu prognostizieren. Die Ausschüttungen enden mit der Veräußerung des letzten Portfoliounternehmens. Danach wird der Fonds abgewickelt, was frühestens zehn Jahre nach seiner Auflegung der Fall ist.

Beispiel zur Illustration – Cashflow-Profil eines Private-Equity-Fonds



Performance und Bewertung

Interne Rendite und Multiples

Die beiden wichtigsten Masse zur Bewertung von Private Equity-Beteiligungen sind die interne Verzinsung (IRR) und die sogenannten Multiples oder Multiplikatoren. Die interne Verzinsung eignet sich besonders gut zur Messung der Performance von Private Equity-Beteiligungen, weil sie deren zeitliche Komponente berücksichtigt. Die IRR ist der Diskontsatz, zu dem der aktuelle Wert aller Kapitalflüsse null ist. Neben der IRR ermöglichen die Multiples, die Performance einer Private Equity-Beteiligung zu bewerten. Sie drücken den Wert des Ertrages einer Anlage aus, d.h. den Multiplikator der Kostenbasis, berücksichtigen jedoch nicht den zeitlichen Bezug zu den Kapitalflüssen. Die beiden beliebtesten Multiplikatoren sind:

- D/PI (Distributions to Paid-In oder Ausschüttungen zu eingezahltem Kapital) – das Verhältnis von erhaltenen Ausschüttungen zu dem bereits in den Fonds eingezahlten Kapital
- TV/PI (Total Value to Paid-In oder Gesamtwert zu eingezahltem Kapital) – das Verhältnis der bereits erhaltenen Ausschüttungen und der unrealisierten Bewertung zu dem bereits in den Fonds eingezahlten Kapital

Nettoinventarwert

Seit einigen Jahren werden die Bewertungen der Private Equity-Manager von Aufsichtsbehörden und Anlegern immer strenger geprüft. Normalerweise werden Private Equity-Fonds nach dem Nettovermögenswert (NVW) bewertet. Da Private Equity-Beteiligungen in der Regel nicht börsennotiert sind, beruht die NVW-Ermittlung auf der Einschätzung der Beteiligungsmanager, welche die Portfoliounternehmen regelmässig, d.h. in der Regel quartalsweise, bewerten. Die Bewertung entspricht dem Betrag, zu dem die Beteiligung zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern getauscht werden könnte. Diese Bewertung geht allerdings nicht davon aus, dass die zugrunde liegende Gesellschaft zum Stichtag verkauft werden könnte oder dass die aktuellen Anteilseigner die Absicht haben, ihre Beteiligungen in naher Zukunft zu veräussern. Zumeist werden die Anlagen in den ersten zwölf Monaten nach dem Einstieg zum Anschaffungspreis angesetzt. Danach werden Ansätze auf der Grundlage der Discounted-Cashflow-Methode, vergleichbarer Transaktionen oder bestimmter Börsenkennzahlen eingesetzt.

Zur Berechnung des Gesamtwerts eines Private Equity-Fonds ist jedes einzelne Portfoliounternehmen zu bewerten. Der NVW eines Private Equity-Fonds entspricht dem Wert aller Beteiligungen im Portfolio.

J-Kurve

In der Private Equity-Terminologie steht der Begriff der J-Kurve für den Effekt, dass Private Equity-Fonds in den ersten Jahren ihrer Laufzeit einen negativen Ertrag erzielen und sich erst anschliessend positiv entwickeln. Die Verwaltungsgebühren und sonstige Gründungskosten werden aus den ersten Kapitalabrufen beglichen und eben diese Einzahlungen generieren noch keinen entsprechenden Buchwert. Erst wenn Investitionen in Unternehmen erfolgen und sich entsprechende Wertsteigerungen einstellen bzw. wenn die Beteiligungen wieder veräussert werden, entsteht ein positives Investitionsergebnis.

Beispiel zur Illustration – Kapitalflüsse und Performance-Messung

Private Equity-Fonds X hat ein Volumen von 100. Er investiert insgesamt 85 in die drei Unternehmen A, B und C. Diese Anlagen erfolgen in den Jahren 1, 2 und 3. Der Ausstieg aus den Unternehmen erfolgt:

- Unternehmen A im Jahr 6 mit einem Kosten-Multiplikator von 2,3
- Unternehmen B im Jahr 7 mit einem Kosten-Multiplikator von 1,8
- Unternehmen C im Jahr 8 mit einem Kosten-Multiplikator von 4,0

Der aggregierte Kosten-Multiplikator der drei Investitionen des Fonds X beträgt 2,6 und die korrespondierende IRR beläuft sich am Ende der Fondslaufzeit im Jahr 8 auf 20,6 Prozent. Es handelt sich um Bruttoerträge, weil sie auf den Brutto-Kapital-

strömen beruhen, d.h. vor Abzug von Verwaltungsgebühren, Gründungskosten und Gewinnbeteiligung.

Die Investitionsphase des Fonds X umfasst die ersten drei Jahre, in denen der Investor Y die Verwaltungsgebühr für die gesamte Kapitalzusage von 10 bezahlt. Wenn der Fonds X eine jährliche Verwaltungsgebühr von 2 Prozent der Kapitalzusagen verrechnet, zahlt der Investor Y in den ersten drei Jahren jährlich 0,2. Zudem zahlt der Investor Y den prozentualen Anteil seiner Kapitalzusage in den Fonds X ein, um die Investitionen in die Unternehmen A, B und C zu finanzieren. Ab Jahr 4 zahlt Investor Y eine jährliche Verwaltungsgebühr von 2 Prozent auf Basis der Investitionskosten des bestehenden Portfolios⁴.

Der Fonds X beginnt, den Anlegern das Kapital zurückzuzahlen, sobald er aus den Portfoliounternehmen aussteigt. Wenn dem Investor Y das Kapital, welches er in den Fonds X eingezahlt hat, zuzüglich einer jährlichen Vorzugsrendite von 8 Prozent erstattet wurde, hat der Beteiligungsmanager Anspruch auf eine Gewinnbeteiligung (Carried Interest) von 20 Prozent. In unserem Beispiel erlangt der Beteiligungsmanager im Jahr 8 der Laufzeit einen Anspruch auf Gewinnbeteiligung, wenn das Unternehmen C (das letzte Portfoliounternehmen) veräussert wird. Die Kapitalzusage des Investors Y generiert einen Kosten-Multiplikator des 2,2-fachen und eine interne Rendite von 16,7 Prozent. Dabei handelt es sich um eine Nettoerrendite. Sie entspricht dem endgültigen Ertrag nach Abzug aller Gebühren und Kosten des Fonds.

Brutto-Cashflow	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6	Jahr 7	Jahr 8	Multiple
Unternehmen A	-30					70			2.3
Unternehmen B		-30					55		1.8
Unternehmen C			-25					100	4.0
Total	-30	-30	-25	0	0	70	55	100	2.6
Netto-Cashflow	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6	Jahr 7	Jahr 8	
Kapitalabruf	-3.20	-3.20	-2.70	-0.17	-0.17	-0.11	-0.05		0.00
Ausschüttung						7.00	5.50		8.21
Total	-3.20	-3.20	-2.70	-0.17	-0.17	6.89	5.45		8.21
Performance	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6	Jahr 7	Jahr 8	
D/PI	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.73	1.30		2.16
TV/PI	0.94	0.94	1.00	1.12	1.32	1.65	1.75		2.16
Interne Rendite									16.7%

⁴ Die Berechnungen in diesem Beispiel wurden vereinfacht. Ein Private-Equity-Fonds investiert üblicherweise in acht bis zwölf Portfoliounternehmen; das Beispiel basiert nur auf drei Unternehmen. Es wird angenommen, dass der Wert der nicht realisierten Anlagen nach einer Halteperiode von 24 Monaten jährlich um 20 Prozent steigt. Ferner wird angenommen, dass der Ausstieg jeweils am Jahresanfang erfolgt.

Private Equity-Anlagestrategien

Private Equity-Beteiligungen umfassen ein breites Spektrum an Anlagemöglichkeiten, welche wiederum einen Grossteil der Phasen im Lebenszyklus eines Unternehmens abdecken. Private Equity dient zur Finanzierung neu gegründeter Unternehmen (Start-ups), zur Aufstockung des Eigenkapitals wachsender Unternehmen oder zum Erwerb etablierter Unternehmen. Mit Private Equity kann auch die Bilanzstruktur verbessert werden. Eine Private Equity-Beteiligung kann diese vier grundlegenden Strategien umfassen:

- Venture Capital
- Growth Capital (Wachstumskapital)
- Buyout
- Special Situations (Sondersituationen)

Venture Capital: Als Venture Capital-Investitionen bezeichnet man auch sogenannte Wagniskapitalfinanzierungen.

Es handelt sich um die Finanzierung von jungen Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial, die noch keinen oder fast keinen Umsatz erwirtschaften, oft in Hightech-Branchen wie IT und Telekommunikation. Venture Capital kann in drei Entwicklungsstadien untergliedert werden: Seed Stage, Early Stage und Late Stage

1. Seed Stage-Kapital kommt häufig von Bekannten und Verwandten oder Geschäftspartnern. Es dient der Finanzierung von Machbarkeits- und Marktstudien zu neuen Ideen und Konzepten.
2. Early Stage-Kapital wird für die Produktentwicklung und erste Marketingaktivitäten eingesetzt. Es setzt höhere Beträge und komplexere Unternehmensstrukturen voraus.
3. Late Stage-Kapital finanziert den Ausbau eines relativ jungen Unternehmens, welches die Rentabilitätsschwelle erreicht hat und seine Produkte mit Gewinn verkauft.

Venture Capital gilt in der Regel als die riskanteste aller Private Equity-Beteiligungen.

Growth Capital: Finanzierung etablierter Unternehmen an einem Wendepunkt in ihrer Entwicklung. Diese Unternehmen erzielen in der Regel bereits Umsatz und Betriebsgewinn, sind jedoch nicht in der Lage, ausreichend liquide Mittel zu generieren, um ein zügigeres Wachstum, Akquisitionen oder sonstige Investitionen zu finanzieren. Anlagen in der Wachstumsphase sind oft Minderheitsbeteiligungen ohne Übernahme der Kontrolle in dem unterliegenden Unternehmen.

Buyout: Erwerb einer Beteiligung an einem Unternehmen, das nicht an der Börse notiert ist oder von der Börse genommen werden soll, mit dem Ziel, Einfluss auf das Unternehmen auszuüben. Buyout-Fonds investieren eher in reifere Unternehmen mit einer starken Marktposition. Der Private Equity-Manager ist im Rahmen einer aktiven Betreuung bestrebt, den Wert des Unternehmens zu steigern. In der Regel sind Buyout-Transaktionen zu einem Teil fremdfinanziert. Buyout-Fonds werden entsprechend der Grösse der angestrebten Transaktionen in die Kategorie der kleinen, mittleren oder grossen Buyouts eingeteilt.⁵

Special Situations: Investitionen in Unternehmen, die sich in einer Sondersituation befinden und neu strukturiert oder saniert werden sollen. Die Kontrollübernahme kann dabei beispielsweise mittels des Erwerbs notleidender Kredite erfolgen. Diese Kategorie umfasst Anlagen in Eigenkapital, eigenkapitalähnliche Instrumente und Fremdkapital.

⁵ Die Definitionen für die einzelnen Buyout-Fonds hängen von der Region und der Währung ab. «Klein» bezeichnet generell einen Fonds unter USD 750 Mio., während mittlere Fonds ein Volumen von bis zu USD 3 Mrd. und grosse Fonds von über USD 3 Mrd. haben.

Unterschiedliche Engagements in Private Equity

Anleger können sich auf verschiedene Weise in Private Equity engagieren:

- Investitionen in Unternehmen
- Investitionen in Fonds
- Investitionen in Dachfonds

1. Investitionen in Unternehmen

In diesem Fall erwirbt ein Investor eine grosse Beteiligung an einem nicht an der Börse notierten Unternehmen. Dabei handelt sich jedoch um eine eher unübliche Private Equity-Beteiligung, da sie beträchtliche Ressourcen, ausgezeichnete Netzwerke und eine umfassende Erfahrung voraussetzt (d.h. ein Team aus Spezialisten, welches die Beteiligung erfolversprechend auswählt, verwaltet und verkauft). Einige Staatsfonds sowie ein kleiner Kreis führender Family Offices und Pensionsfonds verfolgen diese Strategie.

2. Investitionen in Fonds

Die meisten Private Equity-Beteiligungen erfolgen über Fonds, die gewöhnlich in acht bis zwölf Portfoliounternehmen investieren. Die meisten dieser Fonds sind als Limited Partnerships (LP) strukturiert. Die Anleger tätigen eine Kapitalzusage gegenüber der Fondsstruktur, nehmen jedoch nicht an den Anlageentscheidungen teil. Ihre Haftung ist beschränkt.

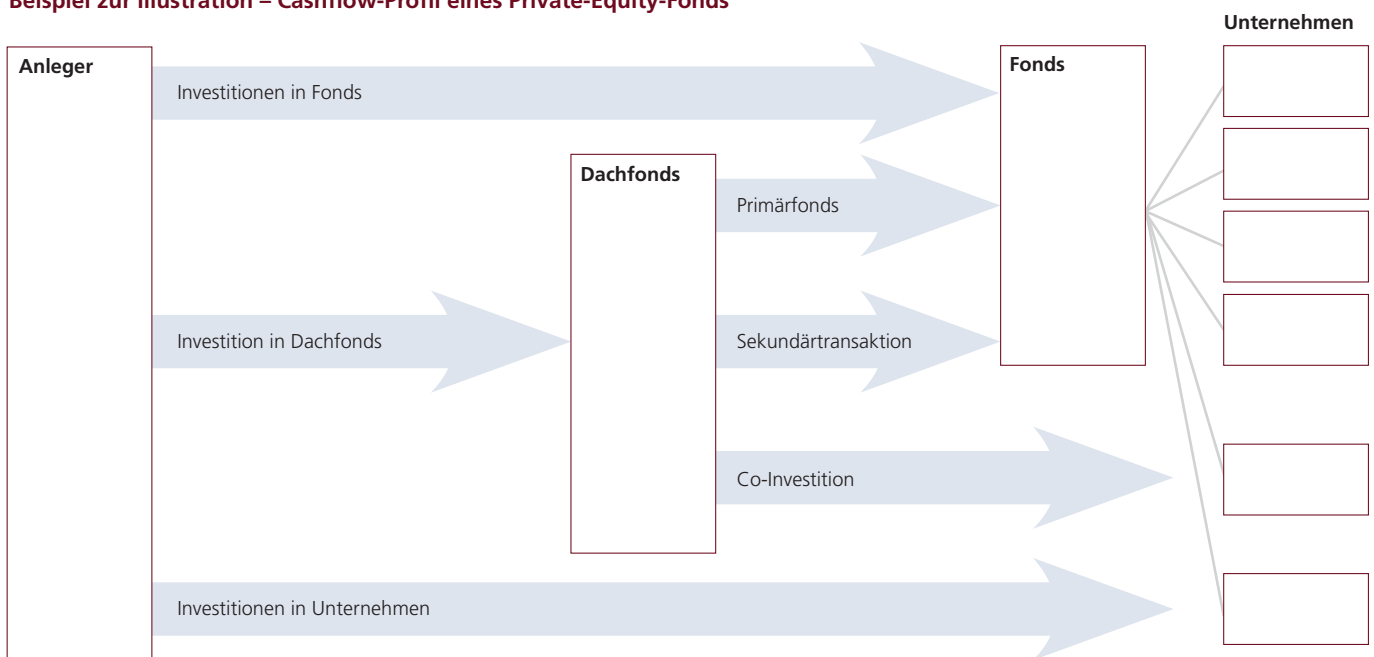
Der Limited Partnership-Vertrag regelt die Bedingungen der Beteiligungen.

Dazu zählen:

- Zielgrösse des Fonds
- Laufzeit des Fonds
- Verwaltungsgebühren
- Vorzugsrendite (Preferred Return/Hurdle Rate)
- Gewinnbeteiligung (Carried Interest)
- Regelungen zu Schlüsselperson

Der Beteiligungsmanager verwaltet die Limited Partnership von der Gründung bis zur Auswahl der Portfoliounternehmen, steigert deren Wert durch aktive Betreuung und verkauft sie schliesslich mit dem Ziel, den Ertrag der einzelnen Anlagen zu maximieren. Die wesentlichen Gebühren im Zusammenhang mit Private Equity-Fonds sind die Verwaltungsgebühren und die Gewinnbeteiligung. Die Verwaltungsgebühr beläuft sich gewöhnlich auf 1,5–2,0 Prozent pro Jahr und wird während der Investitionsphase auf der Grundlage der aggregierten Kapitalzusagen der Investoren berechnet. Nach Ende der Investitionsphase, wenn der Fonds in keine neuen Portfoliounternehmen mehr investiert, berechnet sich die Verwaltungsgebühr in der Regel auf Basis des investierten Kapitals oder auf Basis des Nettovermögenswertes des Fonds. Nach der Rückzahlung des von den Anlegern abgerufenen Kapitals zuzüglich einer Vorzugsrendite (meistens 8 Prozent p.a.⁶) hat der Beteiligungsmanager Anspruch auf eine Gewinnbeteiligung (d.h. Carried Interest). Den aktuellen Markteinschätzungen zufolge beträgt der Carried Interest in der Regel 20 Prozent.

Beispiel zur Illustration – Cashflow-Profil eines Private-Equity-Fonds



⁶ Hinweis: Dieser Preferred Return ist nicht unbedingt immer ein «realer» preferred Return.

3. Anlagen in Dachfonds

Dachfonds ermöglichen Investoren in einem relativ kürzeren Zeitraum einen effizienten Zugang zu einem breiten Private Equity-Portfolio als dies mit direkten Investitionen in einzelne Private Equity-Fonds und/oder Unternehmensinvestitionen möglich wäre. Neben der Auswahl der Manager und dem Zugang verspricht ein Dachfonds durch die Diversifizierung über verschiedene Segmente ein attraktives Risikoprofil. Über einen Dachfonds erhält der Anleger Zugang zu Hunderten von Unternehmen, während ein typischer Private Equity-Fonds nur in acht bis zwölf Portfoliounternehmen investiert.

Der Dachfondsmanager übernimmt die Auswahl, die Überwachung und die Berichterstattung für sämtliche Private Equity-Beteiligungen im Portfolio. Deshalb ist eine Anlage in Dachfonds für Investoren geeignet, die ein diversifiziertes Portfolio aufbauen möchten und es dabei bevorzugen, Auswahl und Verwaltung ihrer Private Equity-Beteiligungen zu delegieren. In der Regel wird das Portfolio eines Private Equity-Dachfonds auf Basis einer ausgewogenen Kombination von drei verschiedenen Anlagestilen strukturiert:

- **Primärprogramme:** Anlagen in einen neu aufgelegten Private Equity-Fonds, bei dem die konkreten Beteiligungsunternehmen noch nicht feststehen (siehe Direktanlagen in Fonds oben)
- **Sekundärtransaktionen:** Kauf eines Anteils an einem bestehenden Private Equity-Fonds, der bereits Investitionen getätigt hat
- **Co-Investitionen:** Direktanlage in ein Unternehmen an der Seite eines Private Equity-Fondsmanagers

Einige Anleger äussern Bedenken wegen der zusätzlichen Gebühren eines Dachfonds. Ein typischer Dachfonds investiert einen Teil seines Kapitals in Primärprogramme, während der Rest in Sekundärtransaktionen und Co-Investitionen allokiert wird. Diese beiden Anlagestile mindern die zusätzlichen Gebühren eines Dachfonds und verbessern den Gesamtertrag der Anlage. Zum einen erhöhen Sekundärtransaktionen die Diversifikation durch das rasche Engagement in hochwertige Private Equity-Fonds, deren Portfoliounternehmen häufig bereits kurz vor dem Verkauf stehen. Zudem ermöglichen sie es dem Anleger, die Auswirkungen der J-Kurve zu mindern, da diese am Sekundärmarkt erworbenen Fonds den für die Anlageklasse typischen Bewertungsrückgang zu Beginn der Fondslaufzeit bereits hinter sich haben und schneller Erträge erzielt werden als mit Primärprogrammen.

Darüber hinaus erlauben die sogenannten Co-Investitionen dem Dachfonds, sein Engagement in attraktive Opportunitäten zu erhöhen und dabei auch die Beziehung zu den besten Beteiligungsmanagern zu stärken. Co-Investitionen erfolgen in der Regel ohne eine Verwaltungsgebühr sowie ohne Gewinnbeteiligung für den Beteiligungsmanager und liefern damit einen wichtigen Beitrag für das Renditeprofil eines Dachfonds.

Die Laufzeit eines typischen Dachfonds erstreckt sich normalerweise über einen Zeitraum von zwölf Jahren. Für den Fall, dass das Portfolio nach zwölf Jahren nicht vollständig liquidiert werden konnte, ist eine Verlängerung um bis zu drei Jahre möglich. Anleger in Dachfonds ziehen Barausschüttungen gewöhnlich der Auskehrung von Sachwerten vor, weshalb sie meist einer Verlängerung der Laufzeit zustimmen, bis der Fonds sämtliche Beteiligungen veräussern konnte.

Börsennotierte Private-Equity-Anlagen

Neben diesen drei Möglichkeiten bieten auch börsennotierte Private Equity-Fonds, börsennotierte Dachfonds oder börsennotierte alternative Asset-Manager Zugang zu Private Equity. Das börsennotierte Private Equity-Universum ist gross. Die Marktkapitalisierung der notierten Private Equity-Fonds wird auf 170 Milliarden Euro geschätzt. Zudem beläuft sich die Marktkapitalisierung notierter alternativer Anlagen auf ca. 50 Milliarden Euro. Davon entfallen rund 70 Prozent auf Private Equity.⁸

Die Anteile an börsennotierten Private Equity-Fonds gewährleisten tägliche Liquidität, auch wenn die Handelsvolumina häufig sehr niedrig sind. Da es sich bei den unterliegenden Beteiligungsunternehmen auch bei börsennotierten Private Equity-Fonds um illiquide Assets handelt – so wie es auch bei herkömmlichen Private Equity-Investitionen der Fall ist – kann der Aktienkurs aber stark vom Wert der unterliegenden Unternehmensbeteiligungen abweichen. In den vergangenen 25 Jahren wurden börsenorientierte Private Equity-Fonds mit einem durchschnittlichen Abschlag von 17 Prozent zu ihrem NVW gehandelt. In diesem Zeitraum wurden Abschläge von 30 Prozent bis hin zu Prämien von 5 Prozent verzeichnet⁹.

Notierte Private Equity-Anlagen sorgen für einen direkteren Zugang zu dieser Anlageklasse, da sich die Anleger gewöhnlich über den Kauf von Aktien engagieren. Die langfristigen Erträge notierter Private Equity-Anlagen entsprechen den traditionellen Private Equity-Beteiligungen. Auf kurze Sicht sind notierte Private Equity-Anlagen jedoch der Volatilität an den Börsen ausgesetzt, und ihr Wert kann sehr stark schwanken.

⁷ Private Equity-Dachfonds gehen neben den bestehenden Beziehungen zu Fondsmanagern häufig auch Co-Investments ein.

⁸ Quelle: LGT Capital Partners

⁹ Quelle: LGT Capital Partners, Datastream

Private Equity in einem Portfolio

Typische Allokation in Private Equity

Die Allokation in Private Equity steigt stetig zulasten der traditionellen Anlageklassen. Viele neue Anleger sind eingestiegen, weil diese Anlageklasse konsequent besser abschneidet als Börsenanlagen. Family Offices und Stiftungen haben in der Regel die höchste prozentuale Allokation. Sie teilen Private Equity im Schnitt 26 bzw. 12 Prozent der Portfolios zu, während Pensionsfonds durchschnittlich nur sechs Prozent ihres verwalteten Vermögens in diese Anlageklasse allokierten.¹⁰ Eine aktuelle Untersuchung des Datenanbieters Preqin kommt zu dem Ergebnis, dass sämtliche Anlegergruppen derzeit 1–2 Prozent unter ihrem Allokationsziel liegen, was bedeutet, dass in der nahen Zukunft mehr Kapital in die Anlageklasse fließen könnte. Neben den bestehenden Investoren dürften aber auch viele neue Anleger in Private Equity einsteigen.

Private Equity sollte nur im Rahmen eines bereits gut diversifizierten Portfolios in Betracht gezogen werden, da das höhere Renditepotenzial mit höheren Risiken und geringerer Liquidität verbunden ist. Die ideale Private Equity-Allokation hängt auch von der Risikofreude und dem Gesamtrenditeziel des Anlegers ab. Besonders ist hervorzuheben, dass zugesagtes Kapital nicht sofort eingezahlt, sondern über mehrere Jahre abgerufen wird. Investoren müssen das zugesagte Kapital von dem tatsächlich investierten Kapital unterscheiden.

Den Vorteil einer Private-Equity-Beteiligung maximieren

In der Regel ist eine Private Equity-Beteiligung für ein Portfolio von Vorteil, weil sie einen zusätzlichen Diversifikationseffekt bietet. Private Equity sorgt zudem für potenziell höhere Renditen als die meisten der traditionellen Anlageklassen. Um das volle Diversifikationspotenzial von Private Equity in einem Portfolio auszuschöpfen, sollten Anleger ihre Beteiligungen auf verschiedene Anlagestile (Primärprogramme, Sekundärtransaktionen und Co-Investitionen), Beteiligungsmanager, Phasen (Venture Capital, Growth Capital, Buyouts, Special Situations), Branchen, Regionen und Auflagejahre aufteilen. So senken sie das Gesamtrisiko aus einzelnen Risikofaktoren und verbessern das Risiko-Ertragsprofil des Portfolios.

Wichtige Überlegungen

- Die höheren erwarteten Erträge der Private Equity-Beteiligungen sind die Prämie dafür, dass das investierte Kapital nicht jederzeit abgezogen werden kann, die sogenannte Illiquiditätsprämie
- Ein Anleger muss sich auf die Anlageentscheidungen eines Private Equity-Managers verlassen, weil der Fonds gewöhnlich noch keine Investitionen getätigt hat, wenn der Investor Kapital zusagt («Blind Pool Risk»)
- Der Zeitpunkt der Ausschüttungen ist ungewiss
- Die Bewertungen während der Laufzeit lassen keine zuverlässigen Rückschlüsse auf das endgültige Resultat zu
- Die Diversifikation über Fonds ist zwar wirksam, aber nicht alle Risiken können auf diese Weise ausgeschlossen werden
- Vor einer Anlage in Private Equity sollten sich Anleger in Bezug auf Besteuerung und Haftung beraten lassen

¹⁰ Quelle: Preqin Investor Network Global Alternatives Report, 2015

Wesentliche Risiken

Vor einer Anlage in Private Equity sollten Anleger die allgemeinen Risiken von Investitionen sowie die besonderen Risiken dieser Anlageklasse abwägen. Investoren sollten sich vor allem auch der Möglichkeit einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung der Investitionen bewusst werden, mit Konzepten wie Transparenz und Illiquidität vertraut sein und die Risiken bei Nichterfüllung von geleisteten Kapitalzusagen kennen.

Underperformance von Anlagen

Renditen der Vergangenheit sind weder eine Garantie noch ein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Bei Private Equity besteht immer auch das Risiko einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung oder eines Verlustes. Dieses Risiko kann nicht vollständig ausgeschlossen, sondern nur durch genaue Prüfung und sorgfältige Auswahl der Investitionen verringert werden. Sämtliche Fondsinvestitionen, auch die in Private Equity-Fonds, können einen hohen Wertverlust erleiden. Mögliche Gründe hierfür sind:

- Falsche Investitionsentscheidungen
- Negative betriebliche Wertentwicklung eines Portfoliounternehmens
- Abweichung von der Strategie
- Risikofaktoren, die vom Anleger übersehen oder nicht erkannt wurden
- Unerwartete Ereignisse oder negative Marktentwicklungen
- Bekannte und in Kauf genommene Risiken, die mit der Anlagestrategie verbunden sind

Transparenz

Die Anlageklasse ist gekennzeichnet durch öffentlich nicht zugängliche Informationen, was es schwierig macht, vergleichbare Performancedaten der einzelnen Fonds zu erhalten. Private Equity-Fonds und Dachfonds müssen ihre Ergebnisse in der Regel nicht offenlegen. Detaillierte Angaben erhalten nur die Anleger eines bestimmten Private Equity-Fonds oder Dachfonds. Deshalb ist es schwierig, die Manager zu vergleichen. In jüngster Zeit üben gewerbliche Marktforschungs-Anbieter und die Medien im Rahmen des allgemeinen Auskunftsrechts Druck auf

US-Pensionsfonds aus, die Daten zu ihren Private Equity-Beteiligungen und -Erträgen zu veröffentlichen. Die Beteiligungsmanger argumentieren dagegen, dass die erzwungene Offenlegung gegen das Interesse der Portfoliounternehmen und der Investoren (Limited Partner) verstossen kann, da Zwischenberichte keine verlässlichen Rückschlüsse auf das endgültige Ergebnis zulassen und zudem irreführend sein können.

Illiquidität

Private Equity-Beteiligungen sind von Natur aus illiquide und daher nur für langfristige Anleger mit einer sogenannten Buy-and-Hold-Strategie geeignet. Da es keinen regulierten Markt für Private Equity-Beteiligungen gibt, können Kapitalzusagen ohne Einverständnis des Fondsmanagers nicht zurückgenommen und Anteile nicht zurückgegeben werden. Der Sekundärmarkt für Private Equity-Beteiligungen entwickelt sich zusehends und bietet Anlegern die Möglichkeit, vorzeitig aus ihrer Anlage auszusteigen. Trotzdem hängen ein solcher Ausstieg und dessen Ergebnis stark von der Qualität des Fonds und dem Marktumfeld ab. Verkäufer müssen oft hohe Abschläge hinnehmen, wenn sie ihre Private Equity-Beteiligungen am Sekundärmarkt verkaufen. Anleger sollten den Zeithorizont und die Illiquidität der Anlagen beachten, bevor sie sich in Private Equity engagieren. Die Kapitalabrufe und Ausschüttungen sind nicht vorhersehbar.

Nichterfüllung einer Kapitalzusage

Wenn ein Anleger seine Kapitalzusage nicht erfüllen kann, erleidet er typischerweise einen Verlust und muss eine Strafe zahlen. Nach den rechtlichen Bestimmungen eines Private Equity-Fonds ist der Fondsmanager in der Regel ermächtigt, Kapital abzurufen, bis alle Kapitalzusagen erfüllt sind. Sollte ein Anleger dem Kapitalabruf nicht nachkommen, darf ihm der Fondsmanager zusätzliche Gebühren in Rechnung stellen. In einem extremen Szenario kann der Anleger einen hohen Kapitalverlust erleiden.

Fazit

Die Allokation in Private Equity steigt stetig zulasten traditioneller Anlageklassen, weil Private-Equity-Beteiligungen konsequent besser abschneiden als Börsenanlagen. Mit einem Anlagehorizont von mehr als zehn Jahren erfordert Private Equity ein langfristiges Engagement sowie die Bereitschaft, eine niedrigere Liquidität und unvorhersehbare Kapitalflüsse zu akzeptieren. Ferner hängen die Erträge stark von der Fähigkeit des Anlegers ab, Zugang zu den Managern mit der besten Performance zu erhalten, da die Renditen der Fonds im oberen und

im unteren Quartil deutlich voneinander abweichen. Bei Anlagen mit hervorragenden Private-Equity-Managern ist Private Equity gut positioniert und erzielt im Vergleich zu Börsenanlagen überdurchschnittliche Erträge. Die nachstehende Tabelle verdeutlicht die Unterschiede zwischen Private Equity und traditionellen Anlageklassen.

Wesentliche Merkmale von Private Equity im Vergleich zu traditionellen Anlageklassen

Parameter	Private Equity	Traditionelle Anlageklasse
Angebotsart	Geschlossen	Offen
Mindestanlagehorizont	> 10 Jahre	Keiner
Markt	Privatplatzierung	Börse
Mindestanlage	Bedeutend	Keine/niedrig
Investitionsstrategie	Aktiv	Passiv/Aktiv
Transparenz der unterliegenden Vermögenswerte	Niedrig/beschränkt	Hoch
Kapitaleinsatz	Allmählich über mehrere Jahre	Immer vollständig investiert
Bewertung	Vierteljährliche Bewertungen	Kontinuierlich
Preisvolatilität	Tief	Hoch
Realisierung	Beteiligung wird verkauft oder an eine Börse gebracht	Aktien an Börse verkauft

Glossar

Auflagejahr

Jahr, in dem für einen Fonds die Investitionsperiode beginnt.

Ausschüttung

Barmittel, die an die Anleger eines Private Equity-Fonds ausgezahlt werden.

Beirat

Externe Beratergruppe eines Private Equity-Fonds, die meistens aus den grössten Anlegern des Fonds besteht. Die Beratung umfasst die Gesamtstrategie bis hin zur Portfoliobewertung. Weniger formal als ein Verwaltungsrat.

Buyout

Transaktion, in deren Rahmen ein Geschäft, eine Sparte oder ein Unternehmen von den aktuellen Aktionären übernommen wird.

Buyout-Fonds

Ein Fonds, der die Kontrollmehrheit in etablierten Unternehmen erwirbt.

Catch-up-Periode

Nachdem ein Private Equity-Fonds das von den Anlegern abgerufene Kapital und die Vorzugsrendite zurückgezahlt hat, beginnt für den Fonds gewöhnlich eine Catch-up-Periode. In dieser Zeit erhält der Fondsmanager den Grossteil oder die Gesamtheit der Gewinne, die der Fonds erzielt hat, bis die vereinbarte Gewinnteilungsschwelle (Carried Interest) erreicht ist.

Co-Investitionen

Direktanlage in ein Unternehmen zusammen mit einem Private Equity-Beteiligungsmanager.

Deal Flow

Anzahl der potenziellen Investitionen, die ein Beteiligungsmanager in einem bestimmten Zeitraum prüft.

D/PI (Ausschüttungen zu eingezahltem Kapital)

Verhältnis von erhaltenen Ausschüttungen zu dem bereits in den Fonds eingezahlten Kapital.

Eingezahltes Kapital (PI)

Der Anteil des zugesagten Betrags, den ein Anleger effektiv in den Private Equity-Fonds eingezahlt hat.

General Partner (GP)

Der aktive Komplementär eines Limited Partnerships (die meistverbreitete Form eines Private Equity-Fonds), der die Tagesgeschäfte des Fonds führt, der Fondsmanager.

Gewinnbeteiligung

Gewinnanteil, auf den ein Fondsmanager Anspruch hat, nachdem er den Investoren die Kosten der Anlagen zurückgezahlt hat, zuzüglich einer festgelegten Vorzugsrendite. Gewöhnlich als Prozentsatz des Gesamtgewinns eines Fonds ausgedrückt.

Interne Verzinsung (Internal Rate of Return oder IRR)

Der Abzinsungsfaktor, bei dessen Verwendung der aktuelle Wert der künftigen Kapitalströme einer Investition den ursprünglichen Kosten der Investition entspricht. Es wird bestimmt, wann der Nettowert der Kapitalabflüsse (Investitionskosten) und die Kapitalzuflüsse (Ertrag der Investition) null beträgt. In diesem Fall entspricht der Abzinsungsfaktor der internen Verzinsung.

Investitionsphase

Der Zeitraum, in dem ein Fonds Investitionen tätigen darf.

J-Kurven-Effekt

Die Kurve, die im Rahmen einer grafischen Darstellung des Bewertungsverlaufs entsteht, wenn die Erträge eines Private-Equity-Fonds auf einer Zeitachse (von der Auflegung bis zur Abwicklung) dargestellt werden. Die ersten Kapitalabrufe, aus denen üblicherweise die Verwaltungsgebühren und sonstige Gründungskosten bezahlt werden, ergeben keinen entsprechenden Buchwert. Aus diesem Grund erzielt ein Private Equity-Fonds zu Beginn seiner Laufzeit einen negativen Ertrag. Wenn die ersten Ausschüttungen erfolgen, steigen die Erträge des Fonds stetig an.

Kapitalabruf

Teil des zugesagten Kapitals, der von einem Private Equity-Fonds für Investitionen und zur Zahlung der Verwaltungsgebühren sowie sonstiger Kosten abgerufen wird.

Kapitalzusage

Die Verpflichtung eines Anlegers, einen bestimmten Betrag in den Fonds einzuzahlen.

Nettovermögenswert (NVW)

Der Wert der Anlagen auf der Grundlage der Bewertungsrichtlinien der Private Equity-Gesellschaft.

Vorzugsrendite

Der Mindestertrag, der an die Anleger ausgeschüttet werden muss, bevor der Private Equity-Fondsmanager Anspruch auf eine Gewinnbeteiligung erlangt hat. Auch Hurdle Rate genannt.

Primärprogramme

Anlagen in neu aufgelegte Private Equity-Fonds, die gewöhnlich als Limited Partnerships errichtet werden.

Sekundärtransaktionen

Kauf eines Anteils an einem Private Equity-Fonds von einem Investor, der diesen Anteil verkaufen will, bevor der Fonds abgewickelt wird.

TV/PI (Gesamtwert zu eingezahltem Kapital)

Verhältnis der bereits erhaltenen Ausschüttungen und der unrealisierten Bewertung zu dem bereits in den Fonds eingezahlten Kapital.

Zeichnungsvereinbarung

Zeichnungsantrag eines Anlegers, der in einen Private Equity-Fonds investieren will.

LGT Capital Partners AG

Schützenstrasse 6
 CH-8808 Pfäffikon
 Tel. +41 55 415 96 00
 Fax +41 55 415 96 98

LGT Capital Partners (U.K.) Ltd.

35 Dover Street
 London W1S 4NQ
 Tel. +44 20 7529 0960
 Fax +44 20 7529 0979

**LGT Investment Consulting
(Beijing) Ltd.**

Suite 1516, 15th Floor
 China World Tower 1
 No. 1 Jianguomenwai Avenue
 Chaoyang District
 Beijing, P.R. China 100004
 Tel. +86 10 5737 2502
 Fax +86 10 5737 2627

**LGT Capital Partners (Australia)
Pty Limited**

Level 36 Governor Phillip Tower
 1 Farrer Place
 Sydney NSW 2000
 Tel. +61 414 375 513

LGT Capital Partners (USA) Inc.

1133 Avenue of the Americas
 New York, NY 10036
 Tel. +1 212 336 06 50
 Fax +1 212 336 06 99

LGT Capital Partners (FL) AG

Herrengasse 12
 FL-9490 Vaduz
 Tel. +423 235 25 25
 Fax +423 235 25 00

LGT Capital Partners (Asia-Pacific) Ltd.

Suite 4203 Two Exchange Square
 8 Connaught Place
 P.O. Box 13398
 Central Hong Kong, HK
 Tel. +852 2522 2900
 Fax +852 2522 8002

LGT Capital Partners (Ireland) Ltd.

Third floor
 30 Herbert Street
 Dublin 2
 Tel. +353 1 433 74 20
 Fax +353 1 433 74 25

LGT Capital Partners (Dubai) Limited

DIFC, The Gate Building (West), Level 2
 P.O. Box 506793
 Dubai, United Arab Emirates
 Tel. +971 4 436 7175
 Fax +971 4 436 7180

LGT Capital Partners (Japan) Co., Ltd.

17th Floor Stage Building
 2-7-2 Fujimi, Chiyoda-ku
 102-0071 Tokyo
 Tel. +81 3 6272 6442
 Fax +81 3 6272 6447

Quelle des Inhalts

Dieses Dokument wurde ausschliesslich von LGT Capital Partners, der Asset Management Division der LGT Group erstellt. Das Unternehmen ist ein führender Spezialist für alternative Anlagen, verwaltet USD 50 Mrd. und betreut mehr als 400 institutionelle Kunden. Ein grosses internationales Team verwaltet eine breite Palette von Investitionsprogrammen mit folgenden Schwerpunkten: Private Equity, Liquid Alternatives sowie Multi-Asset-Lösungen. Das Unternehmen hat seinen Hauptsitz in Pfäfers (SZ) in der Schweiz und unterhält Niederlassungen in New York, Dublin, London, Vaduz, Dubai, Peking, Hongkong, Tokio und Sydney.

Risikohinweise/Disclaimer

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot und keine Aufforderung zur Offertenstellung, kein öffentliches Inserat und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder

anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation wurde von unseren Mitarbeitenden verfasst und beruht auf Informationsquellen, die wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der hier enthaltenen Informationen abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für finanzielle, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von

Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Das Risiko von Kursverlusten sowie von Fremdwährungsverlusten und Renditeschwankungen aufgrund einer ungünstigen Entwicklung der Wechselkurse kann nicht ausgeschlossen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass die Anleger nicht den vollen, von ihnen investierten Betrag zurückerhalten. Wir schliessen uneingeschränkt jede Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art aus, sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbietet oder von einer Bewilligung abhängig macht. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten.

LGT Capital Partners AG
Schützenstrasse 6, CH-8808 Pfäffikon
Tel. +41 55 415 96 00, lgt.cp@lgt.com

LGT Capital Partners (FL) AG
Herrengasse 12, FL-9490 Vaduz
Tel. +423 235 25 25, lgt.cp@lgt.com

www.lgtcp.com



Schroder Adveq

US small buyouts: Exploiting inefficiencies
in the world's most efficient economy

Schroder Adveq

Founded in 1997, Schroder Adveq Management AG ("Schroder Adveq") is a leading asset manager investing in private equity globally. It offers specialised investment solutions, which allow Schroder Adveq's clients to access private equity investments globally through primary, secondary and co-investments. Schroder Adveq has investment programs focused on the US since 1997, Europe since 1998 and Asia since 2006. Schroder Adveq also offers global investment- and client specific mandate solutions and is committed to being a market leader in responsible investing. Schroder Adveq's client base comprises of institutional investors such as pension funds, insurance companies, endowments, family offices and other financial institutions located in Europe, North America, Middle-East and the Asia-Pacific region. Many of Schroder Adveq's investors are repeat, long-term clients with whom Schroder Adveq has developed a role as a trusted partner for private market investing.

US small buyouts: Exploiting inefficiencies in the world's most efficient economy

November 2019

While the US remains the best run economic machine globally, attracting high levels of capital, market efficiency and capital overabundance are typically not ideal conditions for return generation. The US buyout space in particular is experiencing record high valuations at the large end of the market and record fund raising. However, there is a bifurcation of the market with a less efficient and less overcrowded 'long-tail' of hundreds of thousands of smaller companies that offer attractive entry conditions for private equity investors. After having grown to a larger size – often helped by the active intervention of the respective buyout fund managers – many of these companies can benefit from the efficient sales processes and surplus of capital seen at the larger end of the market. A caveat is that finding and managing investments in the 'long-tail' of the US company universe is not an easy task.

Ethan Vogelhut
Head of Buyout Investments, Americas



A common worry

'Are the best days of US buyouts behind us? Has the market become too overcrowded with capital relative to the opportunity set at a peak time in economic activity?' These are just some of the thoughts keeping limited partners awake at night. Schroder Adveq believes that investors should sleep better; there are still highly attractive opportunities for those willing to do the hard work to find them. US small buyout investments¹ in particular present a compelling opportunity for investors to generate outsized returns and can serve as an alpha-generating complement to a mainstream large buyout portfolio. Highly specialised small buyout managers are able to utilise all of the levers of private equity value creation by capitalising on the

inefficiencies inherent in buying and transforming small US companies. Ultimately they can then sell these businesses into a well-capitalised, highly efficient buyer universe. Successfully investing in the small buyout space requires skill and the appropriate resources due to its scale and scope, so investors should be thoughtful in how they approach the market and construct their portfolios.

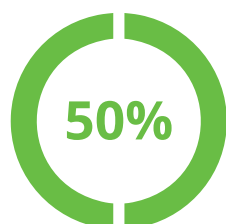
The world's most efficient economy

Imagine a perfect setting for buyout investing: robust access to investment capital, business-friendly regulations and strong investor protections, combined with a highly liquid market for buying and selling a business. The US comes closer to this utopia than any other region with leading positions in global GDP, M&A activity, and capital market volume paired with a top 5% 'Ease of Doing Business' ranking according to the World Bank.

¹ Small buyout includes funds <USD 2 billion in size and companies with revenues between USD 5-100 million. Large buyout includes funds >USD 2 billion and companies with revenues >USD 500 million.

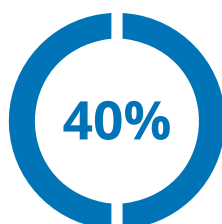
The US combines the deepest M&A and capital markets with a business friendly environment

% of Global M&A Activity



USD 1.4 trillion

% of Global Equity Market Cap



USD 32 trillion

Ease of Doing Business Ranking



#6 out of 190 countries

The attractiveness of the US economy has also made it one of the most efficient markets globally for private equity and has allowed the asset class to generate strong returns for decades. As the market has become ever-more competitive, investors can seek areas of greater inefficiency in order to continue achieving their high-return investment goals. One such area is the US middle market, often referred to as the 'engine of the US economy.' This segment represents 50% of US GDP, employs half of the working population and offers a host of exploitable inefficiencies for investors to capitalise on.

Why inefficiencies still exist in US private equity and why they help generate returns

In a purely efficient M&A market, companies are sold for their true value with limited opportunities for arbitrage. At the large end of the US buyout market this is typically the case – most deals are represented by blue-chip investment banks and are marketed through broad auctions and sold to the highest bidder. Fortunately, bargains can still be found in the acquisitions of small US companies. In 2018, the average enterprise value/EBITDA entry multiple for a small company was 8x versus 11x for a large one².

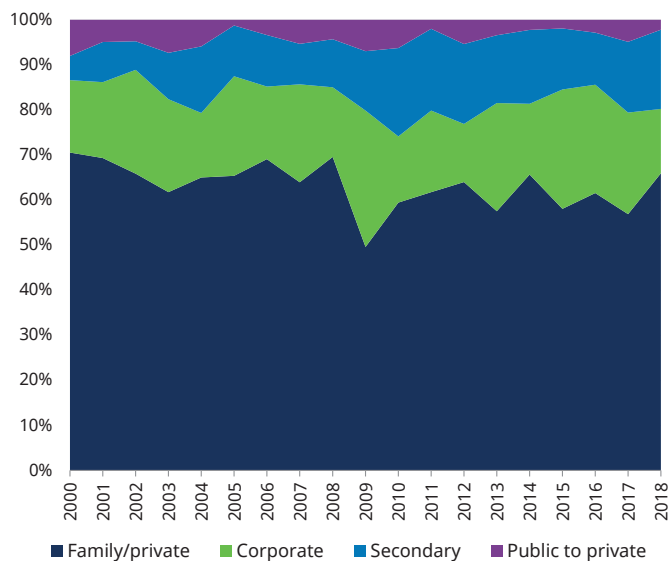
There are several reasons for this divergence in pricing related to the sheer number, geographic spread, and ownership structure of small US companies as well as some of the risks associated with acquiring small enterprises. Specifically, there are over 300,000 small companies dotting the US landscape. This vast market lacks the same intermediary coverage that large companies receive as small company M&A fees are not perceived to be worth a bulge bracket investment bank's while.

Most small companies are owned by founders and families or are small divisions of larger corporate parents; nearly 80% of small US buyout transactions exhibit this ownership structure prior to investment by private equity. For many of these sellers, price is not always the sole determinant of whom to sell to. Instead, finding the right partner who will be good steward of the business can outweigh pure price considerations alone. These inefficiencies allow small buyout managers to be more selective in their targets and also pay lower prices for their portfolio companies.

² Source: S&P Global Market Intelligence, Baird M&A Market Analysis. EBITDA stands for earnings before interest, tax, and depreciation and amortisation

Small buyout transactions continually sourced from private owners and corporates

Small buyout transactions by deal source



Small buyouts: deals <USD 100 million in enterprise value; large buyouts: deals >USD 500 million in enterprise value. Source: Pitchbook, Schroder Adveq, 2019.

These ownership structures also present attractive value creation opportunities. Family-owned companies are often solid businesses but they may not have been run for optimal efficiency and may not have explored transformative growth opportunities due to the risk tolerance, available capital or skill set of an existing owner. Many small divisions of large companies have received less attention due to senior management's focus on larger drivers of corporate performance. Both situations can benefit greatly from a partnership with a skilled buyout firm experienced in unlocking the potential of a small business.

Where value can be found and created in less efficient parts of the US buyout market

Many specialised small buyout managers have a replicable strategy to address common small company shortcomings. It is not enough to buy 'cheap,' cut costs and de-lever as a significant part of the valuation creation often comes from transforming a business to create an entity that the efficient market years for but often can't find or create itself.

Table 1: How specialised managers mitigate typical small company issues

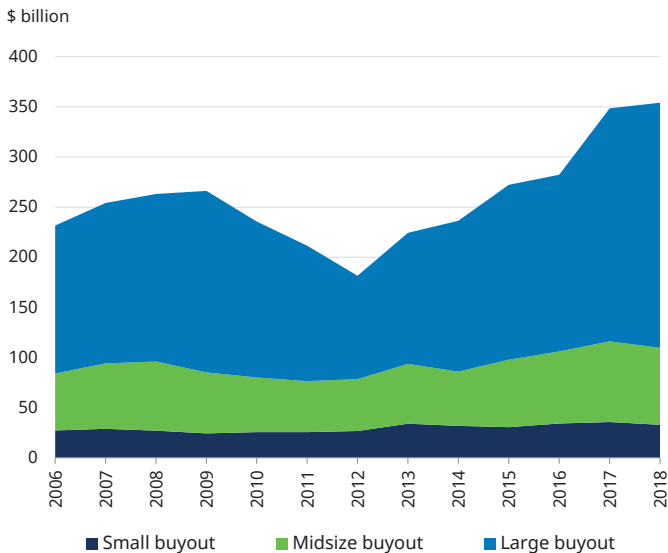
Common small company issues	Specialised small buyout solutions
Customer concentration	Buy and build strategies, new customer introductions
Lack of M&A capabilities	Act as outsourced business development team
Managing for cash	Provide return-on-investment driven investment capital
Hard to attract sufficient talent	Access to blue-chip operators and functional specialists
Weak IT systems	Invest in enterprise resource planning and financial systems, instilling a metric-driven approach

Exiting to the most efficient part of the market

Once the value creation plan has been executed, a deep-pocketed buyer universe awaits. These buyers include cash-rich strategic acquirers and well-capitalised larger buyout firms who will pay high multiples for a growing and successful company. Unlike small buyout fundraising which has been quite stable relative to history, there is increasing pressure on large US buyout funds to deploy the nearly \$250 billion in dry powder they have amassed in recent years.

Large US buyouts have growing pressure to deploy capital

US buyout capital overhang by fund size

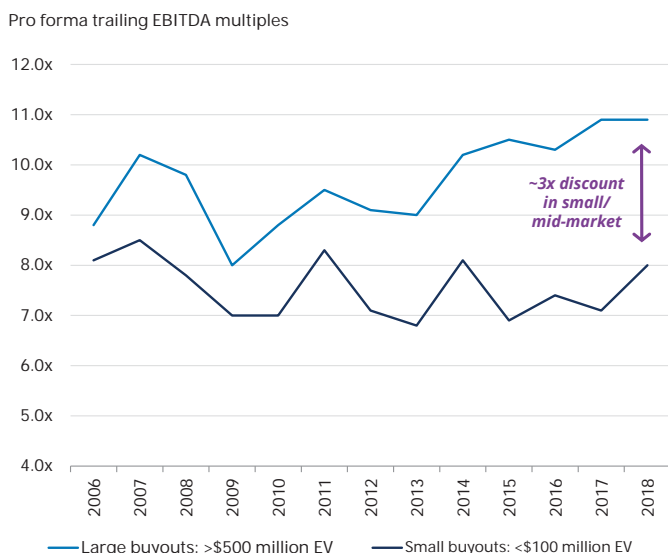


Small buyouts: funds <USD 500m; mid buyouts: fund between USD 500m-2bn; large buyouts: funds >USD 2bn. Source: Preqin, Schroder Adveq, 2019.

While there has always been a discount for small company entry multiples relative to large companies, today's market presents one of the widest spreads ever and reflects a compelling bargain opportunity.

Strong fund raising pushed valuations to record levels for large buyouts and offers attractive exit opportunities

EV/EBITDA purchase multiples US small and large buyouts

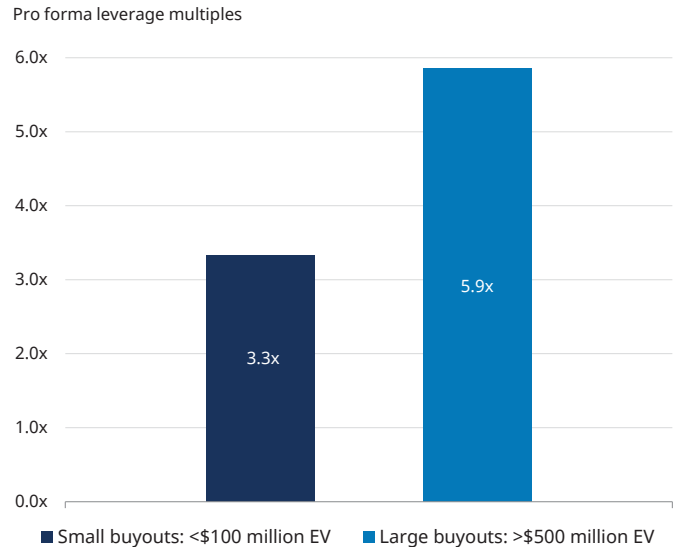


Source: Baird, S&P 2017, Schroder Adveq, 2019.

In order to fund such steep purchase prices, large buyout funds have used high levels of debt, making these acquisitions more risky than small buyouts from a leverage perspective.

Small buyouts with lower leverage

Debt/EBITDA multiples US small and large buyouts

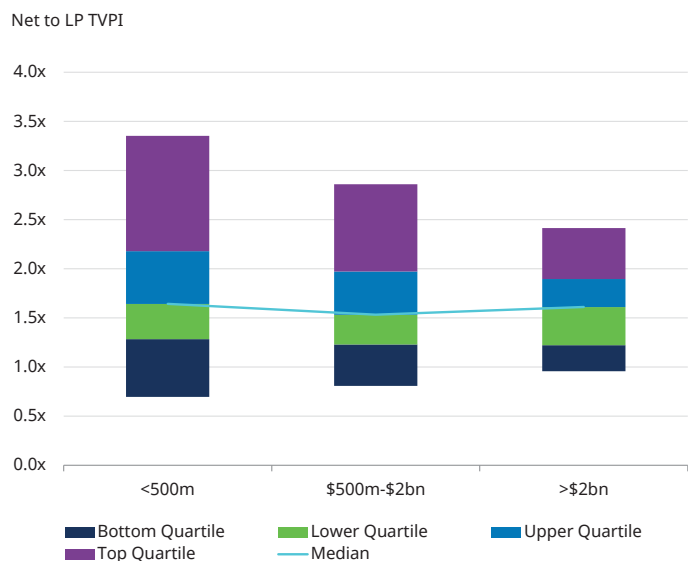


Source: Baird, S&P 2017, Schroder Adveq, 2019.

Successful small buyout managers have historically capitalised on these inefficiencies and, as a result, have delivered the highest absolute returns in the market. Interestingly, many large buyout firms have even launched small buyout sub-strategies in order to re-capture the glory days of high returns, providing additional confirmation on the high return potential of the strategy.

Small buyout managers have the potential to meaningfully outperform their larger peers

Manager selection is key when investing in small buyouts



Data as of 31 March 2018; includes buyout funds between 1986-2014. Pooled returns are net of fees, expenses and carried interest. Data excludes top and bottom 5% of funds. Source: Cambridge Associates, Schroder Adveq, 2019.

However, as the data indicates, manager selection is a key consideration as dispersion of outcomes can be wider in small buyouts.

Example of value creation in small buyouts:

Company A was a family-owned trucking and logistics company. The company had a leading market share in its local region and wanted to expand geographically in order to scale its relationships with its retail customer base yet lacked the capital and know-how to execute this strategy. The owner was looking for a capable buyer that would allow him to step back from running the day-to-day operations as he was nearing retirement age and had no heir to pass the business on to. Over the next six months and multiple meetings, General Partner X ('GP X') was able to demonstrate its sector expertise and introduced the owner to its prior management team that successfully transformed a similar business with great results. Mutual trust was built up and the two parties agreed on a fair sale price at 6.0x EBITDA. Post-close, GP X brought in its veteran management team including a CEO, CFO and a vice president of operations which identified a target list of attractive add-on candidates and ultimately closed five accretive tuck-in acquisitions at an average of 4.0x EBITDA. After successfully integrating the add-ons and tripling the size of the company over the course of three years, the GP was able to sell the company to a larger buyout fund for 10x EBITDA, generating a substantial return to investors and providing a roadmap to the larger buyer of how to successfully continue to grow through acquisition.

How to systematically generate returns from inefficiencies

Given its outperformance potential, Schroder Adveq believes that US small buyouts can provide a compelling complement to an investor's large buyout exposure. However, many investors, despite wanting to access the small buyout market, face structural issues preventing them from doing so. Some common constraints include:

- The average investment size that institutional investors want to deploy is too large for a small fund (in the case of a primary investment) or for a small company (in the case of a direct/co-investment)
- The diligence and effort required to find, select and commit to multiple small funds is high compared to the investment volume deployed
- There is generally a lack of team resources to cover a large market including all of its sub-regions combined with limited travel budgets to form adequate market coverage

These obstacles can limit a single investor's ability to participate in the largest part of the US buyout market (in terms of number of managers) and the prospect of covering 1,000 small buyout managers is indeed daunting. However, it is a misconception that this segment of the market is therefore out of reach. Even novice investors can access the top small buyout funds so long as they invest through the right partner. By piggy-backing on a specialised limited partner's credentials through an investment in a fund of funds, co-investment fund or separately managed account, it is possible to get the desired small buyout exposure. A specialised provider will have a replicable playbook for covering the landscape and identifying attractive managers to back and have access to the best funds and transactions.

Good market coverage requires rigorous organisation, active networking and the use of technology and databases to be effective, and a dedicated partner will already have these capabilities in-house.

Portfolio construction

In order to generate the highest risk-adjusted returns from small buyout investments, it is critical to build a portfolio that is well-diversified. While industry diversification is a more obvious portfolio construction technique, it is important to also diversify by lifecycle of firms and by transaction type.

Lifecycle of firms

An advisable approach to firm lifecycle diversification is to combine repeat top performers with high potential emerging managers³. Repeat top performers that are adhering to the strategies that made them successful in the past can help reduce variability of outcomes in a portfolio and still deliver excellent returns. A key requirement for a successful small buyout investment programme is the ability to gain access to such managers who are often in high demand and have their pick of limited partners. To obtain this access, it is important to consistently build relationships over multiple years as these managers want to see a dedicated commitment to their firms as well as the small buyout space in general.

Importantly, strong past performance is not a guarantee of future success and oftentimes, yesterday's top performing small fund wants to raise a much larger fund, possibly abandoning the compelling dynamics of the inefficient market. To build a sustainable small buyout programme, it is important to continuously look for tomorrow's leading small buyout firms and to selectively back emerging managers. This is no easy task, and best practice, as it relates to sourcing emerging managers, entails attending conferences, chasing down leads with new firms and canvassing the market for spin-out groups. The best emerging managers combine the skill of seasoned investors and operators with the strong alignment of interest that comes with building an early track record. In this stage of firm lifecycle, carried interest and the survival of a manager's firm can be a strong motivator and is a key reason emerging managers have the potential to deliver outperformance.

Investment type

While primary fund commitments can generate excellent investment results, these results often take time to develop and it can be several years before a pure primary fund portfolio shows its true potential. In order to accelerate performance and limit J-curve⁴ effects of primary fund investing, a blend of transactional investments such as direct co-investments and secondaries is advisable. Successful direct co-investments allow an investor to put capital to work directly into a company alongside a manager and, assuming rapid value creation, can provide earlier uplift in value and a faster exit than a fund investment, often without having to pay management fees and/or carry. Secondary transactions essentially skip

3 Emerging managers are defined by Schroder Adveq as institutional funds I, II, or III as well as independent sponsors and deal-by-deal groups

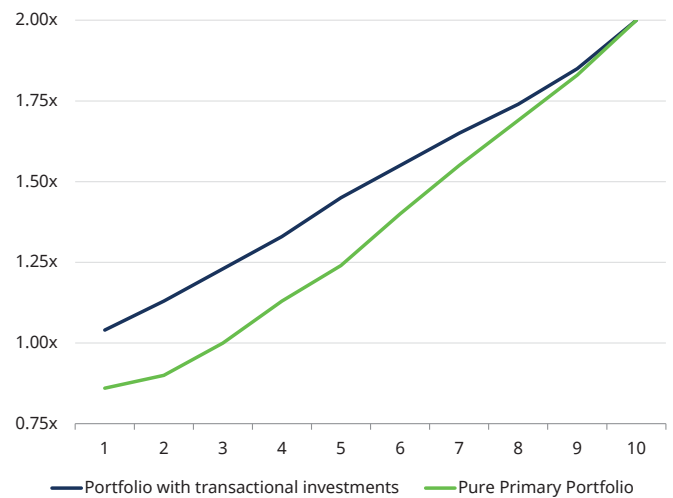
4 A phenomenon whereby a period of early unfavourable returns due to fees is followed by a period of rising returns such that the end-point surpasses the starting point to form the shape of a J

the longer investment period of a fund and allow a buyer to evaluate the quality and progress of a portfolio and often buy these positions at a discount which provides immediate uplift upon entry. Furthermore, many of the companies in a secondary transaction have already experienced their value creation phase and are ready for monetisation, allowing for more rapid liquidity to investors.

Smaller funds frequently offer these direct co-investment and secondary opportunities to limited partners who possess the capability to transact. For co-investments, this situation arises because smaller funds need additional equity to complete a deal due to their smaller fund sizes. For secondaries, smaller and more exclusive funds want to control the composition of their investor base and prefer limited partners who are committed to their segment of the market and can be investors in future funds. Small buyouts provide fertile ground for transactional investments and are highly conducive to performance-oriented portfolio construction.

Hypothetical J-Curve illustration

Hypothetical return trends with and without transactional investments



Source: Schroder Adveq, 2019.

Conclusion / Summary

US small buyouts exploit many market inefficiencies that can translate into exciting investor returns. These inefficiencies are structural and enable skilled small buyout managers to buy companies for attractive valuations and enact replicable value creation strategies. A host of well-funded and acquisition-hungry buyers at the efficient larger end of the market provide robust exit opportunities that reward successful business transformations with multiple expansion and strong risk-adjusted returns. Despite this attractive dynamic, many investors forego small buyout investments due to their inability to cover such a sizeable market efficiently and miss out on ~90% of the fund managers in the US buyout segment. Schroder Adveq recommends increasing exposure to small buyouts by partnering with a provider that specialises in this segment, one who can secure access to repeat top performers and high-potential emerging managers in their funds, and invest directly alongside such managers through co-investments into their company transactions. This approach can deliver outsized returns throughout the lifecycle of a small buyout portfolio.

Important Information

The views and opinions contained herein are those of the authors as at the date of publication and are subject to change due to market and other conditions. Such views and opinions may not necessarily represent those expressed or reflected in other Schroders communications, strategies or funds.

This document is intended to be for information purposes only. The material is not intended as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or security or to adopt any investment strategy. The information provided is not intended to constitute investment advice, an investment recommendation or investment research and does not take into account specific circumstances of any recipient. The material is not intended to provide, and should not be relied on for, accounting, legal or tax advice.

Information herein is believed to be reliable but Schroders does not represent or warrant its completeness or accuracy. No responsibility or liability is accepted by Schroders, its officers, employees or agents for errors of fact or opinion or for any loss arising from use of all or any part of the information in this document. No reliance should be placed on the views and information in the document when taking individual investment and/or strategic decisions. Schroders has no obligation to notify any recipient should any information contained herein changes or subsequently becomes inaccurate. Unless otherwise authorised by Schroders, any reproduction of all or part of the information in this document is prohibited.

Any data contained in this document has been obtained from sources we consider to be reliable. Schroders has not independently verified or validated such data and it should be independently verified before further publication or use. Schroders does not represent or warrant the accuracy or completeness of any such data.

All investing involves risk including the possible loss of principal.

Third party data are owned or licensed by the data provider and may not be reproduced or extracted and used for any other purpose without the data provider's consent. Third party data are provided without any warranties of any kind. The data provider and issuer of the document shall have no liability in connection with the third party data. www.schroders.com contains additional disclaimers which apply to the third party data.

Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated. The value of investments and the income from them may go down as well as up and investors may not get back the amounts originally invested. Exchange rate changes may cause the value of any overseas investments to rise or fall. This document may contain 'forward-looking' information, such as forecasts or projections. Please note that any such information is not a guarantee of any future performance and there is no assurance that any forecast or projection will be realised.

European Union/European Economic Area: Issued by Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London, EC2V 7QA. Registered Number 1893220 England. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority.

Note to Readers in Hong Kong: Schroder Investment Management (Hong Kong) Limited, Level 33, Two Pacific Place 88 Queensway, Hong Kong. Central Entity Number (CE No.) ACJ591. Regulated by the Securities and Futures Commission.

Note to Readers in Indonesia: PT Schroder Investment Management Indonesia, Indonesia Stock Exchange Building Tower 1, 30th Floor, Jalan Jend. Sudirman Kav 52-53 Jakarta 12190 Indonesia. Registered / Company Number by Bapepam Chairman's Decree No: KEP-04/PM/MI/1997 dated April 25, 1997 on the investment management activities and Regulated by Otoritas Jasa Keuangan ('OJK'), formerly the Capital Market and Financial Institution Supervisory Agency ('Bapepam dan LK').

Note to Readers in Japan: Schroder Investment Management (Japan) Limited, 21st Floor, Marunouchi Trust Tower Main, 1-8-3 Marunouchi, Chiyoda-Ku, Tokyo 100-0005, Japan. Registered as a Financial Instruments Business Operator regulated by the Financial Services Agency of Japan. Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 90.

Note to Readers in People's Republic of China: Schroder Investment Management (Shanghai) Co., Ltd., RM1101 11/F Shanghai IFC Phase (HSBC Building) 8 Century Avenue, Pudong, Shanghai, China, AMAC registration NO. P1066560. Regulated by Asset Management Association of China.

Note to Readers in Singapore: Schroder Investment Management (Singapore) Ltd, 138 Market Street #23-01, CapitaGreen, Singapore 048946. Company Registration No. 199201080H. Regulated by the Monetary Authority of Singapore.

Note to Readers in South Korea: Schroders Korea Limited, 26th Floor, 136, Sejong-daero, (Taepyeongno 1-ga, Seoul Finance Center), Jung-gu, Seoul 100-768, South Korea. Registered and regulated by Financial Supervisory Service of Korea.

Note to Readers in Switzerland: Schroder Investment Management (Switzerland) AG, Central 2, CH-8001 Zürich, Postfach 1820, CH-8021 Zürich, Switzerland. Enterprise identification number (UID) CHE-101.447.114, reference number CH02039235704. Authorised and regulated by the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA).

Note to Readers in Taiwan: Schroder Investment Management (Taiwan) Limited, 9F, 108, Sec.5, Hsin-Yi Road, Hsin-YI District, Taipei 11047 Taiwan, R.O.C. Registered as a Securities Investment Trust Enterprise regulated by the Securities and Futures Bureau, Financial Supervisory Commission, R.O.C.

Note to Readers in the United Arab Emirates: Schroder Investment Management Limited, 1st Floor, Gate Village Six, Dubai International Financial Centre, PO Box 506612 Dubai, United Arab Emirates. Registered Number 1893220 England. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority.

CS1130

Capital Dynamics

Erfolgreiche Positionierung von Co-Investments über Marktzyklen



Capital Dynamics is an independent global asset management firm focusing on private assets including private equity, private credit, clean energy infrastructure and clean energy infrastructure credit. Capital Dynamics offers a diversified range of tailored offerings and customized solutions for a broad, global client base, including corporations, family offices, foundations and endowments, high net worth individuals, pension funds and others. The firm oversees more than USD 16 billion in assets under management and advisement. Capital Dynamics' roots go back to 1988, the year our predecessor (Westport Private Equity) was founded in the UK. Our headquarters were established in Zug, Switzerland in 1999. The firm employs approximately 160 professionals globally and maintains offices in New York, London, Tokyo, Hong Kong, San Francisco, Munich, Milan, Birmingham, Dubai and Seoul. In 2019, Capital Dynamics was awarded the highest corporate rating (A+) from the UN-supported Principles for Responsible Investment, while the firm's clean energy infrastructure platform received top rankings from GRESB (the ESG benchmark for real assets) for commitment to sustainability. For more information, please visit: www.capdyn.com.



Erfolgreiche Positionierung von Co-Investments über Marktzyklen

Januar 2019

Inhaltsverzeichnis

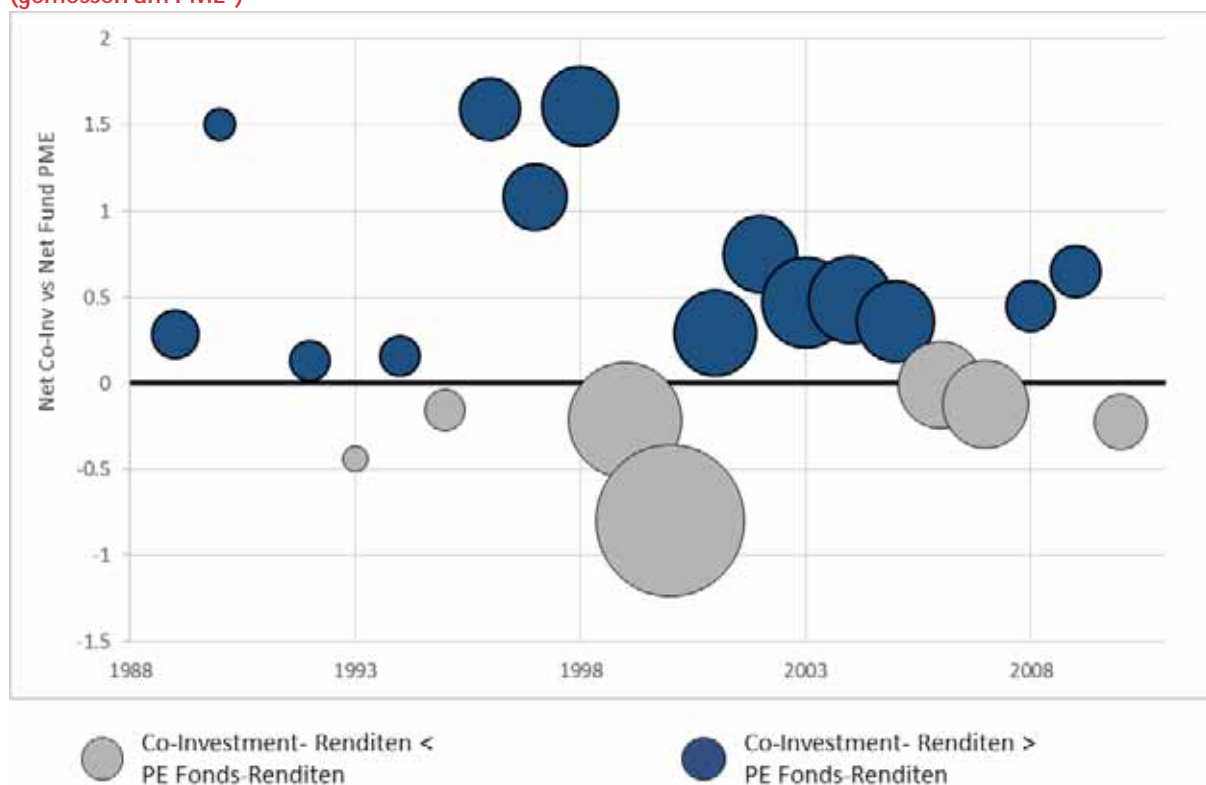
1.	Einleitung.....	3
2.	Co-Investment-Fonds und deren Diversifikation.....	4
3.	Selektionskriterien für die Transaktion.....	4
4.	Berücksichtigung von Marktzyklen bei der Auswahl.....	5
5.	Beispielhaftes Portfolio.....	7
6.	Zusammenfassung.....	8

1. Einleitung

Trotz der guten Konjunkturdaten und der positiven Entwicklung der Unternehmensgewinne in den letzten Jahren sind die Anlageentscheidungen aufgrund des Niedrigzinsumfelds, der immer noch hohen Bewertungen sowie der Sorgen über den kommenden Konjunkturzyklus nicht einfach. Für eine mittel- bis langfristige Anlageentscheidung bleibt das durch gute Private Equity-Häuser generierte Alpha eine interessante Alternative, insbesondere da diese ihre Investitionsstrategie in den letzten Jahren weiterentwickelt haben und ihre Rendite überwiegend durch einen Fokus auf Wachstum und notwendige Anpassungen des Geschäftsmodells an veränderte Märkte und nicht durch hohe Verschuldung generieren.¹ Besonders im Mittelstand, wo ein professionelles Private Equity-Haus mit seinem Kapital, Knowhow und vorhandenen Ressourcen oftmals mehr zur operativen Wertschöpfung beitragen kann, als bei großen Unternehmen, bieten sich Private Equity-Investitionen als Anlageklasse an.

Da Eigenkapitalinvestitionen einer eher hohen Risikoklasse zuzuordnen sind, sollte eine sinnvoll diversifizierte Anlagestrategie verfolgt werden. Neben klassischen Private Equity-Dachfonds bieten sich z.B. Private Equity Co-Investment-Fonds an.² Diese können gemäß einer Studie der TU München auch aufgrund der Gebührenvorteile eine höhere Netto-Rendite aufweisen als Dachfonds und auch normale Private Equity-Fonds. Wie aber aus der folgenden Abbildung ersichtlich ist, können die Renditen im Zeitablauf zyklisch sein, besonders wenn viel Co-Investmentkapital in große Transaktionen fließt.³ Daher sollte ein Co-Investment-Fonds sinnvoll diversifiziert sein und aktiv gemanagt werden, damit er zukünftig attraktive jährliche Netto-Renditen erwirtschaften kann.

Abbildung 1: Renditeentwicklung von Co-Investments im Vergleich zum Fonds des Lead Investors im Zeitablauf (gemessen am PME⁴)



Quelle: Adverse Selection and the Performance of private Equity Co-Investments. Braun/ Jenkins/ Schemerl, November 2016.

¹ Capital Dynamics Studie "Value creation in Private Equity".

² Im folgenden Artikel werden Co-Investments als Investitionen in das Eigenkapital von einzelnen Unternehmen (meistens als Minderheitseigentümer) gemeinsam mit dritten Private Equity Häusern („Lead Investoren“ und meistens Mehrheitseigentümer) definiert. Ein diversifiziertes Portfolio derartiger Co-Investments, aufgelegt als geschlossener Private Equity Fonds, wird nachfolgend als Co-Investment Fonds bezeichnet.

³ Adverse Selection and the Performance of private Equity Co-Investments. Braun/ Jenkins/ Schemerl, November 2016.

⁴ Public Market Equivalent.

2. Co-Investment-Fonds und deren Diversifikation

Co-Investment-Fonds haben sich über die letzten 10-15 Jahre aus einer Strategie der oftmals individuell getätigten Co-Investments entwickelt, da der Mangel an Diversifizierung und / oder professioneller Betreuung oft zu einer unbefriedigenden Rendite geführt hat. Durch eine aktive Portfoliosteuerung über Regionen, Branchen, Transaktionsgrößen und Lead Investoren kann so ein ausgewogenes Portfolio mit attraktivem Wachstumspotential zusammengestellt werden.

Im Markt für Co-Investment-Fonds sind im Wesentlichen drei verschiedene Diversifizierungsansätze vertreten, die in der folgenden Tabelle dargestellt werden.

Abbildung 2: Beispielhafte Modelle zur Diversifizierung eines Co-Investment Fonds

Breit diversifizierter Co-Investment Fonds mit Fokus auf große Transaktionen	Global diversifizierter Co-Investment Fonds mit Fokus auf den Mittelstand	Konzentrierter Co-Investment Fonds mit regionalem Schwerpunkt
>50 Transaktionen	20 - 30 Transaktionen	<20 Transaktionen
Weltweite Anlage	Weltweite Anlage	Anlage regional beschränkt
Fokus auf große Transaktionen (EV > € 1 Mrd.)	Fokus auf kleine bis mittelgroße Transaktionen (EV € 50 – 1.000 Mio.)	Fokus auf kleine bis mittelgroße Transaktionen (EV € 50 – 200 Mio.)
Passiver Betreuungsansatz	Aktiver Betreuungsansatz	Aktiver Betreuungsansatz
Vor-/Nachteile	Vor-/Nachteile	Vor-/Nachteile
Hohe Diversifikation	Ausreichende Diversifikation	Geringe Diversifikation
Hohe Verschuldung	Ermöglicht aktive Selektion von Regionen, Branchen etc.	Stabilität von kleinen Unternehmen in einer Krise ist schwer einzuschätzen
Zu erwartende Rendite ähnlich einem Index	Ausgewogenes Ertrags- und Risikoprofil	Höheres Risikoprofil
Enge Betreuung der Investitionen nicht möglich	Enge Betreuung der Investitionen möglich	Enge Betreuung der Investitionen möglich
Gebührenvorteile gegenüber normalen Private Equity Fonds		

Quelle: Capital Dynamics AG.

3. Selektionskriterien für die Transaktion

Die meisten Co-Investment-Fonds werden von Private Equity-Häusern aufgelegt, die über ein breites Netzwerk an Private Equity-Fondsmanagern und damit potenziellen Lead Investoren verfügen. Im Idealfall verfügt der Co-Investment-Fondsmanager über ein weltweites Netzwerk von mehreren hundert Lead Investoren verteilt über die wesentlichen Regionen (Nordamerika, Europa und Asien), Branchen und Investitionsstrategien (Buyout, Wachstum etc.). So können im Co-Investment-Fonds beim Portfolioaufbau aus einem möglichst breiten Angebot an Investitionsmöglichkeiten diejenigen Unternehmensgrößen, Regionen, Branchen und Lead Investoren ausgesucht werden, die im aktuellen Marktzyklus die größtmöglichen Wertschöpfungspotenziale aufweisen. Bei der Auswahl der Investitionen sind z.B. die folgenden Kriterien zu berücksichtigen:

- Qualität und Erfahrung des Management Teams
- Marktposition des Unternehmens sowie Eintrittsbarrieren für neue Marktteilnehmer
- Wachstumschancen (z.B. Regional, neue Produkte etc.)
- Unternehmensbewertung, Kapitalstruktur und Cash Flow
- Nachhaltigkeitskriterien (Responsible Investment-Kriterien)

Darüber hinaus ist die Qualität und Erfahrung des Lead Investors für diese spezielle Investition zu beurteilen, was natürlich deutlich einfacher ist, wenn man im Fonds des Lead Investors seit geraumer Zeit investiert ist. Gut aufgestellte Co-Investment-Fonds mit erfahrenen Teams sehen im Jahr meist über hundert Transaktionsmöglichkeiten und bekommen so einen guten Überblick über das Verhältnis von Chancen und Risiken einer Private Equity-Transaktion je nach Transaktionsgröße, Region, Branche und Lead Investor. Allerdings gehört zur Auswahl der Transaktion in einem normalerweise kurzen Zeitfenster auch eine große Menge an Erfahrung über Konjunkturzyklen hinweg, da man sich als Miteigentümer auch bis zum Verkauf des Unternehmens nach mehreren Jahren an einen Lead Investor bindet. Rechtliche, steuerliche und Strukturierungserfahrung in verschiedenen Rechtsräumen sind ebenfalls unumgänglich, wenn man im Markt für Co-Investments langfristig erfolgreich tätig sein will.

4. Berücksichtigung von Marktzyklen bei der Auswahl

Um ein ausgewogenes und attraktives Portfolio zusammenzustellen, sollte man als Co-Investor je nach Marktzyklus bewusst einzelne Regionen, Branchen, Transaktionsgrößen und / oder Transaktionsstrukturen jeweils über- oder untergewichten. In der folgenden Abbildung sind beispielhaft einige Investmenttrends genannt, die in der Vergangenheit zu sehr erfolgreichen Private Equity-Transaktionen geführt haben. Als Co-Investor mit dem richtigen Zugang zu den entsprechenden Lead Investoren konnte man vom Wertschöpfungspotential dieser Transaktionen profitieren.

Abbildung 3: Beispiele für Co-Investments über Marktzyklen

Aufbau von Marktpositionen durch Kapitalkraft und Agilität (seit 2009)	Wachstumspotential zu attraktiven Einstiegspreisen (seit 2013)	Risikoabsicherung und spezialisierte Sponsoren (seit 2017)
Mittelgroße (oft industrielle) Unternehmen mit überdurchschnittlichem internationalem Wachstumspotential überwiegend in Asien	Software und Dienstleistungsunternehmen mit starkem Wachstumspotential und Cash Flow vorwiegend in Nordamerika	Investitionsstrukturen mit Downside Protection Kleine, spezialisierte Lead Investoren mit Zugang zu Transaktionen außerhalb von Auktionen

Quelle: Capital Dynamics AG.

In den Jahren seit 2009, die generell von einer erhöhten Planungsunsicherheit der Unternehmen geprägt waren, gab es gute Chancen für größere Mittelständler im Portfolio von Private Equity-Häusern, ihre Marktposition in verschiedenen Regionen (besonders in Asien) organisch oder durch Add-on Akquisitionen auszubauen. Der Zugang zu agilem Kapital, welches Private Equity-Häuser bereitstellen, war in diesem Fall entscheidend. Da die Einstiegspreise beim Kauf der Unternehmen zu diesem Zeitpunkt oft noch recht moderat waren und sich im Laufe des Zyklus deutlich erhöhten, waren dort einige sehr erfolgreiche Transaktionen zu verzeichnen. Später im Konjunkturzyklus (seit 2013) gab es aus der Sicht eines Co-Investors besonders im Bereich Software und Services die Möglichkeit, in Transaktionen mit hohem Wertschöpfungspotential zu investieren, da die Wachstumsdynamik sehr hoch und die Einstiegspreise im Vergleich zu derzeitigen Bewertungen noch sehr attraktiv waren. Ein weiterer Trend (besonders seit 2017) waren Transaktionen mit einer gewissen Risikoabsicherung aufgrund der aktuell volatilen Märkte sowie Transaktionen mit spezialisierten Lead Investoren, die Transaktionen außerhalb von Auktionen zu attraktiven Einstiegsbewertungen durchgeführt haben. Wenn der Co-Investor das entsprechende Netzwerk hat, um

derartige Transaktionen angeboten zu bekommen, muss er zusätzlich noch die notwendige Transaktionserfahrung besitzen, um die richtigen Transaktionen auszuwählen und zu strukturieren. Die folgende Abbildung stellt Co-Investments nach der notwendigen Transaktionserfahrung dar.

Abbildung 4: Notwendige Transaktionserfahrung eines Co-Investors



Quelle: Capital Dynamics AG.

Wie in der obigen Abbildung dargestellt, sind Co-investments in großen Transaktionen mit einem bekannten Private Equity Haus relativ einfach abzuwickeln, besonders wenn es sich um eine Syndizierung nach Abschluss der Transaktion (Post Closing) handelt, also kein Zeitdruck besteht. Wenn das Co-Investment vor dem Closing abgeschlossen wird und sich der Co-Investor zeitlich im Rahmen des M&A Prozesses bewegen muss, braucht der Co-Investor deutlich mehr konkrete Transaktionserfahrung. Dies ist oft bei kleinen oder mittelgroßen Transaktionen der Fall, bei denen der Lead Investor auf das Kapital des Co-Investors zum Abschluss der Transaktion angewiesen ist. Je höher der Anteil des Co-Investors am Eigenkapital ist, desto wichtiger ist die frühzeitige Einbindung in den Transaktionsprozess. Doch auch nach dem Closing bedeutet ein höherer Anteil an Eigenkapital natürlich mehr Verantwortung sowie ggf. die Übernahme einer Beirats- / Aufsichtsratsposition.

Im aktuellen Umfeld können Transaktionen mit gewissen strukturellen Komponenten attraktiv sein. Wenn z.B. die Bewertung hoch erscheint, obwohl das Unternehmen grundsätzlich interessant ist, lässt sich ggf. eine Risikoabsicherung z.B. durch eine Vorzugsrendite und / oder Liquidationspräferenz aushandeln. Auch der Einstieg eines Co-Investors bei der Finanzierung einer Add-on Akquisition durch ein Unternehmen, an dem man vorher nicht beteiligt war, kann zur Wertschöpfung beitragen. Dazu sind Bewertungsthemen, Minderheitenrechte, erwarteter Kapitalbedarf für die Investitionsstrategie (Add-on Akquisitionen oder sonstiger Finanzierungsbedarf) und die Exit-Strategie bzw. der Exit-Zeitraum vorab zu klären. Weiterhin ist es extrem wichtig, dass der Lead und der Co-Investor gleichgerichtete Interessen haben und „pari passu“ (gleichrangig) investieren, sonst könnte der Co-Investor besonders bei einer negativen Entwicklung des Unternehmens gezwungen sein, gegen seinen eigenen Lead Investor zu verhandeln, was auf jeden Fall zu vermeiden ist. Andererseits sind die Einstiegspreise für Transaktionen mit derartigen strukturellen Komponenten im Normalfall deutlich attraktiver und sollten aktuell übergewichtet werden.

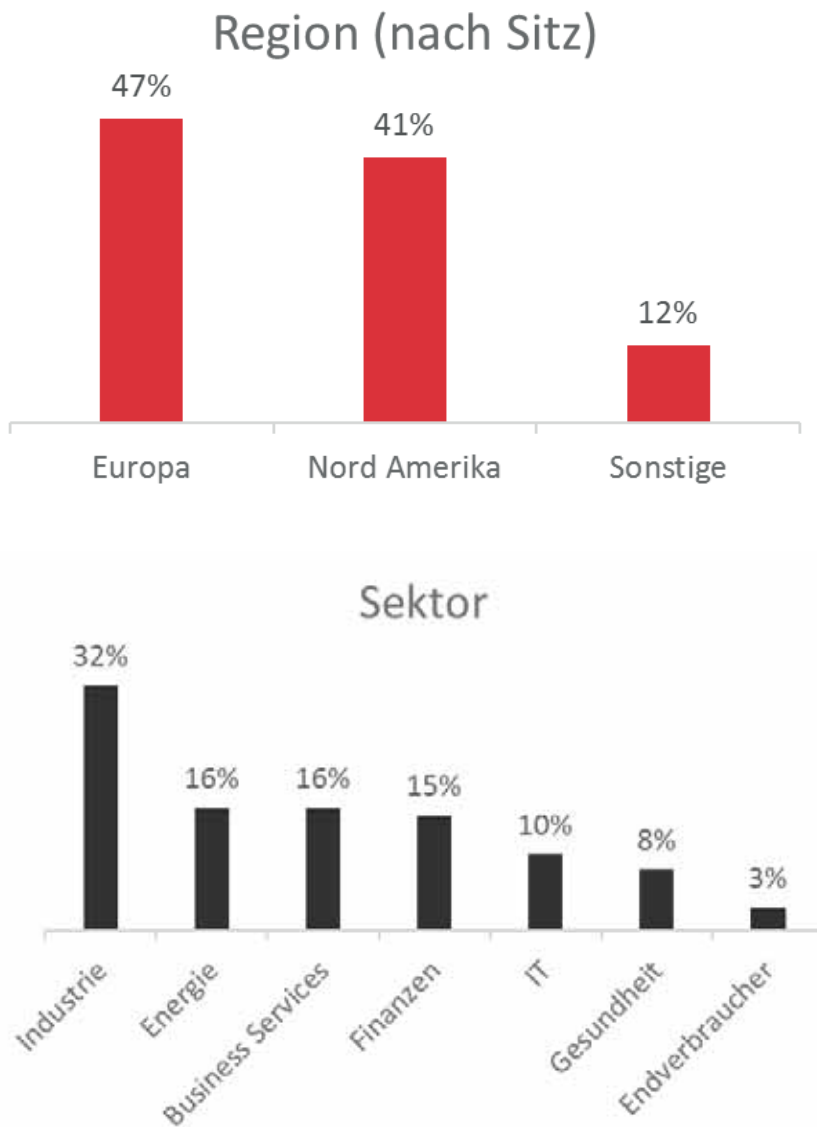
Die größte Transaktionserfahrung brauchen Co-Investoren für Transaktionen mit Lead Investoren, die nicht als Private Equity-Fonds strukturiert sind. Einige davon können aber sehr interessant sein, da der Lead Investor Zugang zu Transaktionen hat, die nicht über Auktionen angeboten werden und eine besonders attraktive Bewertung aufweisen. Andererseits ist eine jahrelange Minderheitsbeteiligung an einem Unternehmen mit einem wenig bekannten Lead Investor erst einmal mit deutlich mehr Skepsis zu beurteilen, als wenn man in den Fonds des Lead Investors investiert ist. Ein erfahrenes Co-Investment-Team kann hier Mehrwert schaffen, indem es sein internationales Netzwerk zur Verfügung stellt und sich ausreichende Minderheitenrechte sichert. Allerdings sollte man derartige Transaktionen nur in Rechtsräumen durchführen, in welchen sich der vereinbarte Minderheitenschutz auch rechtlich durchsetzen lässt.

Ein erfahrenes Team mit einem breiten Dealflow kann so durch die Auswahl von Branchen und Transaktionstypen über Marktzyklen aktiv ein Portfolio aufbauen, welches zusätzliches Alpha für seine Investoren generieren kann.

5. Beispielhaftes Portfolio

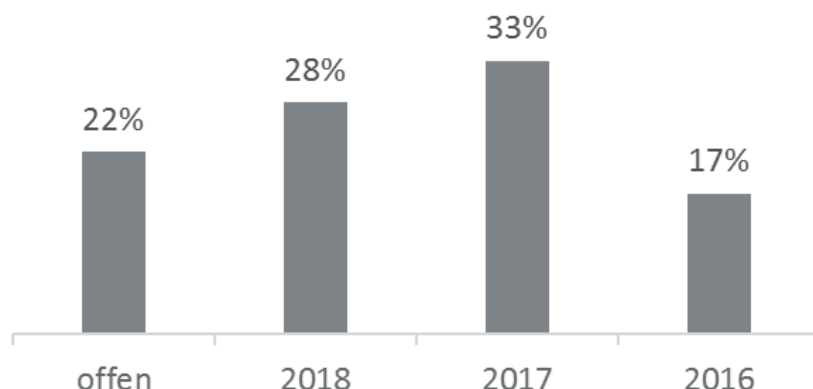
Ein Portfolio konzipiert für einen „globalen Co-Investment Fonds mit Fokus auf den Mittelstand“ könnte dann z.B. wie in der folgenden Tabelle dargestellt aussehen.

Abbildung 5: Diversifikation am Beispiel eines Portfolios für einen Co-Investment Fonds⁵



⁵ Die Informationen beziehen sich auf ein Portfolio, welches im Jahre 2016 lanciert wurde und ein Volumen von EUR 324 Millionen aufweist. Das Portfolio befindet sich noch in der Investitionsphase, so dass sich die Zusammensetzung ändern kann. Stand Dezember 2018.

Jahr der Investition



Quelle: Capital Dynamics AG

Der Schwerpunkt der Investitionen lag am Anfang der Investitionsperiode mehr in Nordamerika, da die Wachstumsdynamik dort höher war und wurde später durch Transaktionen in Europa und Asien komplementiert. Von den bisher insgesamt 17 abgeschlossenen Minderheitsbeteiligungen haben neun einen Transaktionswert unter EUR 250 Millionen, vier einen Transaktionswert von EUR 250 – 500 Millionen und drei einen Transaktionswert von EUR 500 – 1,000 Millionen. Fünf der 17 Minderheitsbeteiligungen sind „Transaktionen mit strukturellen Komponenten“ und zwei Transaktionen wurden mit „spezialisierten Lead Investoren“ abgeschlossen.

6. Zusammenfassung

Private Equity hat in den vergangenen Jahren gezeigt, dass es über einen mittel- bis langfristigen Zeitraum Alpha erwirtschaften und damit höhere Renditen als andere Anlageklassen erzielen kann. Da Eigenkapitalinvestitionen grundsätzlich einer höheren Risikoklasse zuzuordnen sind, sollte man auf ein gut diversifiziertes Portfolio setzen. Ein Co-Investment-Fonds mit einem Fokus auf 20 – 30 globale Mittelstandsinvestitionen, gut diversifiziert nach Regionen, Branchen, Unternehmensgrößen und Lead Investoren kann eine sehr attraktive Anlagealternative darstellen. Ein gutes Co-Investment-Team kann Mehrwert schaffen, indem es entlang der Marktzyklen aktiv auf Trends z.B. mit höherem Wertschöpfungspotential und/ oder mehr Risikoabsicherung setzt. Aktuell bieten sich z.B. Transaktionen mit einer Risikoabsicherung und spezialisierten Lead Investoren an. Gleichzeitig können Co-Investment-Fonds gegenüber Dachfonds und normalen Private Equity-Fonds einen deutlichen Gebührenvorteil bieten, der die Netto-Rendite erhöhen und eine attraktive jährliche Zielrendite ermöglichen kann.

Für weitere Informationen kontaktieren Sie bitte

Capital Dynamics GmbH
Possartstrasse 13
81679 München
Deutschland

Klaus Gierling
+49 89 2000 418-13
kgierling@capdyn.com

Rechtlicher Hinweis Capital Dynamics

"Capital Dynamics" umfasst die Capital Dynamics Holding AG und ihre verbundenen Unternehmen.

Die hierin enthaltenen Informationen dienen nur zu Informationszwecken und sind nicht als Anlageberatung, als Verkaufsangebot oder als Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren zu verstehen. Ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung erfolgt ausschliesslich auf der Grundlage eines von Capital Dynamics zur Verfügung gestellten Private Placement Memorandums. Darüber hinaus kann dieses Dokument Informationen enthalten, die aus diversen Quellen stammen, die nicht mit Capital Dynamics verbunden sind. Capital Dynamics hat diese Informationen nicht überprüft. Nichts hierin stellt eine Zusicherung oder Gewährleistung dar, und Capital Dynamics übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen.

Dieses Dokument kann Informationen über die vergangene Performance und die prognostizierte Performance enthalten. Es wird darauf hingewiesen, dass die vergangene Performance und die prognostizierte Performance kein zuverlässiger Indikator oder eine Garantie für zukünftige Ergebnisse sind und es keine Garantie dafür gibt, dass ein von Capital Dynamics verwalteter Fonds vergleichbare Ergebnisse erzielen wird. Bestimmte in diesem Dokument enthaltene Aussagen können Aussagen über zukünftige Erwartungen und andere zukunftsgerichtete Aussagen beinhalten. Aufgrund verschiedener Risiken und Unsicherheiten können die tatsächlichen Ereignisse oder Ergebnisse oder die tatsächliche Leistung wesentlich von denjenigen abweichen, die in solchen zukunftsgerichteten Aussagen reflektiert oder angenommen werden.

Sofern hierin nicht anders angegeben, basieren die hierin enthaltenen Informationen, einschließlich der hierin enthaltenen Prognosen und der zugrunde liegenden Annahmen, auf Sachverhalten, wie sie zum Zeitpunkt der Erstellung und nicht zu einem zukünftigen Zeitpunkt bestehen, und werden nicht aktualisiert oder anderweitig überarbeitet, um Informationen oder Umstände widerzuspiegeln, die später oder nach dem Datum dieses Dokuments verfügbar werden oder eintreten. Capital Dynamics gibt nicht an, dass solche Annahmen die tatsächlichen zukünftigen Ereignisse widerspiegeln, und behält sich das Recht vor, diese Annahmen ohne vorherige Ankündigung an den Empfänger zu ändern. Capital Dynamics hat die bereitgestellten Informationen nicht unabhängig überprüft und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen.

Der Empfänger sollte den Inhalt dieses Dokuments nicht als Rechts-, Steuer-, Buchhaltungs-, Anlage- oder sonstige Beratung auslegen. Jeder Anleger sollte seine eigenen Untersuchungen durchführen und seine Berater in allen rechtlichen, steuerlichen, finanziellen und anderen relevanten Angelegenheiten im Zusammenhang mit einer Investition in einen Fonds oder ein anderes Anlagevehikel konsultieren. Capital Dynamics berät die Kunden nicht in Fragen der Steuerberatung. Dieses Dokument wurde nicht verfasst, und kann vom Steuerzahler auch nicht dazu verwendet werden, um Strafen zu vermeiden, die nach den Steuergesetzen der USA gegen den Steuerzahler verhängt werden können. Die Steuergesetze sind komplex und ändern sich ständig. Der Empfänger sollte sich immer an einen Rechts- oder Steuerberater wenden, um Informationen über seine individuelle Situation zu erhalten.

Bei der Prüfung alternativer Anlagen, wie beispielsweise Private-Equity-Fonds, sollte der Empfänger verschiedene Risiken berücksichtigen, einschließlich der Tatsache, dass einige Fonds Hebelwirkung nutzen und ein erhebliches Maß an Spekulation betreiben können, das das Risiko von Investitionsverlusten erhöhen könnte, illiquide sein können und gesetzlich nicht verpflichtet sind, den Anlegern regelmäßige Preis- oder Bewertungsinformationen zur Verfügung zu stellen, komplexe Steuerstrukturen und Verzögerungen bei der Verteilung wichtiger Steuerinformationen mit sich bringen können, oft hohe Gebühren verlangen, und in vielen Fällen die zugrunde liegenden Anlagen nicht transparent und nur dem Anlageverwalter bekannt sind. Jede solche Investition birgt erhebliche Risiken, einschließlich des Risikos, dass ein Anleger seine gesamte Investition verliert.

Mit der Annahme der Lieferung dieses Dokuments erklärt sich jeder Empfänger mit dem Vorstehenden einverstanden und verpflichtet sich, das Dokument auf Anfrage unverzüglich an Capital Dynamics zurückzusenden.

Für Anleger ansässig in Deutschland: Dieses Dokument wird von Capital Dynamics Ltd. herausgegeben und von Capital Dynamics GmbH gemäß den gesetzlichen Bestimmungen verteilt. Die Capital Dynamics GmbH ist als Finanzanlagevermittler gemäß 34f Abs. 1 S. 1 Nr. 2 und 3 Gewerbeordnung bei der IHK für München und Oberbayern, Balanstr. 55 - 59, 81541 München, unter der Registernummer D-F-155-9YP3-61. www.vermittlerregister.info.

Für Anleger ansässig in Österreich: Dieses Dokument wird den Anlegern, die als professionelle Anleger gelten (wie in der Richtlinie über alternative Anlagen definiert), von Capital Dynamics Ltd. zur Verfügung gestellt. Capital Dynamics Ltd. ist von der Financial Conduct Authority (FCA) autorisiert und reguliert. Jeder Empfänger, der nicht an der hierin beschriebenen Analyse interessiert ist, sollte dieses Dokument an Capital Dynamics Limited, Whitfield Court, 2nd Floor, 30-32 Whitfield Street, London W1T 2RQ, Großbritannien, zurücksenden und Capital Dynamics so schnell wie möglich kontaktieren (Tel. +44 20 7297 0200). Bitte beachten Sie außerdem, dass gewisse Fonds, auf die sich dieses Dokument bezieht, zum Zeitpunkt dieses Dokuments unter Umständen nicht existieren und es entsprechend noch nicht möglich ist, Anteile an diesem Fonds zu zeichnen. Capital Dynamics Limited behält sich das Recht vor, den Zweck (auch in wesentlicher Weise) eines jeden Fonds, auf den sich dieses Dokument bezieht, zu ändern oder zu beschließen, die Errichtung eines neuen Fonds nicht fortzusetzen.

Für Anleger ansässig in der Schweiz: Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch einen Vertrieb von Anteilen an Personen in oder aus der Schweiz oder eine Einladung an Personen in oder aus der Schweiz zur Beteiligung an einem Fonds oder an einem anderen Finanzprodukt dar.

Portfolio Advisors

PA Insights: The Advantages of Primary Fund Investing

PA Insights: Private Market Secondaries



Portfolio Advisors, LLC is an independent, employee-owned firm that provides tailored private equity, private real estate, and private credit investment solutions through separately managed accounts and through commingled fund programs. We invest on behalf of our clients and funds across the private markets spectrum. More than 1,900 limited partners have invested in various Portfolio Advisors sponsored funds. Portfolio Advisors has been an Investment Advisor registered with the U.S. Securities and Exchange Commission since 1994, and is also a Qualified Professional Asset Manager. With offices in the U.S., Europe, and Asia, Portfolio Advisors has established a global footprint in a global asset class.



■ PA Insights: the Advantages of Primary Fund Investing

A carefully constructed portfolio of primary fund investments can offer greater return dispersion and the potential for lower overall portfolio risk

Alternative investment programs are often managed through the use of private investment vehicles, or primary funds, engaged in direct buyout, venture capital, or special situations strategies. These strategies and structures can provide a host of potential advantages to investors, including attractive risk-adjusted returns, low correlations with publicly traded assets, and lower volatility than public markets. However, accessing multiple individual primary funds directly requires having significant assets to invest as well as the appropriate internal infrastructure to research, access and follow the right fund managers. Meanwhile, anything less than a carefully constructed portfolio of such funds can lead to concentration risk in terms of expertise, strategy and diversification.

Accordingly, many investors opt to build their core private equity exposure by investing through a dedicated fund-of-funds vehicle, which can pool, or commingle, capital from a variety of limited partners and deploy it into a wide range of selected primary fund managers. In this manner, an investor may be able to access a far larger number and far broader variety of managers (and the companies held in their respective portfolios) than it could ever do on its own.

Key Takeaways

A primary fund-of-funds can deliver core private equity exposure plus diversification across strategies, geographies, sizes, vintage years and industries.

A fund-of-funds approach can be more cycle-agnostic, avoiding undue exposure to economic swings and swoons.

A deep and wide network of primary fund managers can provide access to best-of-breed managers and also result in promising co-investment and secondary opportunities.



Distinct Advantages

Aside from reducing the risks associated with investing with only a single primary fund manager, a portfolio of funds sponsored by different managers can provide tremendous diversification benefits across several important criteria, including strategy (buyout, venture capital, special situations, etc.), geography, target size, industry and vintage year.

Similarly, a primary fund's structure and underlying mandate often require a cycle-agnostic approach. Although timing the market is a favorite pastime of many investors in traded markets, the lock-up, long-term investment and realization timeframes of most primary funds mean they are almost certain to go through at least a couple of up- and downdrafts during economic cycles during their lifetimes. As managers do not generally have the option of sitting in cash, they can effectively dollar-cost average their underlying investment portfolios across different stages of a cycle, shifting macro and micro views as necessary to take advantage of major market dislocations or expansions. Over time, this steady-as-you-go discipline across all strategy types and cycle stages means investments can be made during both market swoons and surges,

in turn helping to construct portfolios that are not unduly exposed to frothy economic cycles or underexposed during slowdowns or recessions. As a result, there is greater potential for smoother return dispersions over the life of a fund, and the prospect of lower overall portfolio risk.

Another potential key advantage of a fund-of-funds is the ability to be relatively opportunistic. Ultimately, private equity funds may outperform as an asset class because they are intensely focused on those sectors of the economy that are growing the fastest. By nature, these sectors require capital to achieve such growth, but can also benefit from private equity managers' hands-on approach to value creation, including skills in deal structuring, management changes, accretive acquisitions, operating improvements, talent recruitment, growth strategies, and creative exit strategies.

The Network Effect

Successful fund-of-funds managers also share a characteristic that may be a significant advantage: they have deep and broad networks of primary fund managers with whom they invest. In some cases, these networks have been built

Meet Our Senior Primaries Team



Greg Garrett
Managing Director
Head of U.S. Primaries



Liz Campbell
Senior Vice President



Geoff Kelleman
Senior Vice President



Lenis Leung
Vice President



over decades of experience and extensive due diligence with the managers in question. This creates a depth of knowledge that a stand-alone investor might never attain. For example, knowing a particular fund manager's loss rates and dispersion of returns across different portfolios of underlying company investments helps in understanding the volatility and consistency of returns. This can help answer questions such as: How much of a fund's performance can be traced back to one or two home runs? What are the investment team's performance attributions, depth and motivations?

A broad base of manager knowledge can also shed light on questions such as: What is a fund's risk profile on both an absolute basis and relative to its strategy? How does a fund manager create value in its investments – does it rely on purchase price discipline, multiple expansion, revenue growth or the use of leverage? Qualitatively, what are the manager's competitive advantages in sourcing, operating capabilities and reputation within certain sectors? What is the manager's team depth and organizational stability? All of these questions are easier to answer when armed with comprehensive, multi-year experience in working with managers.

Moreover, such networks can provide access to specific best-of-breed managers, sector expertise, oversubscribed established funds, and outstanding new ones – all of which can add tremendous value, diversification and risk reduction to an investor in a private equity program. Another possible benefit of a strong underlying network of primary fund managers is the potential for promising tangential opportunities. Co-investments and secondaries can complement a fund-of-funds manager's activities and allow for selectively targeting investments with outperforming managers.

The fund-of-funds space has experienced a natural maturation since the financial crisis, as allocations to alternative investments in general (and private equity in particular) have increased. As those allocation percentages have grown, the larger dollar amounts being devoted to the segment by larger institutional investors have increasingly justified building in-house teams to craft the kind of primary portfolios discussed above. However, for many smaller institutions, family offices, foundations and endowments, the numbers still don't add up – in-house management of a primary fund portfolio remains too costly and difficult to manage successfully. In such cases, a fund-of-funds solution may still be the right approach, as it delivers the private equity exposure desired at a nominal cost and is already inclusive of the arduous due diligence and comprehensive risk management work that can take years to develop.

The Bottom Line

Consistency is the key. Any good manager can run into a rough patch, and every economic sector and industry will go through up and down cycles. On balance, a primary fund-of-funds made up of heavily-vetted, high-quality underlying managers, chosen for their qualitative and quantitative attributes, can appropriately serve as an investor's core private equity exposure. Diversified across multiple criteria – sectors, sizes, managers, geographies, etc. – such funds can provide the attractive risk-adjusted return, correlation and diversification benefits of the private equity asset class. ■



Headquarters:

9 Old Kings Highway South
Darien, CT 06820

Phone: +1 (203) 662 3456

Fax: +1 (203) 662 0013

Zürich Office

Brandschenkestrasse 4
8001 Zurich
Switzerland
Phone: +41 (44) 200 3500
Fax: +41 (44) 200 3501

Hong Kong Office

33/F, Alexandra House
18 Chater Road, Central
Hong Kong
Phone: +852 (3184) 9210
Fax: +852 (3184) 9211

Portfolio Advisors is an independent private markets investment specialist founded in 1994 with more than \$20 billion in assets under management. We provide tailored private equity, private real estate and private credit investment solutions through commingled funds and custom advisory solutions via primary partnerships, secondary purchases, co-investments and direct mezzanine investments. Portfolio Advisors has been an Investment Advisor registered with the U.S. Securities and Exchange Commission and is also a Qualified Professional Asset Manager in the U.S.

© Copyright 2018 Portfolio Advisors, LLC. All rights reserved. For more information or to be added to our research distribution, please visit www.portad.com or email us at communications@portad.com.



Disclosure Statement

This material does not constitute an offer or solicitation for any fund sponsored by Portfolio Advisors, LLC (“Portfolio Advisors”) or its affiliates, or any investment services provided by Portfolio Advisors. No offer of investment services or sale will be made in any jurisdiction in which the offer, solicitation, or sale is not authorized or to any person to whom it is unlawful to make the offer, solicitation or sale.

This document includes information obtained from published and non-published sources that Portfolio Advisors believes are reliable. Such information has not been independently verified by Portfolio Advisors. Unless otherwise specified, all information is current at the time of issue. Any opinions expressed are those of Portfolio Advisors. The opinions expressed do not constitute investment advice and are subject to change without notice. Past performance is not a guarantee of future success and there can be no assurance that investors in funds will achieve the returns or investment objectives discussed herein. Investments in private funds involve significant risks, including the possible loss of the entire investment. The information herein is not intended to provide, and should not be relied upon for, accounting, legal or tax advice or investment recommendations. You should consult your tax, legal, accounting or other advisors about the matters discussed herein.

Distribution of this information to any person other than the person to whom this information was originally delivered and to such person’s advisors is unauthorized and any reproduction of these materials, in whole or in part, or the disclosure of any of the contents, without the prior consent of Portfolio Advisors, in each such instance is prohibited. Notwithstanding anything to the contrary herein, each recipient of this summary (and each employee, representative or agent of such recipient) may disclose to any and all persons, without limitation of any kind, the tax treatment and tax structure of (i) any fund described herein and (ii) any of its transactions, and all materials of any kind (including opinions or other tax analyses) relating to such tax treatment and tax structure.

Before deciding to invest in a fund, prospective investors should pay particular attention to the risk factors contained in the fund documents. Investors should have the financial ability and willingness to accept the risk characteristics of an investment in a fund. Certain information contained herein constitutes forward-looking statements, which can be identified by the use of terms such as “may”, “will”, “should”, “expect”, “anticipate”, “project”, “estimate”, “intend”, “continue”, or “believe” or other variations thereof. Due to various risks and uncertainties, including those discussed above, actual events or results or actual performance may differ materially from those reflected or contemplated in such forward-looking statements. As a result, investors should not rely on such forward-looking statements in making an investment decision.

Nothing set forth in this document is intended to constitute a recommendation that any person take or refrain from taking any course of action within the meaning of U.S. Department of Labor Regulation §2510.3-21(b)(1), including without limitation buying, selling or continuing to hold any security. No information contained herein should be regarded as a suggestion to engage in or refrain from any investment-related course of action as none of Portfolio Advisors, LLC or any of its affiliates is undertaking to provide investment advice, act as an adviser to any plan or entity subject to the Employee Retirement Income Security Act of 1974, as amended, individual retirement account or individual retirement annuity, or give advice in a fiduciary capacity with respect to the materials presented herein. You are advised to contact your own financial advisor or other fiduciary unrelated to Portfolio Advisors, LLC about whether any given course of action may be appropriate for your circumstances.

© Copyright 2018 Portfolio Advisors, LLC. All rights reserved.



■ PA Insights: Private Market Secondaries

The liquidity challenges of private market investments offer compelling opportunities for secondary managers with strong platforms

While potentially offering lower correlations, less volatility and attractive risk-adjusted returns over time, the inherent lack of liquidity that comes with private equity or credit funds elicits a common refrain when speaking to investors in these asset classes: How do we manage liquidity on our timetable? While some advantages can accrue from this inherent illiquidity – including the ability to invest through bull and bear cycles and to be patient when it comes to capital allocations – the long lifespans of most private markets funds means limited partners (“LPs”) are typically unable to exit ahead of schedule. This facet has always represented one of the largest challenges of the private markets asset class – and the funds that invest in it.

The secondary market addresses this challenge. In a straightforward secondary transaction, an LP in a private equity or credit fund is able to sell all or part of its interest to another investor, in a negotiated transaction between seller and buyer. The original LP may have any one of a number of reasons for wishing to exit early – among them perhaps wanting to raise capital, leave a particular manager, pro-actively rebalance allocations or shift investment strategy in another direction.

Key Takeaways

Private market transactions are inherently illiquid, often constraining an LP’s flexibility.

The post-crisis environment has led to more active management of portfolios, using secondaries to raise cash, exit a particular manager, rebalance exposures or shift strategy.

Advantages to a purchaser can include increased diversification, lower blind pool risk, mitigation of the J-curve, and attractive pricing.

Robust relationships with private equity LPs and fund sponsors are key to knowing what stakes are for sale and who is looking for replacement LPs.

(continued on next page)



For buyers, secondary transactions can offer a number of compelling advantages over the primary, or direct, private equity fund approach. For instance:

- **Added diversification:** Secondaries can allow investors to improve portfolio diversification, spreading risk across multiple fund sponsors, vintage years, geographies, industries and investment strategies.
- **Lower blind pool risk:** Traditional private equity funds typically raise capital commitments from LPs prior to making any investments, so the portfolio, or pool, of new investments has not been assembled and LPs have no “visibility” into the portfolio (i.e., it is a “blind pool”). By contrast, in a secondary transaction, the investments underlying a given fund are often established and can be assessed by the buyer. This provides a golden opportunity to independently value and price the assets in question.
- **J-curve mitigation:** Since the underlying company investments in a secondary transaction have already been made by the fund manager whose interest is being acquired,

private equity’s infamous j-curve effect – which describes how a fund’s performance is low or negative in the early years due to capital draw-downs and an unseasoned portfolio, and then climbs sharply as liquidity events unfold in the later years – is reduced because the secondary investor is entering the fund at a later stage in its life cycle. Investing in secondaries can also mean quicker capital deployment for buyers, shorter holding periods, and less waiting time before meaningful distributions occur.

- **Discounted pricing:** As with many assets in illiquid environments, because private equity fund interests are not marked to market on a tradeable public exchange, fund interests in secondary transactions may be priced at discounts to the fair market value of the portfolio components they represent. For astute buyers, this can translate to the ability to acquire valuable assets “on sale” and participate in funds managed by top-shelf managers who might be otherwise inaccessible.

Unsurprisingly, the low-return environment since the 2008 financial crisis has encouraged more active management of the private equity

Meet Our Senior Secondaries Team



Hugh Perloff
Managing Director



Patrick Gerbracht
Managing Director



Justin Lux
Senior Vice President



Tim Henn
Vice President



portions in many investor portfolios, with investors keen to rebalance exposures as market conditions or strategies dictate. Meanwhile, interest in secondary opportunities to acquire earlier vintage year funds has risen in recent years on concerns that many of the more recent private equity funds may be paying heavily inflated prices for assets. The mix has led to a surge in secondary activity, with records set last year in number of funds closed, total capital raised, and dollar volume of secondary transactions.

Keys to Secondary Success

Because each transaction is a negotiated one, secondary strategies rely heavily on the network of relationships that can be brought to bear on this activity. The stronger the relationships with private equity LPs are, the more likely it may be that a secondary fund manager will be informed of potential stakes for sale. At the same time, the stronger the relationships with the general partner fund sponsors with whom they invest are, the more likely it may be that the secondary fund manager is approached by general partners looking for replacement LPs to step in when one of their existing investors is planning to sell its position.

Accordingly, investors considering placing capital in a dedicated secondaries strategy should measure the degree to which the manager is viewed as a strategic partner by both the universe of LPs in direct private equity funds and the general partner sponsors of such funds. Generally speaking, the more robust a secondary fund manager's network is, the better the opportunity set will be.

With some larger firms, this network effect can have cross-pollination advantages across different silos of investment. Portfolio Advisors has deep and broad relationships in four multi-dimensional spheres – private equity, co-investment, real estate and private credit. Such a comprehensive network can provide two additional advantages:

- First, it provides the secondary manager with asymmetrical access to information. For instance, Portfolio Advisors tracks, analyzes and reports on the performance of billions of dollars in private equity commitments across nearly 2,000 global private equity funds on behalf of its clients. The level of portfolio company detail and cash flow data that flows from this informational advantage is very useful when evaluating and pricing secondary transactions.
- Secondly, it provides the secondary manager with asymmetrical access to opportunities. Private equity general partners play a key role in the secondary process, since they must approve transfers of interest to new investors; long-standing relationships with key GPs and a reputation as a serious, committed buyer of secondary interests means the secondary manager may be presented with transactions that might not be broadcast to the broader marketplace.

From there, it's important that the secondary fund manager bring a degree of focus to bear on the wide breadth of opportunities that arise. This can be accomplished in a number of ways, including segment focus and having a dedicated secondaries team able to concentrate entirely on a specific niche. Such focus



may enhance a fund manager’s ability to be selective, taking transactions that best fit the mold, which in turn helps avoid compromises on price or quality.

Conclusion

Private market secondaries are a fast-growing niche within the alternative investment landscape, and in recent years they have gone from relatively rare events (historically seen as a last resort by LPs) to an accepted and effective mechanism for institutional portfolio

management. Indeed, investors now use the secondary market as a way to engage with established private equity funds.. As the size, scale and sophistication of the secondary market gains momentum, differentiators such as platform relationships, niche focus and informational advantages will play larger roles in determining a secondary fund manager’s ability to see and select top-shelf private equity secondary opportunities with mature assets at attractive prices. ■



Headquarters

9 Old Kings Highway South
Darien, CT 06820
Phone: +1 (203) 662 3456

Zürich Office

Brandschenkestrasse 47
8002 Zurich
Switzerland
Phone: +41 (44) 200 3500

Hong Kong Office

33/F, Alexandra House
18 Chater Road, Central
Hong Kong
Phone: +852 (3184) 9210

Headquartered in Darien, CT and founded in 1994, Portfolio Advisors, LLC is an independent, private markets investment specialist with more than \$23 billion in assets under management. The firm also has offices in Switzerland and Hong Kong. Portfolio Advisors provides tailored private equity, private real estate and private credit investment solutions through commingled funds and custom advisory solutions via primary partnerships, secondary purchases, co-investments and direct senior and mezzanine investments. Portfolio Advisors has been an Investment Advisor registered with the U.S. Securities and Exchange Commission since 1994, and is also a Qualified Professional Asset Manager in the U.S.

© Copyright 2019 Portfolio Advisors, LLC. All rights reserved. For more information or to be added to our research distribution, please visit www.portad.com or email us at investorrelations@portad.com.



Disclosure Statement

This material does not constitute an offer or solicitation for any fund sponsored by Portfolio Advisors, LLC (“Portfolio Advisors”) or its affiliates, or any investment services provided by Portfolio Advisors. No offer of investment services or sale will be made in any jurisdiction in which the offer, solicitation, or sale is not authorized or to any person to whom it is unlawful to make the offer, solicitation or sale.

This document includes information obtained from published and non-published sources that Portfolio Advisors believes are reliable. Such information has not been independently verified by Portfolio Advisors. Unless otherwise specified, all information is current at the time of issue. Any opinions expressed are those of Portfolio Advisors. The opinions expressed do not constitute investment advice and are subject to change without notice. Past performance is not a guarantee of future success and there can be no assurance that investors in funds will achieve the returns or investment objectives discussed herein. Investments in private funds involve significant risks, including the possible loss of the entire investment. The information herein is not intended to provide, and should not be relied upon for, accounting, legal or tax advice or investment recommendations. You should consult your tax, legal, accounting or other advisors about the matters discussed herein.

Distribution of this information to any person other than the person to whom this information was originally delivered and to such person’s advisors is unauthorized and any reproduction of these materials, in whole or in part, or the disclosure of any of the contents, without the prior consent of Portfolio Advisors, in each such instance is prohibited. Notwithstanding anything to the contrary herein, each recipient of this summary (and each employee, representative or agent of such recipient) may disclose to any and all persons, without limitation of any kind, the tax treatment and tax structure of (i) any fund described herein and (ii) any of its transactions, and all materials of any kind (including opinions or other tax analyses) relating to such tax treatment and tax structure.

Before deciding to invest in a fund, prospective investors should pay particular attention to the risk factors contained in the fund documents. Investors should have the financial ability and willingness to accept the risk characteristics of an investment in a fund. Certain information contained herein constitutes forward-looking statements, which can be identified by the use of terms such as “may”, “will”, “should”, “expect”, “anticipate”, “project”, “estimate”, “intend”, “continue”, or “believe” or other variations thereof. Due to various risks and uncertainties, including those discussed above, actual events or results or actual performance may differ materially from those reflected or contemplated in such forward-looking statements. As a result, investors should not rely on such forward-looking statements in making an investment decision.

Nothing set forth in this document is intended to constitute a recommendation that any person take or refrain from taking any course of action within the meaning of U.S. Department of Labor Regulation §2510.3-21(b)(1), including without limitation buying, selling or continuing to hold any security. No information contained herein should be regarded as a suggestion to engage in or refrain from any investment-related course of action as none of Portfolio Advisors, LLC or any of its affiliates is undertaking to provide investment advice, act as an adviser to any plan or entity subject to the Employee Retirement Income Security Act of 1974, as amended, individual retirement account or individual retirement annuity, or give advice in a fiduciary capacity with respect to the materials presented herein. You are advised to contact your own financial advisor or other fiduciary unrelated to Portfolio Advisors, LLC about whether any given course of action may be appropriate for your circumstances.

© Copyright 2019 Portfolio Advisors, LLC. All rights reserved.

The logo for SECA, consisting of the letters "SECA" in white, bold, sans-serif font, centered within a solid red square.

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

LGT Capital Partners

Introduction to Secondaries



LGT Capital Partners is a leading alternative investment specialist with over USD 60 billion in assets under management and more than 500 institutional clients. A large, international team is responsible for managing a wide range of investment programs focusing on private equity and other alternative investments. Headquartered in Pfaeffikon (SZ), Switzerland, the firm has offices in New York, Dublin, London, Paris, Frankfurt, Vaduz, Dubai, Beijing, Hong Kong, Tokyo and Sydney.



Capital Partners

your partner for alternative investments

Introduction to Secondaries

“Partnering with a global manager with broad capabilities across the private market spectrum is critical to access the best opportunities, address transaction complexities, and improve the ability to take advantage of market inefficiencies and volatile cycles.”

Contents

- 4** Introduction: the rise of secondaries
- 5** What drives the huge expansion in the secondary market?
- 7** Types of secondary transactions
- 10** How do secondaries help your private equity portfolio?
- 12** Conclusion: the path to success

Introduction: the rise of secondaries

Transaction volume in the private equity secondary market expanded to USD 88 billion in 2019, and it is projected to grow to USD 100–150 billion by 2022 (see Figure 1). Some of the biggest fundraises in the secondary market – worth billions of dollars – match to the biggest fundraises in the primary market.

How did the secondaries market become so big? What does a typical secondaries transaction look like? How can you best benefit from secondaries in your portfolio? These are some of the questions we address within this publication.

The basics

The most common structure of a private market fund is a limited partnership—investors in the fund are Limited Partners (LPs), while the General Partner (GP) manages the fund and its investments. The duration of a private market fund is usually about 8–12 years, during which the LPs remain invested in the fund. However, if an LP wants or needs to dispose of their fund interests before that time (for example, to accelerate liquidity or rebalance allocations in its portfolio), virtually the only way the LP can do so is by selling those interests on the secondary market.

In its simplest form, a secondary transaction is the transfer of ownership rights and obligations from one investor (the seller) to another (the buyer). The buyer then enters the fund by assuming the rights and obligations of the seller, including any unfunded capital commitments.

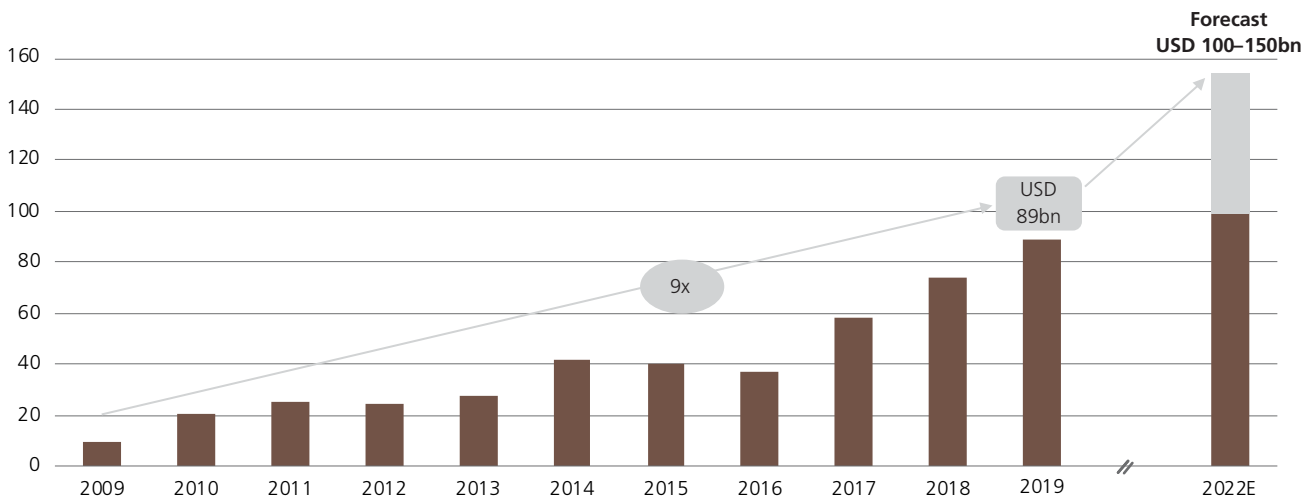
How did it all begin?

The first dedicated secondary fund, raised in 1984, had only USD 6 million in commitments. It took another six years before the market saw a secondary fund that raised more than USD 100 million. Many private equity investors were suspicious of the secondary market. They considered it the realm of distressed sellers, accessed as a drastic measure to generate liquidity or dispose of unattractive tail-end assets.

But as regulatory requirements for institutions, such as banks and insurers, changed, these investors increasingly saw the need for the secondary market as a highly desirable tool for efficient portfolio management. Fundraising soon snowballed, with the first billion-dollar secondary fund coming to market in 1998, and more than USD 10 billion raised for secondaries over the decade. The perception of secondaries was evolving.

Over time, an increase in buy-side demand, and an improving climate in the primary private equity market fueled double-digit growth in deal volume each year. As investors sought to rebalance their portfolios and higher-quality private equity fund interests traded on the secondaries market, transaction volume increased significantly and the pricing gap between secondary market prices and the underlying net asset value of the assets narrowed.

Figure 1: Secondary market transaction volume setting new record



Source: Greenhill, October 2019

What drives the huge expansion in the secondary market?

A few key factors drive the secondary market—strong growth in the underlying primary market, a changing regulatory environment, and the increasing sophistication of investors, among others.

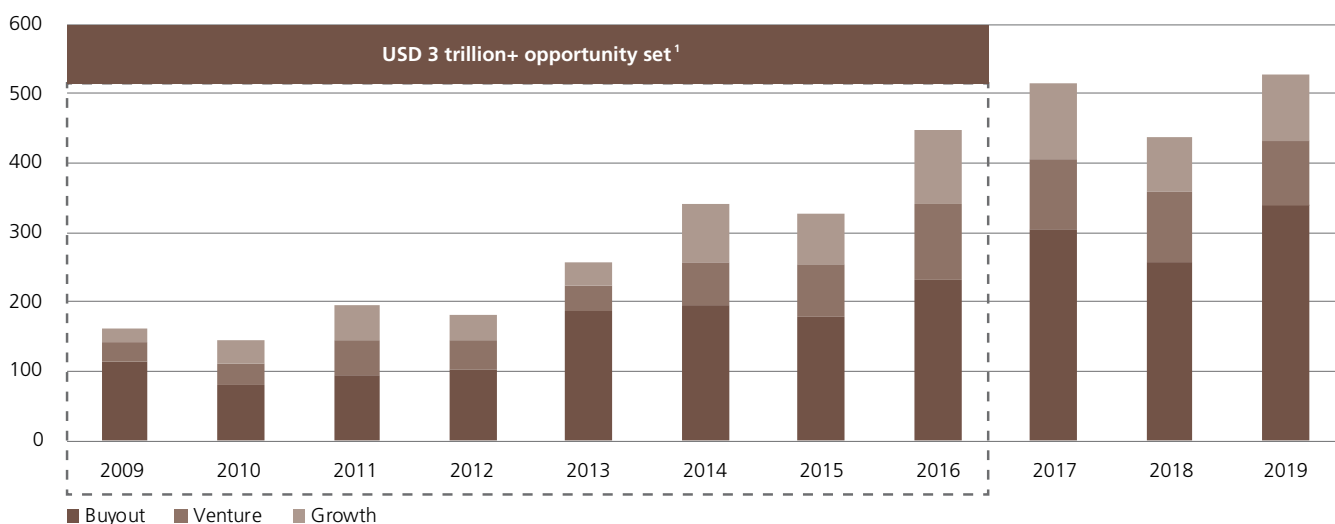
A sustained run of strong performance within private equity has buoyed considerable interest in the asset class, lifting fundraising efforts. This strong primary fundraising then feeds volumes on the secondary market, with a time lag. Investors who originally committed to a private equity fund or a set of primary investments, but then need to prematurely dispose of those investments a few years later, bring their offering to the secondary market.

Thus, the surge in primary fundraising in 2004-2008 amplified the expansion in the secondary market from 2010-2014. Similarly, the robust rise in primary fundraising over the last decade has been and will continue to be a significant source of supply for the secondary market's ongoing strong run—private equity primary commitments raised since 2009 provide approximately USD 3 trillion of potential secondary transaction volume today, a huge opportunity set (see Figure 2).

Another factor fueling the expansion in secondary transactions is investors' desire to manage their private equity exposure more proactively, combined with the ability of secondaries to facilitate investors' need for sophisticated portfolio management. When economic conditions worsened and public markets nosedived (e.g. dot-com crash, global financial crisis), the value of public stocks in the portfolios of large institutional investors sharply declined, and their exposure to private markets proportionately increased, exceeding allocation limits. Such investors flocked to the secondary market to reduce their private equity holdings and rebalance their portfolio.

Regulatory changes also had a similar effect on institutional investors, suddenly forcing them to adjust their portfolio—or indeed, their entire business model—to conform to the new status quo. The secondary market again offered a convenient and attractive way to trade assets, divest portfolios, or even spin out entire business units.

Figure 2: The opportunity set for future secondary transaction volume is huge



¹ Based on USD 2 trillion commitments, with 1.5-1.75x multiple expected on called capital which means an estimate of USD 3 trillion+ opportunity set
Source: Preqin, January 2020. Opportunity set calculated based on USD 2 trillion commitments, with 1.5-1.75x multiple expected on called capital

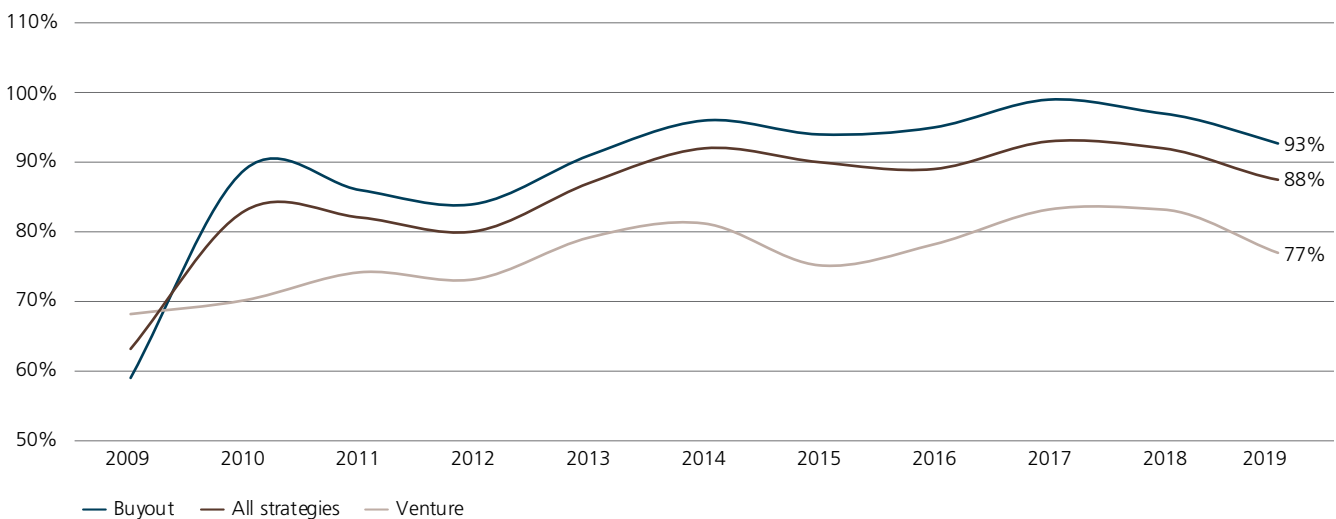
As trading private equity fund stakes on the secondary market becomes more common, portfolio managers find it easier and quicker to make decisions to reallocate invested capital within and between different asset classes, geographies and investment styles (such as buyout, venture and growth) without worrying that private equity investments could remain “locked” until the end of the fund’s term.

Other factors that have contributed to the rise of the secondary market include a better pricing environment and the emergence of leverage. Market pricing (the average high bid as a percent of the NAV) weakened amid the global financial crisis, but rose sharply thereafter and has since remained fairly stable, at

around 90% of NAV, reflecting a firm pricing environment and increasing optimism (see Figure 3). Meanwhile, the growing use of third-party leverage to partially finance larger transactions has powered transaction activity and driven volumes higher. Although leverage can potentially improve the rate of return if the underlying assets perform strongly, it could also increase the risk of losing capital if the underlying assets underperform.

Over a couple of decades, the secondary market morphed from a peripheral market—characterized by distressed sellers, few buyers, scarce liquidity and pricing pressures—to an essential, broad and deep arena with several participants and significant transaction volumes.

Figure 3: Stable pricing environment



Source: Greenhill, October 2019

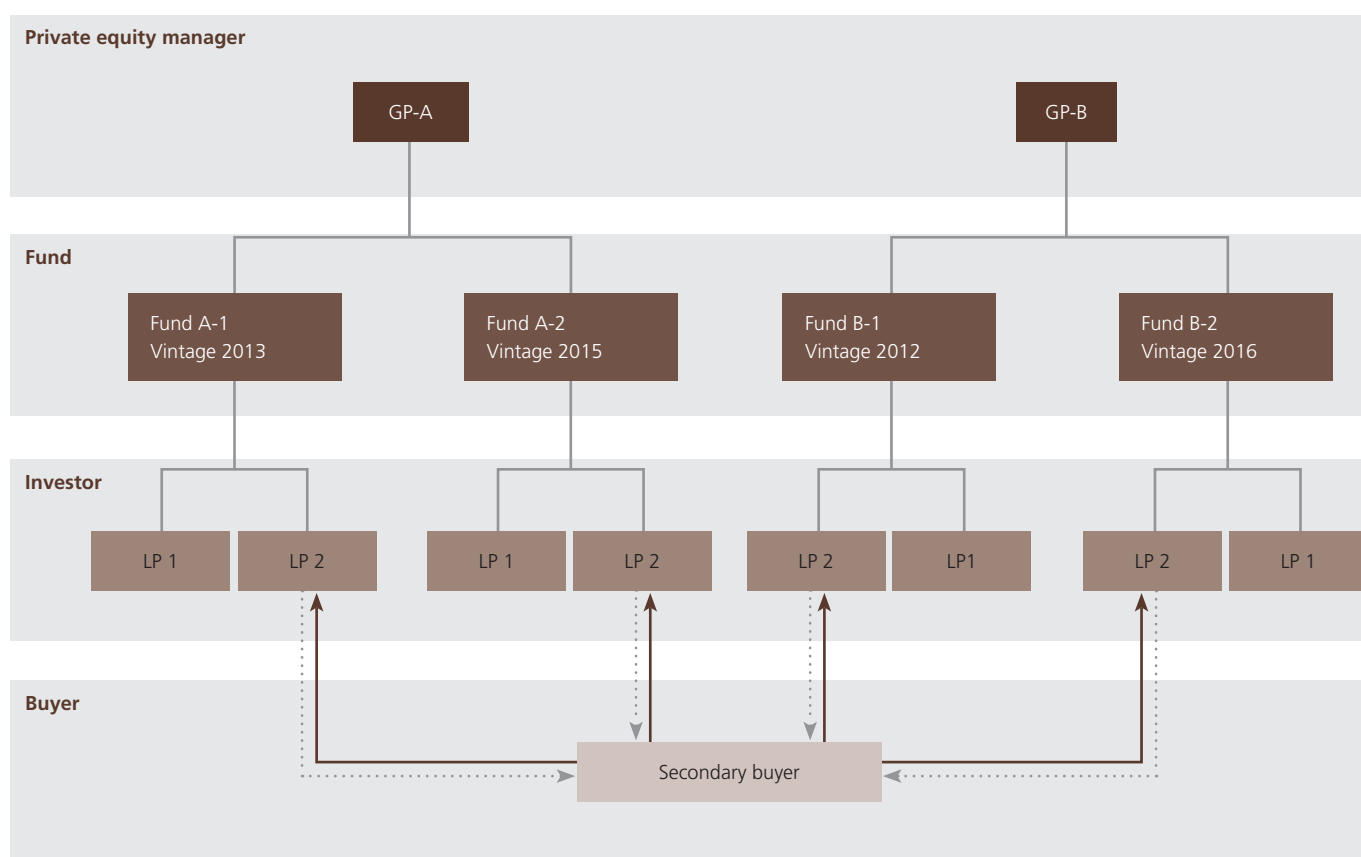
Types of secondary transactions

Secondary transactions broadly fall into three categories, based on who initiates and drives the sale process, and they can range from being straightforward to highly complex. Historically, LP-led transactions were the most common, but today, GP-led transactions are gaining momentum, while direct sales can be even more complex and somewhat rarer.

LP-led transactions

LP-led transactions are generally the most common transactions in the secondary market. In such a transaction, an existing LP, often helped by an intermediary, seeks a secondary buyer for (some of) its private market fund interests. The buyer takes on ownership of those fund interests, as well as any unfunded capital commitments, and replaces the LP in the funds in which interests are acquired (see Figure 4).

Figure 4: Graphical representation of LP transaction



GP = General partner (private equity manager) LP2 = seller LP = Limited Partner (investor) > Fund interests & commitments —> Money

Source: LGT Capital Partners

GP-led transactions

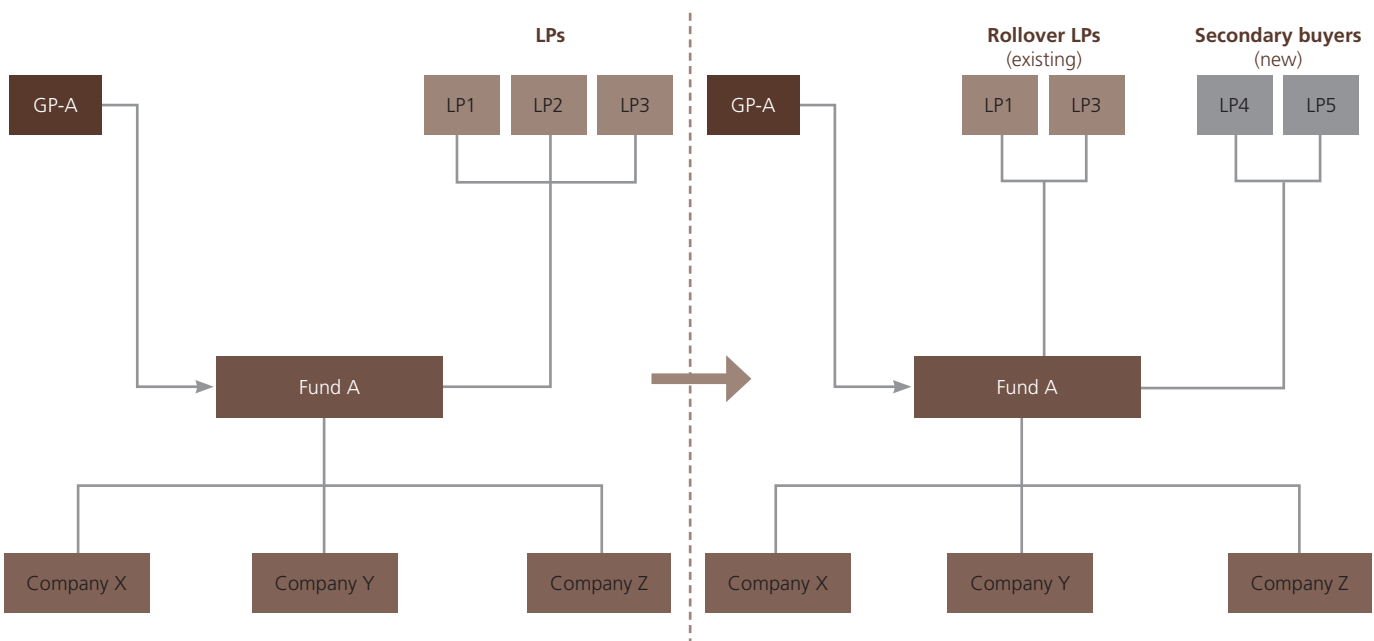
GP-led transactions are a fast-growing segment of the secondary market, comprising nearly a third of the market by volume. Typically, they can either be tender offers, fund restructurings or spin-outs.

- A tender offer somewhat resembles a traditional transaction of LP interests. However, in a tender offer one or more buyers offer to acquire the LP interests of all existing LPs in a fund at a certain price and within a certain timeframe. In addition, the transaction is often limited to a clearly

defined overall size. The existing LPs can elect to participate in the transaction or remain invested in the fund. This type of liquidity offering is typically initiated by the GP to accommodate existing LPs who have expressed an interest in divesting their position in the fund.

- In a fund restructuring, the GP transfers assets from an older vintage fund that is nearing the end of its term to a new special purpose vehicle or a continuation vehicle. In the process, some existing LPs may use the opportunity to cash out of the fund, while others may opt to continue on as investors in the new vehicle (see Figure 5).

Figure 5: Graphical representation of fund restructuring



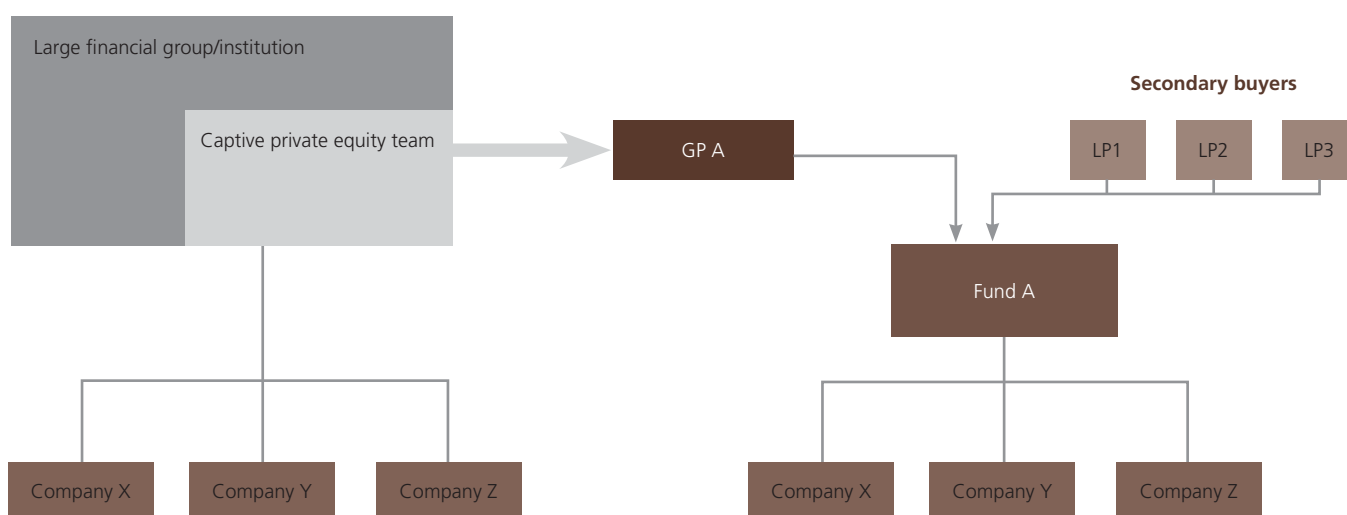
Source: LGT Capital Partners

- In a spin-out, a captive team within a larger financial group or institution, which manages an existing portfolio of private equity investments on behalf of that institution, seeks to become independent. Various factors could trigger a spin-out, such as regulatory issues of the larger institution, or the team's desire to raise more third-party capital. In these situations, a secondary sale typically enables the transfer of assets from the balance sheet of the larger institution to a newly set up fund managed by the same team after the spin-out. Secondary buyers provide the capital for the team to execute the spin-out and finance the acquisition of the existing investments (see Figure 6).

Direct secondary transactions

A direct secondary transaction occurs when an investor sells its stake in a company or in several companies to a secondary buyer. These transactions differ from traditional LP-led transactions in that it is not a fund interest in a limited partnership that changes hands, but a direct stake in the ownership of a company. Direct secondary sales might involve an investment in a single company ("single-asset secondaries") or investments in a portfolio of companies, and the secondary buyer may sometimes appoint a (new) GP to manage the portfolio.

Figure 6: Graphical representation of spin-out



Source: LGT Capital Partners

Case study: GP-led spin-out

Belgium-based bank KBC Group had a dedicated private equity team that covered several private market segments, including buyouts, development capital and mezzanine investments, in several geographies, mainly the Benelux region and central & eastern Europe. Due to the global financial crisis, KBC Group decided to divest its dedicated private equity business. Initially, the team divested the participations on an individual basis, but eventually sought a single buyer for the remaining assets. The situation—a solid and stable team seeking capital to support the spin-out and acquisition of a raft of attractive private equity assets—was ripe for the secondary market.

In December 2012, with LGT CP's backing, KBC Group's private equity team engineered a spin-out to KeBeK Management, and launched its first fund, KeBeK I, mainly consisting of controlling stakes in solid, medium-sized companies in the Benelux region. LGT CP had built a relationship with the KeBeK team over several years, and was thus ideally positioned to lead the transaction. This transaction offered continuity and stability to the portfolio assets that were transferred to KeBeK I. By accessing the secondary market, KeBeK could hold the assets until they were ready to exit, rather than sell the companies at the time of the spin-out.

How do secondaries help your private equity portfolio?

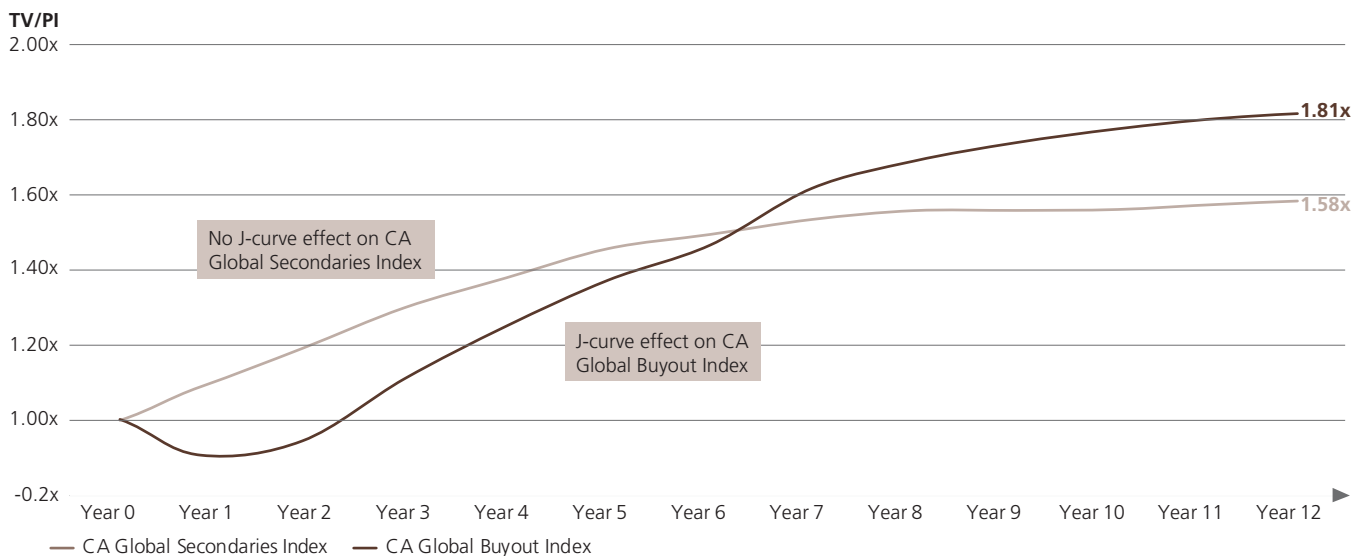
Broader diversification

Secondaries offer a convenient tool for investors to broaden diversification by number of funds, managers and portfolio companies. Secondary portfolios can range widely in size and composition, from small, single fund interests, to multi-billion dollar portfolios of dozens of funds managed by different private market managers. The underlying companies in individual transactions could number in the hundreds, and a well-constructed secondaries portfolio could have exposure to well over 1,000 companies and assets. Secondaries also help investors diversify by vintage year, geography, industry or strategy. The ability to 'back-fill' past vintage year exposures is particularly attractive for investors seeking more immediate exposure to private equity and looking to more quickly ramp up their multi-year private equity investment programs.

A smoother cash flow profile

The typical cash flow profile of a traditional primary private equity fund involves a series of outflows (contributions or capital calls) at the start, during the investment or commitment phase, followed by increasing inflows (distributions) towards the middle and end of the fund's life. This is often known as a "J curve" (see Figure 7). Funds in a secondary transaction are generally more mature, presenting shorter holding periods and earlier distributions. The secondaries component thus allows investors to shorten the initial investment phase, quickly increase their exposure to private equity, accelerate both the deployment and return of capital, and thus smooth out their cash flow profile.

Figure 7: Secondaries help smooth out the J-curve of a private equity portfolio



Source: LGT CP. For illustrative purposes only. The Cambridge Associates Global Buyout and Global Secondaries Index performance evolution is based on the average TV/PI of buyout and secondary funds globally.

Faster build-up of NAV

Secondary investors typically acquire maturing or mature private equity fund portfolios or assets, and secondary portfolios tend to have shorter investment periods than primary funds. Therefore, capital deployment and NAV build-up is typically faster than for primary fund commitments. However, this depends on the investment strategy and structuring of the secondary fund manager. Investment strategies that rely heavily on third-party leverage to finance transactions and/or extensive use of fund-level credit facilities tend to have a slower or altogether lower capital deployment and NAV build-up.

Counter-cyclical advantage

Secondary sales driven by liquidity needs are likely to increase during a downturn or periods of stress and uncertainty, potentially leading to an increase in secondary opportunities at a time when activity in many other private market investment strategies typically slows down. Well-placed secondary buyers can thus take advantage of a down-cycle to invest tactically when others are selling, possibly achieving attractive entry prices. Exposure to secondary funds can therefore provide a degree of downturn protection to private market portfolios.

Lower loss ratio and lower risk

Secondaries have historically delivered attractive risk-adjusted returns with lower risk (defined by standard deviation of returns) and low loss ratios (percentage of transactions that result in loss of invested capital). As secondary transactions typically comprise more mature funds, potential buyers have greater visibility on the underlying funds and portfolio companies. In most cases, the underlying businesses are further along in their lifecycle, which means secondary buyers can invest in proven businesses, where the investment thesis has already borne out.

Conclusion: the path to success

Secondaries have come a long way from the early days, when they were perceived as the last recourse for distressed sellers. Today, they present a highly attractive value proposition not only as a portfolio management tool for sellers, but also as a complement to most investors' private market portfolios on the investment side, offering a smoother cash flow profile, quicker build-up of NAV and return of capital, greater diversification, as well as countercyclical advantages.

As secondary investors have become more sophisticated, so too has the secondary market and the types of transactions. GP-led liquidity options continue to serve as a key driver of incremental market growth. Sponsors are now strategically accessing the secondary market to achieve objectives including spinning out from a captive parent, facilitating investors' requests to swap earlier investments for new commitments, and terminating older funds. The notable trend today of high-quality managers using secondary capital to reshape their LP and capital base (a key driver of deal activity in recent years) is likely to continue to expand.

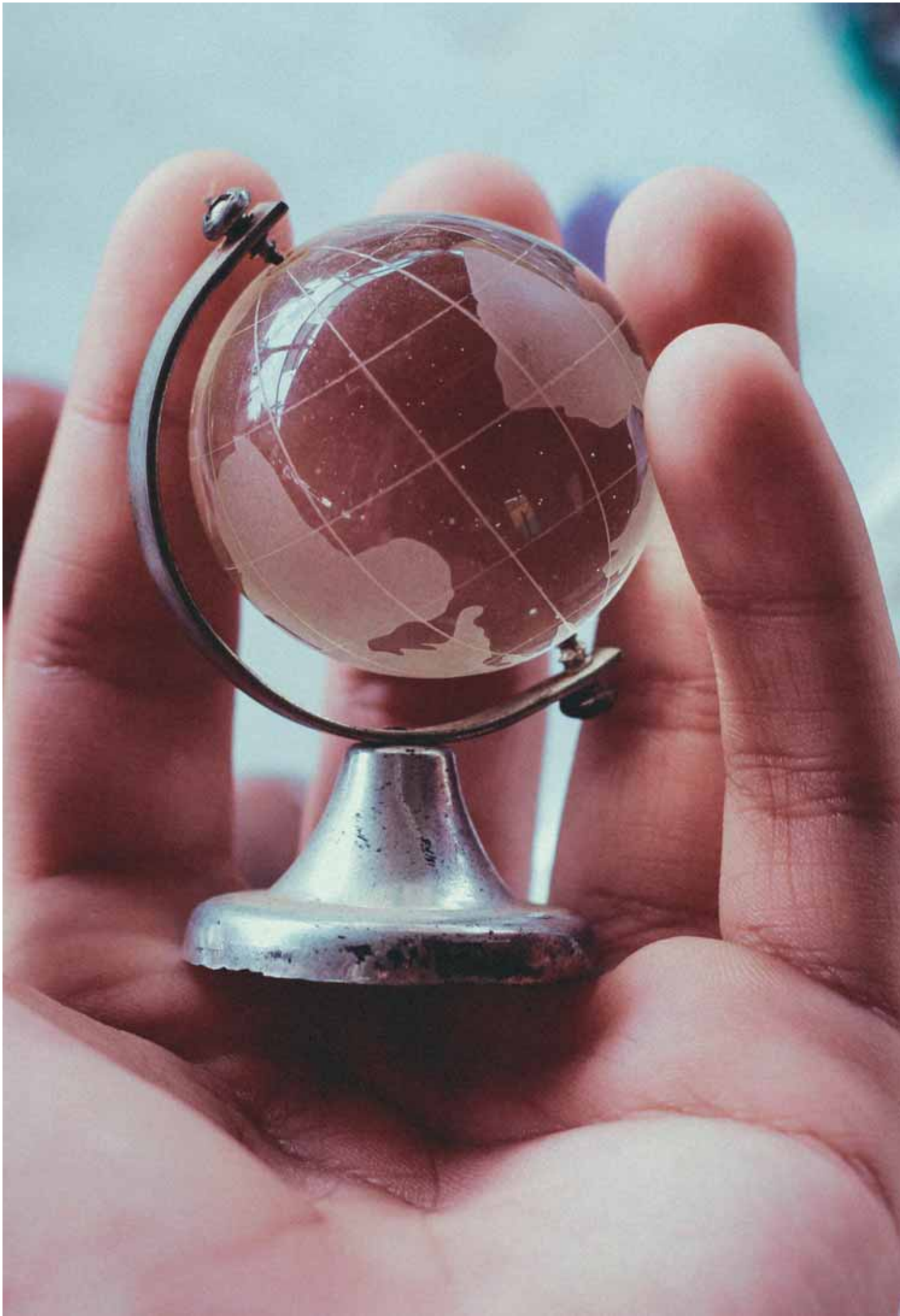
However, as the market has evolved, transactions—such as single-asset secondaries, fund restructurings or structured deals—have become increasingly complex and could present associated risks, especially for investors who may be less experienced, or who may not have the resources to address these complexities. For example, possible risks in a fund restructuring are the high concentration levels, with lack of early liquidity, or a potential misalignment of interest with the GP, while spin-outs may involve complex transactions with correspondingly higher uncertainty. Both transaction types are extremely resource intensive, and assessing the angle and deal

dynamics is critical. The key to investing successfully in such transactions is having strong insights in the assets, the respective GP(s) and the overall transaction dynamics.

In addition, although certain parts of the secondary market, most notably traditional portfolios of high quality funds, have become more transparent and efficient in recent years, the varied nature of private market data means the market is still characterized by price and information inefficiencies. Private equity reporting can be uneven and inconsistent among managers and strategies, and could lag by months or quarters. This overall market structure, which could hamper novice investors, favors the well-resourced secondary buyer.

Globally positioned managers with integrated capabilities across the private market spectrum—primary, secondary and co-investments—offer superior access to the asset class and provide their investors with the benefits of scale and reach. Secondary buyers who have broad, deep knowledge of the underlying assets are often in the best position to price a transaction from the bottom up, a process that gives a true sense of the value of the transaction. This helps them initiate and execute a transaction quickly and efficiently, with favorable pricing dynamics.

Partnering with a disciplined secondary manager is critical, especially in an increasingly competitive market, to access the best opportunities. Those who have a broad toolkit to address these various complexities automatically widen the opportunity set available to them, and they improve their ability to take advantage of market inefficiencies and volatile cycles, regardless of the landscape for more traditional secondary transactions.



LGT Capital Partners Ltd.

Schuetzenstrasse 6
 CH-8808 Pfaeffikon
 Phone +41 55 415 96 00
 Fax +41 55 415 96 99

LGT Capital Partners (USA) Inc.

1133 Avenue of the Americas
 New York, NY 10036
 Phone +1 212 336 06 50
 Fax +1 212 336 06 99

LGT Capital Partners (Ireland) Ltd.

Third floor
 30 Herbert Street
 Dublin 2
 Phone +353 1 433 74 20
 Fax +353 1 433 74 25

LGT Capital Partners (U.K.) Limited

1 St. James's Market
 London SW1Y4AH
 Phone +44 20 7484 2500
 Fax +44 20 7484 2599

LGT Private Debt (UK) Ltd.

1 St. James's Market
 London SW1Y4AH
 Phone +44 20 7484 2500
 Fax +44 20 7484 2599

LGT Private Debt (France) S.A.S

37 Avenue Pierre 1er de Serbie
 75008 Paris
 Phone +33 1 40 68 06 66
 Fax +33 1 40 68 06 88

LGT Capital Partners (FL) Ltd.

Herrengasse 12
 FL-9490 Vaduz
 Phone +423 235 25 25
 Fax +423 235 25 00

LGT Capital Partners (Dubai) Limited

Office 7, Level 3, Gate Village 10
 Dubai International Financial Centre
 P.O. Box 125115
 Dubai
 Phone +971 4 401 9900
 Fax +971 4 401 9991

LGT Investment Consulting (Beijing) Ltd.

Suite 1516, 15th Floor
 China World Tower 1
 No. 1 Jianguomenwai Avenue
 Chaoyang District
 Beijing
 Phone +86 10 6505 82250
 Fax +86 10 5737 2627

LGT Capital Partners (Asia-Pacific) Ltd.

Suite 4203 Two Exchange Square
 8 Connaught Place
 P.O. Box 13398
 Central Hong Kong, HK
 Phone +852 2522 2900
 Fax +852 2522 8002

LGT Capital Partners (Japan) Co., Ltd.

17th Floor Stage Building
 2-7-2 Fujimi, Chiyoda-ku
 102-0071 Tokyo
 Phone +81 3 6272 6442
 Fax +81 3 6272 6447

LGT Capital Partners (Australia) Pty Limited

Level 36 Governor Phillip Tower
 1 Farrer Place
 Sydney NSW 2000
 Phone +61 2 8823 3301

Important Information

This marketing material was issued by LGT Capital Partners Ltd., Schützenstrasse 6, CH-8808 Pfäffikon, Switzerland and/or its affiliates (hereafter «LGT CP») with the greatest of care and to the best of its knowledge and belief. LGT CP provides no guarantee with regard to its content and completeness and does not accept any liability for losses which might arise from making use of this information. The opinions expressed in this marketing material are those of LGT CP at the time of writing and are subject to change at any time without notice. If nothing is indicated to the contrary, all figures are unaudited. This marketing material is provided for informati-

on purposes only and is for the exclusive use of the recipient. It does not constitute an offer or a recommendation to buy or sell financial instruments or services and does not release the recipient from exercising his/her own judgment. The recipient is in particular recommended to check that the information provided is in line with his/her own circumstances with regard to any legal, regulatory, tax or other consequences, if necessary with the help of a professional advisor. This marketing material may not be reproduced either in part or in full without the written permission of LGT CP. It is not intended for persons who, due to their nationality, place of residence, or any other reason are not permitted ac-

cess to such information under local law. Neither this marketing material nor any copy thereof may be sent, taken into or distributed in the United States or to U. S. persons. Every investment involves risk, especially with regard to fluctuations in value and return. Investments in foreign currencies involve the additional risk that the foreign currency might lose value against the investor's reference currency. It should be noted that historical returns and financial market scenarios are no guarantee of future performance.

Unigestion

A quantitative approach to
private equity fund selection



At Unigestion we focus on an area of the private equity market that is difficult or inefficient for investors to access themselves – small and mid market global private equity. Since there are barriers to access, we believe this part of the market offers the greatest potential for superior returns, yet many investors need guidance before being able to participate fully in this market. We have provided such guidance for more than 20 years. With the acquisition of Akina in 2017, we have created a global small and mid-market specialist with a team of around 40 specialists and over EUR 6 billion in private equity assets under management. Unigestion has private equity expertise in Geneva, Zurich, London, Luxembourg, Jersey City and Singapore. Our Private Equity team was awarded “Private Equity Manager of the Year” by European Pensions Awards in 2019 for the third consecutive year, as well as the Gold Award (2011, 2016) and the Silver Award (2012, 2017, and 2019) for “Best LP, Regional Strategy” by Private Equity Exchange & Awards. Unigestion is a signatory to the UN Principles for Responsible Investment (UNPRI).
www.unigestion.com/private-equity.

A QUANTITATIVE APPROACH TO PRIVATE EQUITY FUND SELECTION

October 2019

Overview

Private equity (PE) has long been immune to the radical, technology-driven changes that other asset classes have experienced over the last decade, due to limited transparency, a lack of consistent data and longer investment horizons. In fact, the classical PE investment selection approach, which is heavily dependent on human judgement, has hardly changed since the 1980s.

Until now, this approach has allowed investors to obtain returns that have consistently exceeded other asset classes, despite its time-consuming nature and associated costs. However, as the PE industry reaches maturity and faces growing scrutiny from investors in terms of fees and returns, it is becoming increasingly important for investors to make accurate, high conviction decisions in a fast and efficient manner. For this reason, at Unigestion, we believe that it is essential to integrate new technologies into the investment decision-making process, to be at the forefront of innovation in the industry and to anticipate disruptive changes.

Artificial intelligence is reshaping the financial world by changing the way investments are analysed and selected. Ample research has been carried out in more traditional fields of finance, like public equities, to assess if machine learning can enhance the predictive power of existing models. The work of Gu et al. [2019] on forecasting public equity risk premia goes in this direction and has paved the way for further research to be carried out for more illiquid asset classes, such as private equity.

Complementing Human Judgement with Machine-Powered Analysis

At Unigestion, we are able to integrate the due diligence experience that we have gained over the last few decades in determining which fund characteristics are the most important drivers of superior risk-adjusted returns into a machine-driven analysis of a wide range of features. Drawing on our experience, we have developed a machine learning-based scoring tool to predict which funds will be successful, based on the information available to prospective investors during fundraising. By combining PE fund performance data from Preqin with other sources, we select the most relevant criteria, including the investment strategy, team composition, market conditions, strategy execution and performance track record.

The model has been set up to follow the binary classification approach, which determines the probability that a fund's performance will exceed a pre-defined hurdle rate. Thus, the output of each algorithm will be a score between 0 and 1, representing such a probability. In this way, the model output can be easily turned into an investment recommendation.



Natalia Sigrist
Partner, Private Equity



Marco Perfetto
Quantitative Analyst, Private Equity

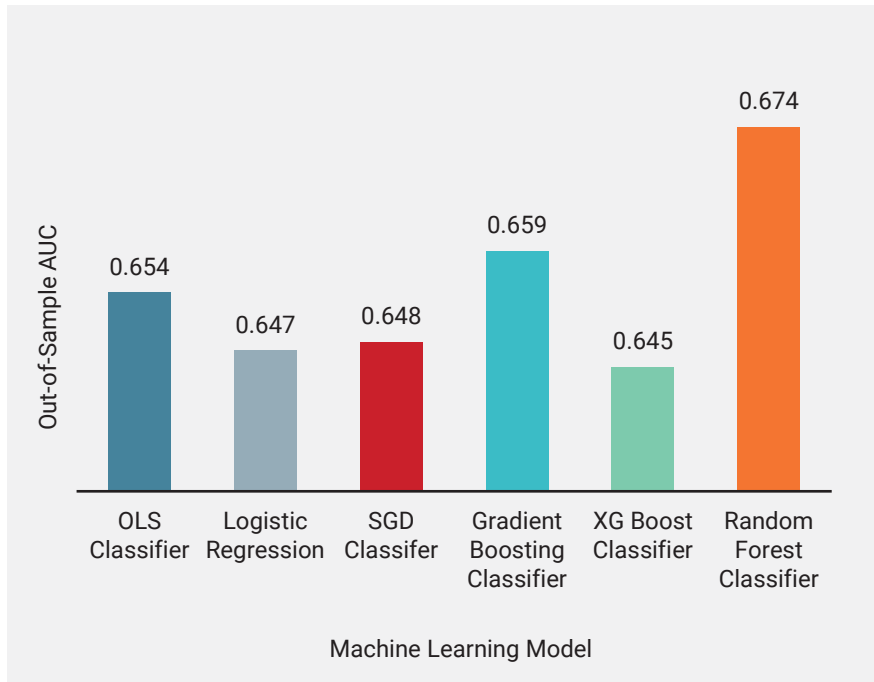
Key Points

1. Drawing on decades of private equity market experience, we have developed a machine-driven scoring tool to substantiate our human decision-making in the fund selection process.
2. The scores produced can be turned into investment decisions through an economic cost/benefit analysis to create a framework that can be calibrated according to business needs.
3. The tool should allow the investment team to screen a larger pool of potential opportunities and focus more on value-creating activities.



We have calibrated the model through a wide selection of machine learning algorithms to obtain the best out-of-sample performance. As a metric to assess performance, we use the area under the ROC curve (AUC), which represents the probability that a randomly chosen successful fund (IRR above the hurdle rate) is attributed a higher score than a randomly chosen unsuccessful fund. In these terms, an AUC of 0.5 is equivalent to flipping a coin. Thus, the closer the AUC is to 1, the better the discriminating power of the model.

Figure 1: Out-of-Sample AUC for Various Machine Learning Models



Source: Unigestion, based on Prequin data as at 31 December 2018

For each algorithm, we calibrate the model twice, once using as target the funds that ultimately have performed better than the hurdle rate, and once with those that ultimately underperformed. The final score is calculated as the average of the two models. This makes the model more robust and allows us to give different weights to the analysed features in the prediction of successful and unsuccessful funds.

Figure 1 shows the performance in terms of AUC of the various machine learning algorithms¹ considered and compares it with the simpler linear OLS classifier. All the algorithms show a forecasting power significantly superior to flipping a coin (AUC larger than 0.5), but surprisingly, at the current stage, non-linearities captured by these machine learning models do not explain a significantly larger portion of the PE fund performance. This might be due to the insufficient granularity of commercial datasets, which could be partially mitigated in future implementations by incorporating our proprietary data, covering more than 20 years of PE fund performance.

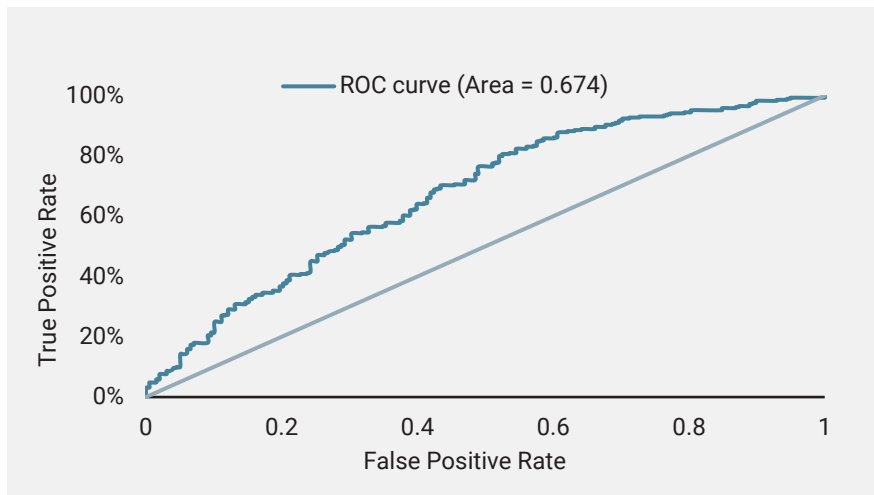
Figure 2 shows the ROC curve for the random forest classifier, the best-performing algorithm, and compares it to the straight line, which corresponds to flipping a coin.

“Our research has shown some promising model-based predictive power for fund performance and we believe this could be enhanced further in future by incorporating proprietary performance data.”

¹Refer to Athey and Imbens (2019) for an overview of the various machine learning methods.



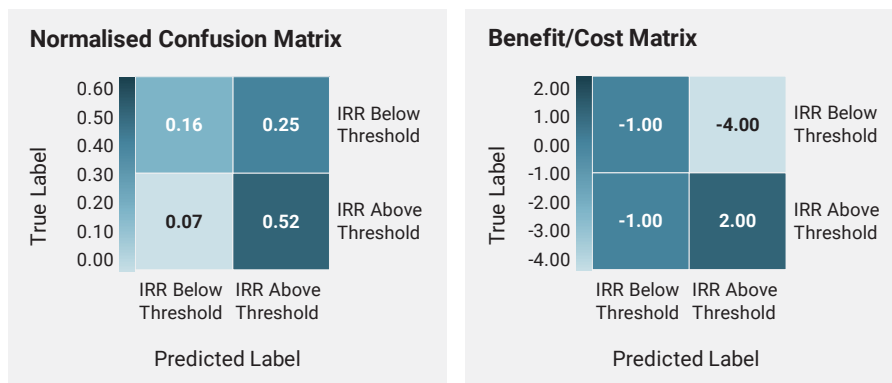
Figure 2: ROC Curve of Random Forest Classifier



Source: Unigestion, based on Prequin data as at 31 December 2018

The performance of the classification models considered so far can also be assessed through the confusion matrix, a table that shows the proportion of instances that were correctly/incorrectly classified for both successful and unsuccessful funds. Figure 3 shows the confusion matrix for the out-of-sample performance of the random forest classifier, the algorithm that performed best in terms of AUC.

Figure 3: Normalised Confusion Matrix for the Random Forest Classifier and Benefit/Cost Matrix



Source: Unigestion, based on Prequin data as at 31 December 2018

The scores produced by the algorithms considered so far can be turned into investment decisions through an economic cost/benefit analysis, based on the combination of the confusion matrix and a cost-benefit matrix. The latter is a four-entry matrix that associates a cost or a benefit to each of the four possible outcomes of the prediction problem. Interpreting the entries of the confusion matrix as probabilities, we can compute the expected value of the total gains/losses, given a certain choice of the threshold on the score, above which the fund is considered successful. In this way, we obtain an expected value framework that can be calibrated according to business needs. This will be subject to further research.



Enhancing Returns through Collaborative Intelligence

Integrating an initial machine-powered screening of potential investment opportunities increases the investment team's processing power and should enable them to 'turn over more stones' in the dealflow. Analysing a larger pool of investment opportunities increases the probability of identifying and investing in 'hidden gems', which can have a positive impact on overall portfolio returns.

Even just focusing on the deselection of funds with a low probability of achieving the hurdle should enhance overall portfolio returns by improving the average performance. It should also boost the investment team's efficiency by allowing them to focus on more value-creating activities, while also lowering abort costs (i.e. sunk costs where a potential investment is dropped at a later stage in the due diligence process).

In particular, quantitative scoring has relevance for the later funds raised by established managers. First and second funds of emerging managers will still require a heavy dose of experienced human judgement. As well as lacking a track record, emerging managers need to be chosen on more intangible evidence such as specific skills, team chemistry and well-balanced incentives.

In addition to the machine learning-based scoring tool, a cost-benefit analysis could be very practical in the investment decision-making process. If the current risk assessment during the investment evaluation process is complemented by actual value attribution, the entire process can benefit from significant efficiency gains. The investment team can better allocate time across various projects and work streams, and the investment committees will have more tangible grounds for more consistent and transparent investment decision-making.

What Next: A Systematic Investment Strategy for Private Equity?

Screening and initial evaluation of opportunities is just the beginning. The power of AI technology can be applied to the entire investment cycle, from deal origination to value creation. This will disrupt the conservative private equity industry – indeed, the first attempts have been already observed in the market.

As data science resources and tools are becoming more available and increasingly powerful, we are likely to see the emergence of new business models and strategies in the industry. We believe factor-based systematic strategies will become an integral part of PE investing.

The choice of the right factors and access to sufficient volumes of historical data are crucial for the identification and testing of data-driven models. Unigestion is well-positioned to advance its quantitative research and continue its journey towards a digitalised PE world by leveraging its 20+ years of extensive PE experience and data accumulated over this time.

References

Athey, Susan and Imbens, Guido W. Machine Learning Methods that Economists Should Know About (August 2019). Annual Review of Economics, Vol. 11, pp. 685-725, 2019. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3445877>

Shihao Gu, Bryan Kelly, and Dacheng Xiu. Empirical Asset Pricing via Machine Learning. Chicago Booth Research Paper No. 18-04; 31st Australasian Finance and Banking Conference 2018; Yale ICF Working Paper No. 2018-09, 23, 2018. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3159577>

Steven N. Kaplan and Antoinette Schoar. Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows. The Journal of Finance, 60(4):1791-1823, 2005. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2005.00780.x>

Read more of our latest investment thinking online: www.unigestion.com/insights/

FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY

"Integrating an initial machine-powered screening of potential investment opportunities increases the investment team's processing power and should enable them to 'turn over more stones' in the dealflow."



Important Information

This document is provided to you on a confidential basis and must not be distributed, published, reproduced or disclosed, in whole or part, to any other person.

The information and data presented in this document may discuss general market activity or industry trends but is not intended to be relied upon as a forecast, research or investment advice. It is not a financial promotion and represents no offer, solicitation or recommendation of any kind, to invest in the strategies or in the investment vehicles it refers to. Some of the investment strategies described or alluded to herein may be construed as high risk and not readily realisable investments, which may experience substantial and sudden losses including total loss of investment.

The investment views, economic and market opinions or analysis expressed in this document present Unigestion's judgement as at the date of publication without regard to the date on which you may access the information. There is no guarantee that these views and opinions expressed here will be correct nor do they purport to be a complete description of the securities, markets and developments referred to in it. All information provided here is subject to change without notice. To the extent that this report contains statements about the future, such statements are forward-looking and subject to a number of risks and uncertainties, including, but not limited to, the impact of competitive products, market acceptance risks and other risks.

Data and graphical information herein are for information only and may have been derived from third party sources. Although we believe that the information obtained from public and third party sources to be reliable, we have not independently verified it and we therefore cannot guarantee its accuracy or completeness. As a result, no representation or warranty, expressed or implied, is or will be made by Unigestion in this respect and no responsibility or liability is or will be accepted. Unless otherwise stated, source is Unigestion.

Past performance is not a guide to future performance. All investments contain risks, including total loss for the investor.

Unigestion SA is authorised and regulated by the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA). Unigestion (UK) Ltd. is authorised and regulated by the UK Financial Conduct Authority (FCA) and is registered with the Securities and Exchange Commission (SEC). Unigestion Asset Management (France) S.A. is authorised and regulated by the French "Autorité des Marchés Financiers" (AMF). Unigestion Asset Management (Canada) Inc., with offices in Toronto and Montreal, is registered as a portfolio manager and/or exempt market dealer in nine provinces across Canada and also as an investment fund manager in Ontario and Quebec. Its principal regulator is the Ontario Securities Commission (OSC). Unigestion Asia Pte Limited is authorised and regulated by the Monetary Authority of Singapore (MAS). Unigestion Asset Management (Copenhagen) is co-regulated by the "Autorité des Marchés Financiers" (AMF) and the "Danish Financial Supervisory Authority" (DFSA). Unigestion Asset Management (Düsseldorf) SA is co-regulated by the "Autorité des Marchés Financiers" (AMF) and the "Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht" (BAFIN).



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Avadis

Wiederaufblühen des
Venture-Markts



AVADIS

Die Avadis Vorsorge AG ist eine führende Anbieterin in der beruflichen Vorsorge. Institutionellen Kunden bietet sie massgeschneiderte Vorsorgelösungen an. Das Angebot für Privatkunden umfasst kostengünstige Anlagefonds und eine ganzheitliche Beratung im Rahmen einer Finanzplanung.

Wiederaufblühen des Venture-Markts

Private Equity



Uber – Airbnb – Snapchat – Dropbox: Beispiele von Unternehmen mit Bewertungen im zweistelligen Milliardenbereich, die alle vor weniger als zehn Jahren gegründet wurden. In Metropolen wie Berlin, London, Shanghai und New York gründen junge Unternehmer mit nie dagewesener Geschwindigkeit neue Firmen. Sowohl Fundraising als auch Investments in Venture Capital erreichten 2015 neue Höhen. «Late Stage»-Bewertungen sind zurzeit auf einem so hohen Niveau, dass viele Marktteilnehmer Parallelen ziehen zur Dotcom-Blase im Jahr 2000.

Das «verlorene Jahrzehnt»

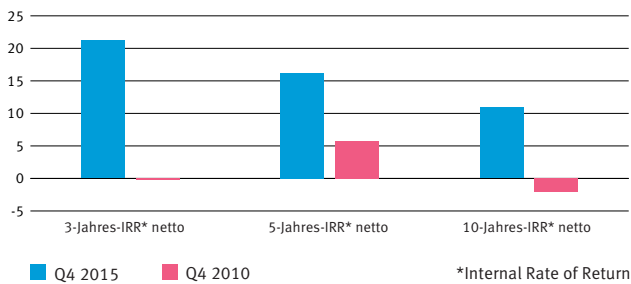
2010 sprach man vom «verlorenen Jahrzehnt» im Venture Capital und bezog sich auf die Jahre nach dem Platzen der Tech Bubble im März 2000. Zu Beginn des Jahres 2010 herrschte Flaute auf dem Venture-Markt. Fundraising und Investments waren niedrig, das Fenster für Börsengänge für Venture-finanzierte Unternehmen war effektiv geschlossen und die Zehnjahresrenditen für Venture Capital waren nah am Nullpunkt.

Die wesentlichen Ursachen der schlechten Venture-Renditen zwischen 2000 und 2010 waren der massive Kapitalüberhang aus dem letzten Platzierungszyklus 1998 bis 2000 und die zu hohe Zahl aktiver Venture-Capital-Firmen am Markt. Im Jahr 2000 gab es ungefähr 1200 aktive Venture-Capital-Unternehmen, heute sind es nur noch etwa 600. Dies zeigt deutlich, wie notwendig die Bereinigung des Marktes seit dem Jahr 2000 war.

Starke Erholung

Heute sieht der Venture-Markt deutlich anders aus. In allen relevanten Messgrößen (Fundraising, Investments, Exits, Returns) hat er sich seit 2010 merklich verbessert.

Median der Venture-Capital-Renditen (2010 vs. 2015)



Quelle: Cambridge Associates (Daten von Dezember 2015)

Die Renditen 2015 (über drei, fünf und zehn Jahre) sind im Vergleich zu den jeweiligen Renditen 2010 deutlich besser. Nachdem die Börse für junge Technologieunternehmen über mehrere Jahre quasi geschlossen war, ist dieser Exit-Kanal für Venture-finanzierte Unternehmen seit 2011 wieder offen.

Der Venture-Markt hat sich seit 2010 deutlich verbessert.

Bekannte Börsengänge in diesem Zeitraum waren unter anderem Facebook, Twitter, Alibaba, WorkDay, ServiceNow, FitBit und GoPro. Venture-finanzierte Unternehmen im Gesundheitssektor haben ebenfalls von günstigen Exit-Bedingungen profitiert. So hat sich zum Beispiel die Schweizer Biotechfirma Molecular Partners aus Schlieren im Kanton Zürich Ende 2014 dem Publikum via IPO an der Schweizer Börse geöffnet. Molecular Partners ist auf die Forschung und Entwicklung künstlicher Proteine spezialisiert und gehört zum Portfolio von Index Ventures, einem Zielfonds innerhalb der Anlagegruppe Private Equity Welt V der Avadis Anlagestiftung.

Auch Verkäufe an strategische Investoren haben deutlich zugenommen – nennenswerte Beispiele seit 2011 sind WhatsApp (gekauft von Facebook für USD 19 Mrd.), Nest (gekauft von Google für USD 3 Mrd.), LinkedIn (gekauft von Microsoft für USD 26 Mrd.) und Waze (gekauft von Google für USD 1 Mrd.).

Was ist im Venture-Markt heute anders?

- **Breitere Anlagemöglichkeiten für Risikokapital:** Das Internet, neue Technologien und Innovationen senken die Einstiegshürden für Unternehmensgründungen, was zu deutlich mehr Anlagemöglichkeiten geführt hat. Neuheiten wie Cloud Computing, mobiles Internet und Erfolge im Gesundheitswesen schufen neue Chancen, Marktdurchbrüche zu erzielen. Gleichzeitig sind die Kosten für Unternehmensgründungen seit 2000 deutlich gefallen.
- **Survival of the Fittest:** Nur die stärksten Venture-Capital-Firmen haben das «verlorene Jahrzehnt» überlebt, sodass die verbleibenden Marktteilnehmer heute eine höhere Qualität und mehr Erfahrung aufweisen.
- **Unternehmen gehen später an die Börse:** Das Durchschnittsalter eines Venture-finanzierten Unternehmens beim Börsengang liegt aktuell bei zwölf Jahren, ein deutlicher Anstieg gegenüber dem Jahr 2000, als es sechs Jahre waren.
- **Globalisierung von Venture Capital:** Verlockende Start-ups werden nicht länger nur im Silicon Valley gegründet, der Venture-Markt floriert auch in Europa (z.B. Spotify) und Asien (z.B. Alibaba).
- **Exit-Märkte sind offen:** Nachdem sie für viele Jahre effektiv geschlossen waren, sind die Exit-Märkte für Venture-finanzierte Unternehmen seit 2011 wieder offen.

Die Kombination dieser Faktoren hat zum Wiederaufblühen des Venture-Markts geführt.

Das «Einhorn»-Phänomen

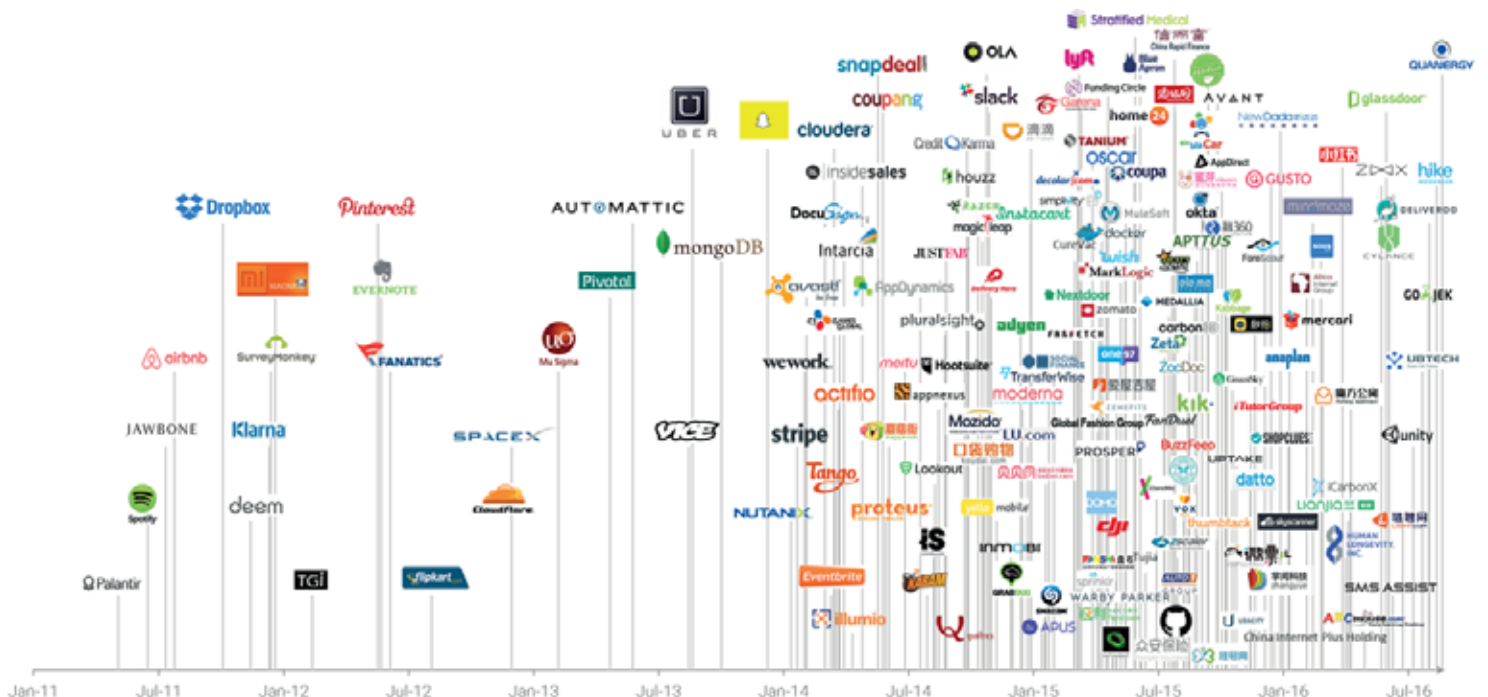
Im Venture-Capital-Markt werden noch junge Technologieunternehmen mit Bewertungen von mehr als USD 1 Milliarde als «Einhörner» bezeichnet – aktuell gibt es davon 176. Dies ist ein relativ neues Bewertungsphänomen, stimuliert durch den hohen Kapitalzufluss als Reaktion auf die guten Venture-Renditen von 2011 bis 2015. Dies hat neue Investoren, wie zum Beispiel Aktienfonds, Hedgefonds, Staatsfonds und strategische Unternehmen, in die Anlageklasse gelockt.

Diese Investoren partizipieren in Finanzierungsrunden «angesagter» Unternehmen, oft angetrieben von der «FOMO» (fear of missing out), der Angst, etwas zu verpassen. Da Unternehmen länger nicht kotiert bleiben, entscheiden sich viele Börseninvestoren (Aktienfonds, Hedgefonds), schon vor dem Börsengang in Unternehmen zu investieren. Im Jahr 2015 kam 55% des Kapitals im direkten Venture-Capital-Markt von diesen nicht traditionellen Venture-Investoren.

Das Überhandnehmen von «Einhörnern» in den letzten 24 Monaten ist besorgniserregend. Es muss damit gerechnet werden, dass viele von ihnen scheitern. Man spricht dann von «unicorpses» statt «unicorns» (corpse = Leiche). Allerdings werden die wenigen überlebenden «Einhörner» gute Chancen haben, ihre jeweiligen Märkte zu beherrschen. Rückblickend ist aus dem überfüllten Markt der späten 90er mit einer Vielzahl an Internetsuchmaschinen (AltaVista, Lycos, Infoseek, AskJeeves) Google hervorgegangen, heute ein dominierendes Internetunternehmen mit dem weltweit zweithöchsten Marktwert nach Apple und vor Microsoft.

Die überlebenden «Einhörner» haben gute Chancen, ihre Märkte zu beherrschen.

Die Entdeckung von «Einhörnern» seit 2011



Quelle: CB Insights, 2016

Manche Dinge ändern sich, andere nicht ...

	März 2000	März 2016
Nasdaq PE Ratio	109	21
Anzahl der Nasdaq-kotierten Gesellschaften	4 715	2 569
Durchschnittsalter von Venture-finanzierten Firmen bei Börsengang	6 Jahre	12 Jahre
Durchschnittlicher Umsatz bei Börsengang	USD 17 Mio.	USD 241 Mio.
Anzahl von Börsengängen im Jahr zuvor	276	73
Anzahl Internetnutzer	304 Mio. (5% der Weltbevölkerung)	3,4 Mrd. (46% der Weltbevölkerung)

Quelle: Nasdaq, Reuters, Bloomberg, NVCA and Thomson One, 2016

Die Tabelle oben zeigt, dass sich die Situation 2016 deutlich von derjenigen im Jahr 2000 unterscheidet. Es bieten sich heute mehr Möglichkeiten, schneller und breiter zu wachsen, zum Beispiel dank der grösseren Zahl an Internetnutzern (auch mobil) und der einfacheren Skalierbarkeit von Geschäftsmodellen als noch im Jahr 2000. Venture-finanzierte Unternehmen sind bei ihrem Börsengang heutzutage grösser und stabiler (oft schon profitabel), und sie haben eine längere Unternehmenshistorie, bevor sie an die Börse gehen. All diese Punkte sollten uns zuversichtlich stimmen, dass der Venture-Markt im Jahr 2016 nicht der gleiche ist, wie er es im Jahr 2000 war.

Die Situation 2016 unterscheidet sich deutlich von derjenigen im Jahr 2000.

Allerdings erscheinen die derzeitigen Bewertungen (insbesondere für Spätfinanzierungsrunden) nicht nachhaltig und erste Korrekturen sind ersichtlich. Im Februar 2016 setzte Fidelity, die an «Late Stage»-Finanzierungsrunden von «Einhörnern» teilgenommen hatte, die Bewertungen einiger bekannter Unternehmen (u.a. Dropbox, Zenefits und Cloudera) herab. Manche Marktteilnehmer glauben, dass der Venture-Markt im Jahr 2016 zum «alten Normalzustand» zurückgekehrt ist, gekennzeichnet durch weniger Überschwang und mehr Nüchternheit. Dies ist auch im Markt zu erkennen, da im ersten Quartal 2016 die «Pre-Money»-Bewertungen um 65% und Börsengänge von Venture-finanzierten Unternehmen gegenüber 2015 um 50% gesunken sind.

Ausblick

Der Venture-Markt zeigte ein deutliches Wiederaufleben in den Jahren 2011 bis 2015. Nach vielen «dürren» Jahren konnten Venture-Capital-Fonds durch die Wiederöffnung der Exit-Märkte erhebliche Summen an ihre Investoren ausschütten. Insgesamt steht das Venture-Geschäft 2016 global auf einem tragfähigeren Fundament als noch im Jahr 2000, mit erfahrenen Firmen nicht nur in den USA, sondern auch in Europa und Asien. Obwohl «Late-Stage»-Bewertungen zurzeit korrigiert werden, bleibt der Ausblick für Venture und Growth Investments langfristig positiv.

Autor: Nicolas von der Schulenburg, Managing Director, Portfolio Advisors LLC

Schroder Adveq

Diese Chancen stecken in
Early Stage-Wagniskapital

Schroder Adveq

Founded in 1997, Schroder Adveq Management AG ("Schroder Adveq") is a leading asset manager investing in private equity globally. It offers specialised investment solutions, which allow Schroder Adveq's clients to access private equity investments globally through primary, secondary and co-investments. Schroder Adveq has investment programs focused on the US since 1997, Europe since 1998 and Asia since 2006. Schroder Adveq also offers global investment- and client specific mandate solutions and is committed to being a market leader in responsible investing. Schroder Adveq's client base comprises of institutional investors such as pension funds, insurance companies, endowments, family offices and other financial institutions located in Europe, North America, Middle-East and the Asia-Pacific region. Many of Schroder Adveq's investors are repeat, long-term clients with whom Schroder Adveq has developed a role as a trusted partner for private market investing.

Diese Chance stecken in Early Stage-Wagniskapital

November 2019

Über Wagniskapital (Venture Capital, VC) ergeben sich Anlagechancen in wegweisenden Unternehmen, die das Potenzial besitzen, ganze Branchen zu revolutionieren. Dabei gibt es jedoch einiges zu berücksichtigen. Unserer Erfahrung nach sind 20 % der Unternehmen für 80 % der Erträge verantwortlich. Erfolg hängt also von der Zugänglichkeit zu den besten Chancen ab. Mithilfe eines durchdachten Ansatzes bei der Portfoliokonstruktion stehen die Chancen gut für Sie.

Einige der größten Technologieerfolge unserer Zeit wurden mit Wagniskapital finanziert.

Wagniskapital kann auf eine reiche Geschichte zurückblicken. Es hat Anlegern hohe Renditen beschert und Early-Stage-Unternehmen dazu verholfen, ihr Potenzial zu realisieren.

Zu den Beispielen für die Erfolgsgeschichten von Wagniskapital bzw. Venture Capital (VC) zählt etwa Apple als erstes börsennotiertes US-Unternehmen mit einem Wert von über 1 Bio. US-Dollar sowie weitere bekannte Namen wie Microsoft, Amazon, Facebook und Google mit einem Marktwert von jeweils über 500 Mrd. US-Dollar. Wagniskapital hat ganze Branchen auf den Kopf gestellt. Die Musik-, Zeitungs- und Medienbranche wurden auf diese Weise revolutioniert. Des Weiteren konnten mit Wagniskapital finanzierte Healthcare-Unternehmen Medikamente zur wirkungsvollen Bekämpfung von zuvor unheilbaren Krankheiten entwickeln. Andere Unternehmen sind dagegen in der Krebsforschung tätig, um die Krankheit eines Tages zu heilen. Die Aussage, dass Wagniskapital vielen lebensverändernden Entwicklungen zugrunde liegt, ist daher keineswegs übertrieben.

Aus Anlegersicht ermöglicht Wagniskapital Zugang zu den Wachstumsserien von morgen¹ und bietet eine Erfolgsbilanz hoher und langfristiger Renditen. Der Cambridge Associates US Venture Capital Index hat in den vergangenen 20 Jahren bis Q2 2019 eine Rendite von 18 % pro Jahr erwirtschaftet, nach Abzug aller Gebühren und Kosten². Es ist außerdem ein wichtiger Teil der Investitionslandschaft – der Sektor Wagniskapital/Wachstum macht rund ein Drittel der jährlichen Kapitalbeschaffungsmenge im Private-Equity-Bereich aus.

¹ Hingegen umfassen die öffentlichen Märkte zunehmend grössere und reifere Unternehmen, da Unternehmen ihren Privatstatus heute länger beibehalten. Weitere Informationen können Sie dem Artikel "What is the point of the equity market? (Welche Rolle spielt der Aktienmarkt?) entnehmen. Schroders, April 2018.

² Der Cambridge Associates LLC US Venture Capital Index® basiert auf Daten, die über 1.794 US-Wagniskapitalfonds (1.150 Early-Stage-, 210 Late-Stage/Wachstums- und 434 Multi-Stage-Fonds) erhoben wurden, darunter vollständig liquidierte Partnerschaften, die zwischen 1981 und 2017 gegründet wurden. Die angegebene Rendite ist nach dem zusammgelegten internen Zinsfuß (IZF) berechnet und versteht sich nach Abzug von Gebühren, Aufwendungen und Carried Interest.

Steven Yang
Leiter Global Venture
Investments,
Schroder Adveq

Michael McLean
Investment Director,
Schroder Adveq

Duncan Lamont, CFA
Leiter Research und
Analyse, Schroders



Dennoch wurde es auch schon als „hochriskantes Pokern“ beschrieben.³ Wird die Risikofinanzierung falsch angegangen, kann dies einen schmerzlichen Kapitalverlust zur Folge haben, und einige Investoren haben sich in der Vergangenheit die Finger verbrannt. Auch die Kursstürze von Technologieaktien während der Dotcom-Blase spuken noch in den Köpfen einiger Anleger. Wer in minderwertige Fonds investiert, kann einen Großteil, ja sogar sein gesamtes Kapital verlieren!

Der vorliegende Artikel ist in zwei Teile unterteilt. Im ersten Teil werden einige kontraintuitive Erkenntnisse über Wagniskapitalinvestitionen dargelegt. Viele weit verbreitete Einwände stellen sich bei genauerem Hinsehen als Irrtümer heraus. Im zweiten Teil werden fünf Geheimnisse für eine erfolgreiche Wagniskapitalinvestition vorgestellt.

Die Grundlagen der Risikofinanzierung

Wagniskapital ist eine Frühfinanzierung für Start-ups, die sich einer Idee annehmen und versuchen, diese zu einem großen Unternehmen heranzuziehen. Die Tech-Unternehmen und Gesundheitsdienstleister, die in der Regel mit Wagniskapital finanziert werden, besitzen das Potenzial, ganze Branchen zu verändern und haben tiefgreifende Auswirkungen auf unsere Lebensweise.

Ein ausschließlich mit Wagniskapital finanziertes Unternehmen hat zum Zeitpunkt der Erstinvestition normalerweise nur wenige Mitarbeiter und Mitgründer sowie möglicherweise eine Beta-Version (früher Prototyp) ihres Produkts oder Service.

Wagniskapital kann es diesen Unternehmen ermöglichen, auf effiziente Weise zu wachsen. Der Zeitraum hierfür beträgt für gewöhnlich mehrere Jahre. Dank Wagniskapital kann nach dieser Frühphase der Zeitpunkt kommen, an dem sie Umsätze in Millionen- oder sogar Milliardenhöhe erwirtschaften.

³ Michael Moritz, Sequoia Capital, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-10-17/sequoia-s-michael-moritz-q-a-venture-capital-is-high-risk-poker>

Kontraintuitive Erkenntnisse über Wagniskapitalinvestitionen

Ein Timing von Wagniskapitalinvestitionen ist nicht erforderlich

Manche Investoren nehmen die hohen Bewertungen der börsennotierten Tech-Unternehmen zum Anlass für die Annahme, dass der Sektor überhitzt ist und es daher kein guter Zeitpunkt ist, um – aufgrund seines Technologieschwerpunktes – in Wagniskapital zu investieren.

Abbildung 1: Die Bewertungen von börsennotierten Technologietiteln sind explosionsartig angestiegen



Source: Thompson Reuters, Schroder Adveq, 2019.

Geschätztes Kurs-Gewinn-Verhältnis. Zeigt den Mittelwert des geschätzten KGV für Apple, Facebook, Google, Amazon, Microsoft und Intel an.

Auch wenn die Bedenken der Anleger verständlich sind, so sind sie doch unangebracht. Erstens ist es für Early-Stage-Wagniskapital charakteristisch, dass die Bewertungen von den innovativen Ideen, der Entwicklungsstufe, dem Managementteam, der Wahrscheinlichkeit eines kommerziellen Erfolges sowie weiteren Faktoren, die für öffentliche Märkte irrelevant sind, in die Höhe getrieben werden.

Zweitens handelt es sich bei Venture Capital und Private Equity ganz allgemein um langfristige Anlagen. Das Kapital wird im Voraus gewährt, wobei die Inanspruchnahme erst einige Jahre später erfolgt und Desinvestitionen wiederum erstmals einige Jahre später stattfinden. Durch diese zeitliche Abfolge aus Inanspruchnahme und Realisierung wird das Risiko begrenzt, dass Anleger aufgrund von Investitionen zu einem scheinbar ungünstigen Zeitpunkt Verluste erleiden.

Drittens bedeutet die Tatsache, dass Wagniskapitalanlagen oft bis zu zehn Jahre gehalten werden, bevor ein Exit erfolgt, dass die heutigen Bewertungen der öffentlichen Märkte nahezu irrelevant sind.

Um ein Extrembeispiel zu nennen: Selbst viele Anleger, die 1999 – als die Dotcom-Hysterie ihren Höhepunkt erreichte – in Wagniskapital investierten, kamen relativ unbeschadet davon. Der interne Zinsfuß (IZF) des (zusammengelegten) durchschnittlichen Wagniskapitalfonds war mit -0,9 % p. a. geringfügig negativ, während Top-Quartile-Fonds positive Renditen erzielten (+3,2 %). Bottom-Quartile-Verwaltern erging es mit einem Verlust von -11,4 % p. a. verständlicherweise deutlich schlechter.⁴ Es mag so manchen Leser überraschen, dass Anlagen auf dem Gipfel der größten Technologieblase der Geschichte für VC-Investoren gar nicht allzu schmerzhaft waren, solange die Anlagen mit der schlechtesten Wertentwicklung gemieden wurden. Fonds, die vor der Finanzkrise aufgelegt wurden, schnitten sogar noch besser ab. Der (zusammen-

4 Quelle: Cambridge Associates, Schroder Adveq. Angaben zu den Rangfolgen und der Wertentwicklung beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit, die keine Garantie für zukünftige Ergebnisse ist.

gelegte) Mittelwert des Jahres 2006 lag bei 9 % p. a., wobei Top-Quartile-Fonds eine Rendite von 13 % p. a. erzielten. Anlegern, die aus Angst vor möglichen Aktienmarkttrübgängen zurückschreckten, entgingen Gewinne.

Darüber hinaus ist es wichtig, zwischen den heutigen wohl bekannten Tech-Riesen und dem Technologiesektor bzw. VC-Universum allgemein zu unterscheiden. In den USA, die in der Vergangenheit den größten Markt für Wagniskapital darstellten,⁵ erhalten durchschnittlich rund 1.000 Unternehmen pro Jahr eine Erstrundenfinanzierung aus Wagniskapital.⁶ Selbst auf dem Tiefpunkt der Finanzkrise lag die Gründung von Start-ups, dem Lebenselixier von Wagniskapital, klar im grünen Bereich. Des Weiteren ist die Zahl der Wagniskapital-Anwärter, wie wir nachfolgend erläutern werden, rapide gestiegen. Chancen bestehen also zur Genüge.

Es ist möglich, Zugang zu den besten Wagniskapitalfonds und den mit Wagniskapital finanzierten Unternehmen zu erlangen

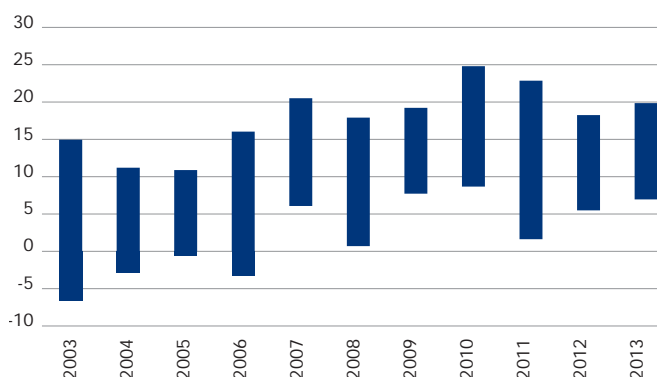
Es ist nicht zu bestreiten, dass der Zugang zu den besten Fonds und Unternehmen entscheidend für den Erfolg mit Wagniskapital ist.

Es ist jedoch ein Irrtum, dass ein Zugang zu diesen Titeln unmöglich ist. Die Differenz zwischen den Gewinnern und Verlierern ist besonders ausgeprägt. Etwa 20–30 % der mit Wagniskapital finanzierten Unternehmen scheitern, doch rund 20 % sind am Ende mehr als 250 Mio. US-Dollar wert.⁷ Diese 20 % sind für mehr als 80 % der Renditen verantwortlich. Bei vielversprechenden Aussichten sollte man in Fonds mit entsprechendem Wertpotenzial investieren. Nur dann hat man die besten Erfolgchancen.

Die Bedeutung der Fondsauswahl schlägt sich in den Performancedaten nieder. In den Jahren 2003–13 (aktuellere Jahre werden ausgeschlossen, da es in der Regel fünf Jahre dauert, bis sich ein Wagniskapitalportfolio entwickelt), schnitten solche Top-Quartile-Fonds um 14,5 % besser ab als Bottom-Quartile-Fonds. Berücksichtigt man die gesamte Lebensdauer eines Wagniskapitalfonds von 10–12 Jahren, ist der Unterschied sogar noch deutlicher.

Abbildung 2: So wichtig ist der Zugang zu den besten Fonds

Quartilabstand für Wagniskapitalfonds nach Kalenderjahr (IZF)



Quelle: Cambridge Associates, Schroder Adveq, 2019.

Es ist zwar allgemein anerkannt, dass man bei Top-Managern mit hervorragender Leistung und einem ausgezeichneten Ruf investieren sollte, doch die Herausforderung besteht im Zugang. Diese Manager sind sehr selektiv und bevorzugen die

5 Durchschnitt der Jahre 1997–2017 = 1.020 Dies wurde nicht zuletzt durch den Dotcom-Boom beeinflusst: Durchschnitt der Jahre 2004–17 = 1.001.

6 Venture Source, 2018.

7 Venture Source und Schroder Adveq, 2018.

Zusammenarbeit mit stabilen und verlässlichen Investoren (Limited Partners, LPs), die seit Jahrzehnten im Geschäft sind, und das über mehrere Anlagezyklen hinweg. Diesem Ansatz liegt eine stichhaltige Argumentation zugrunde. Es bedarf viel Mühe, sich eines Early-Stage-Unternehmens anzunehmen und ihm zu Wachstum zu verhelfen. Die Manager (GPs) wenden für jedes einzelne Investment jede Menge Zeit und Energie auf. General Partners (GPs) neigen dazu, für jedes Unternehmen die Rolle eines Aufsichtsrates einzunehmen und investieren viel Zeit, um Unternehmen zu beraten und ihnen zu Wachstum zu verhelfen. Die besten GPs sorgen für entsprechenden Mehrwert und ziehen daher tendenziell die besten Unternehmer an.

Es ist jedoch ein Irrtum, dass nur erfahrene Investoren mit Wagniskapital erfolgreich sind. Selbst Anfänger können Zugang zu hervorragenden Fonds erlangen, solange sie mithilfe des richtigen Partners investieren. Macht man sich die Zusammenarbeit mit einem erfahrenen VC-Investor (LP) zunutze, etwa durch ein Co-Investment oder eine Anlage in einen Dachfonds, so kann man bei den Besten dabei sein. Andernfalls riskieren Anleger, dass ihnen nicht nur die besten VC-Unternehmen, sondern auch ein bedeutender Prozentsatz an Renditepotenzial im Markt für Wagniskapital entgehen.

Wagniskapitalinvestitionen sind weniger riskant als Sie glauben

„Die meisten mit Wagniskapital finanzierten Unternehmen scheitern. In Wagniskapital zu investieren, ist also zu riskant. Seht nur, was während der Dotcom-Blase passiert ist.“

Dies ist eine gängige Meinung zu Wagniskapital, die uns jedoch in vielerlei Hinsicht falsch erscheint. Wie bereits erwähnt ist es richtig, dass ein beträchtlicher Prozentsatz von Unternehmen mit VC-Finanzierung nicht überleben. Andere hingegen bieten Renditen von mehreren hundert oder sogar tausend Prozent. Da alle Anlagen individuell verschieden sind, kann diese Streuung auf Portfolioebene für erhebliche Vorteile sorgen. Wagniskapitalfonds umfassen in der Regel etwa 30 Unternehmen, die über mehrere Teilsektoren des Technologiebereichs verteilt sind. Mithilfe dieser breiten Unternehmens- und Sektordiversifizierung kann das Risiko gemindert werden. So werden auch die Volatilität und Verluste begrenzt. Portfolios von Wagniskapital-Dachfonds sind in der Regel sogar über mehrere hundert Unternehmen hinweg diversifiziert, wodurch das Risiko weiter verringert wird.

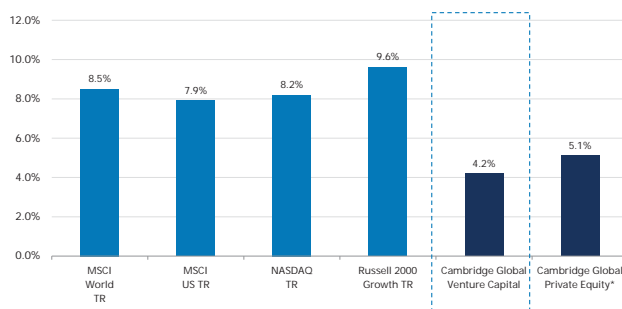
Daraus ergibt sich: Anders als einzelne Wagniskapitalanlagen sind Wagniskapitalportfolios nicht riskanter als Anlagen in Aktienmärkten. Vielmehr war Wagniskapital in den vergangenen zehn Jahren, also auch während der Finanzkrise, weniger volatil als öffentliche Märkte. Auch die Verluste während der Krise fielen geringer aus.

Man könnte dieser Analyse nun entgegenhalten, dass Wagniskapitalinvestitionen nicht immer regelmäßig neu bewertet werden, sodass das tatsächliche Risiko möglicherweise nicht korrekt wiedergegeben wird.

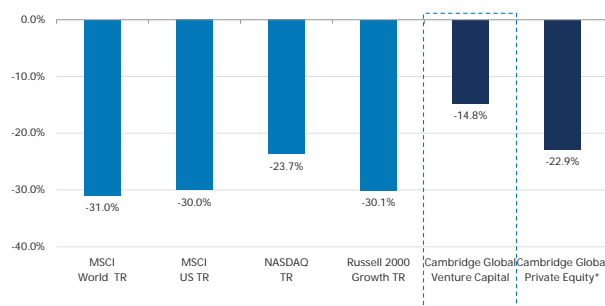
Um dies mit einer Simulationsanalyse zu widerlegen, haben wir das Wagniskapitalrisiko mithilfe der realisierten Einstiegs- und Exit-Bewertungen für Unternehmen, in die Schroder Adveq investiert hat, quantitativ analysiert (weitere Informationen siehe Kasten rechts). Da sie tatsächliche Transaktionspreise widerspiegeln, sind sie frei von Bedenken in Bezug auf die Bewertungen. Diese Analyse belegt, dass das Risiko mit zunehmendem Portfolioumfang rapide sinkt – wenngleich einzelne Wagniskapitalinvestitionen sehr riskant sind. Dies zeigt, dass zwischen den einzelnen Investments niedrige Korrelationen bestehen, wodurch erhebliche Diversifizierungsvorteile erzielt werden. Folglich sind Wagniskapitalportfolios entgegen der landläufigen Meinung weit weniger riskant, als man annehmen könnte.

Abbildung 3: Wagniskapital war in der Vergangenheit weniger riskant als die breiteren Aktienmärkte

Annualisierte Standardabweichung bei den Renditen: Q3 2008–Q2 2018



Maximaler Drawdown: Q3 2008–Q2 2018



Quelle: Bloomberg, Cambridge Associates und Schroder Adveq, 2019.

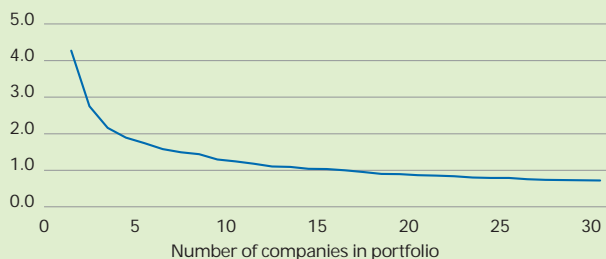
*Umfasst sowohl Buyout- als auch Wachstumsstrategien. Sämtliche Analysen basieren auf vierteljährlichen Renditen. Nur zur Veranschaulichung. Die dargestellten Fonds und Indizes stellen keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers dar.

Erläuterung unserer Simulationsanalysen

Wir haben die Renditeschwankungen von Tausenden synthetischen Portfolios mit Tausenden zugrunde liegenden Wagniskapitalinvestitionen von unterschiedlicher Größe analysiert. Abbildung 4 zeigt eine Messung der Renditeschwankungen der einzelnen Portfolios. Ein hoher Wert auf der Längsachse bedeutet, dass hohe Renditeunterschiede zwischen Portfolios mit einer bestimmten Anzahl von Investments bestehen. Die Grafik zeigt die Veränderung, die durch die Erhöhung der Anzahl der Portfoliounternehmen eintritt.

Abbildung 4: Das Risiko von Wagniskapital sinkt rapide, wenn die Anzahl der Investitionen in einem Portfolio steigt

Standardabweichung des TVPI (total value to paid-in capital) für 10.000 Portfolios



Quelle: Schroder Adveq, 2019. Spiegelt gleichgewichtete Portfoliosimulationen des TVPI wider. Wichtige Informationen zu den Simulationen finden Sie am Ende des Artikels.

Fünf Geheimnisse einer erfolgreichen Wagniskapitalinvestition

Wagniskapital ist nicht so riskant, wie Anleger denken; es ist möglich, Zugang zu den besten Fonds/Unternehmen zu bekommen, und das Timing ist nicht entscheidend. Wenn man all das berücksichtigt, wie baut man also ein erfolgreiches Wagniskapitalportfolio auf?

1. Ein globaler Ansatz ist entscheidend

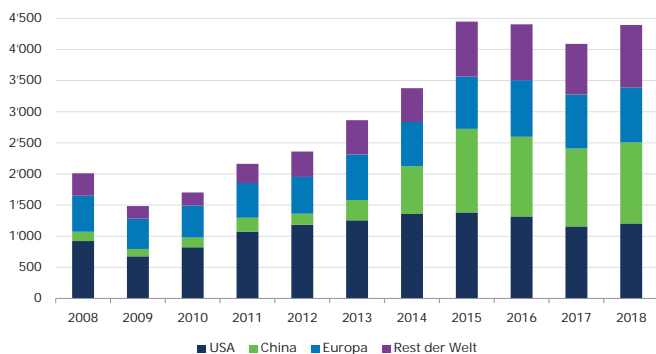
Das Silicon Valley in den USA, die größte Innovationsschmiede in Bezug auf weltweite Unternehmensgründungen, ist vermutlich der bekannteste Markt für Wagniskapital. Doch tatsächlich ist die Branche mit zehn Innovationsstandorten in den USA, Europa und Asien wesentlich weltumspannender.⁸

Zwar waren die USA in der Vergangenheit der größte Markt für Wagniskapital und sind weiter gewachsen, doch lag der Haupttreiber für das Branchenwachstum in den vergangenen zehn Jahren in Wirklichkeit woanders (Abbildung 5). Das höchste Wachstum ist in Asien, insbesondere in China zu verzeichnen. Auch in Europa und der übrigen Welt ist das Volumen gestiegen.

Diese Entwicklung spiegelt sich in der Zusammensetzung der Fondsbranche wider. In den vergangenen zehn Jahren kamen insbesondere asiatische Verwalter von Wagniskapital hinzu.

Abbildung 5: Globales Chancenspektrum für Wagniskapital

Anzahl der Erstrundenfinanzierungen nach Region



Quelle: Venture Source, Schroder Adveq, 2019.

Unterschiedliche Regionen und Drehkreuze besitzen unterschiedliche Stärken. Das Silicon Valley ist aufgrund der hohen Konzentration von Fachexperten in der Region ein so erfolgreicher Standort für Technologie und Gesundheitswesen und wird von den hervorragenden Universitäten dort stetig versorgt. Doch auch andere Metropolen in den USA, wie etwa Los Angeles, Boston und New York, zählen zu den wichtigsten Standorten. In Asien liegen die Innovationszentren in Peking, Shanghai und Tokio. China hat sich in bestimmten Bereichen zum Technologieführer entwickelt, z. B. bei den Elektro- und autonomen Fahrzeugen, im Bereich Gaming und zunehmend auch in der Biotechnologie. Der Motor hinter Chinas Weiterentwicklung zum Technologieführer sind seine 750 Millionen mobilen Internetnutzer – mehr als doppelt so viele wie die gesamte US-Bevölkerung. China ist also ein großer Markt zum Testen und Ankaufen von Produkten. Auch Indien wird künftig aufgrund der hohen Einwohnerzahl, die zunehmend auf Technologie zurückgreift, eine wichtige Region darstellen. In Europa sind Berlin, London und Paris die wichtigsten Technologiestandorte.

⁸ Silicon Valley, Los Angeles, Boston, New York, Peking, Shanghai, Tokio, Berlin, London und Paris.

Würde man sich lediglich auf eine Region konzentrieren, so würde man potenziell bahnbrechende Chancen an anderen Orten der Welt verpassen. Die Globalisierung und die sich daraus ergebende Verteilung von Technologiefachkräften auf der ganzen Welt machen dies zu einem noch dringlicheren Thema. Aus diesem Grund ist ein globaler Ansatz bei Wagniskapitalinvestitionen so wichtig.

2. Fokus auf die Themen der Zukunft

Die zwei Hauptbereiche, auf die wir uns bei Wagniskapital konzentrieren, sind Technologie und Gesundheitswesen. Die besten Wagniskapitalverwalter werden in die Thematiken der nächsten Generation investieren, die sich allerdings stetig ändern; manche Themen kommen und gehen.

Der rasche, anhaltende Anstieg der Rechenleistung, den das Mooresche Gesetz⁹ vor über 50 Jahren vorhersagte, war die treibende Kraft hinter der schnellen Verbreitung und dem immer rasanteren Tempo technischer Neuerungen. Heute verfügen unsere Mobiltelefone über 50 Mal mehr Rechenleistung als der Supercomputer Deep Blue, der im Jahr 1997 erstmals einen Schachweltmeister besiegte. Sie sind außerdem 120 Millionen Mal schneller als die Supercomputer, die 1969 einen Menschen auf den Mond sandten. Vor zehn Jahren konzentrierten sich die Top-Manager von Wagniskapital auf damals aufkommende Themen wie soziale Netzwerke, Cloud Computing und Software as a Service. Diese Themen haben jedoch mittlerweile größtenteils ausgedient. Heute richten Wagniskapitalverwalter ihren Fokus in erster Linie auf folgende Themen: selbstfahrende Fahrzeuge, künstliche Intelligenz (AI), Genom-Editierung, Krebsheilung, Elektrofahrzeuge, Blockchain und digitale Gesundheitsdienste. Zwei der derzeit am meisten beachteten Basistechnologien sind die Genom-Editierung und AI/maschinelles Lernen. Die Genom-Editierung besitzt das Potenzial, die Heilung von Krankheiten voranzutreiben, für die es aktuell keine wirksame Therapie gibt. Ein Anwendungsgebiet sind Arzneimittel zur Therapie verschiedener Krebsarten, ebenso wie seltene Krankheiten und Störungen des zentralen Nervensystems. In den letzten Jahren spielte Wagniskapital eine wesentliche Rolle bei der Therapie von Erkrankungen wie Hepatitis C, Netzhautdystrophie, Leukämie sowie weiteren Krankheiten. All das wurde durch Durchbrüche in der Biotechnologie ermöglicht, wie etwa die Entwicklung neuer Medikamente und die Genom-Editierung.

AI und Maschinenlernen (ML) dürften den Prognosen nach tiefgreifende Auswirkungen auf das Tempo des technologischen Fortschritts haben. Die Rechenleistung (gemessen in Rechenoperationen pro Sekunde) ist exponentiell gewachsen, und bis 2050 sollen Verbraucher ein Gerät mit der Rechenleistung der gesamten Menschheit kaufen können – zum heutigen Preis eines Kühlschranks. Dieses Datum ist als technologische Singularität bekannt.

AI und ML sind in der Lage, mehrere Branchen zu revolutionieren, darunter: Finanzwesen, Recht, Regierung, verarbeitendes Gewerbe, Landwirtschaft, Energie, Transport, Versicherungen und Kundenservice. Die künstliche Intelligenz war beispielsweise die treibende Kraft hinter den Fortschritten autonomer Fahrzeuge, die wir in den letzten Jahren beobachten konnten. Mehrere Automobilunternehmen haben mit Wagniskapital finanzierte Unternehmen übernommen, um technische Entwicklungen schneller voranzutreiben. Im Versorgungswesen verkürzen ML-Algorithmen bereits die Markteinführung von zahlreichen Programmen zur Arzneimittelentwicklung und helfen dabei, gesundheitliche Anomalien bei vielen Erkrankungen

⁹ Die Vorhersage, dass die Anzahl der Transistoren eines Computerchips sich alle zwei Jahre verdoppelt, was wiederum alle zwei Jahre zu einer Verdopplung der Rechenleistung führt.

effizienter zu erkennen als Ärzte. Das Internet der Dinge hat sich in den letzten Jahren stark ausgebreitet, und die künstliche Intelligenz ermöglicht es, dass die entsprechenden Geräte miteinander kommunizieren und erweiterte Analysen sowohl für den Energiesektor als auch für den Einzelhandel liefern.

Es ist eine aufregende Zeit, um in Technologie zu investieren, und Wagniskapital ist die treibende Kraft hinter der Technologie, die ein exponentielles Wachstum von AI ermöglicht.

3. Die „Qualitätsdichte“ eines Portfolios maximieren

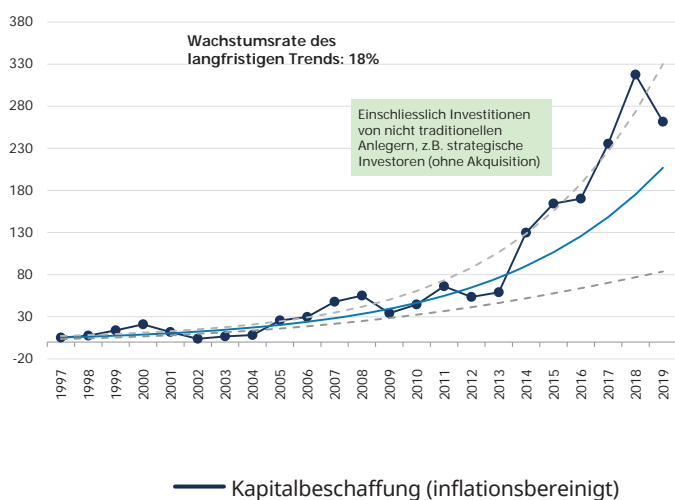
Die statistische Verteilung, dass die besten 20 % der Unternehmen für etwa 80 % der Gesamtergebnisse am Markt für Wagniskapital sind, ist seit mehreren Jahrzehnten unverändert gültig.¹⁰ Wenn Anleger kein konzentriertes Portfolio mit diesen besten 20 % halten, werden die Renditen von den Verlierern im Portfolio geschwächt. Aus diesem Grund ist Qualitätsdichte bei Wagniskapital so wichtig.

Wie bereits erwähnt, ist es bei der Investition in Early-Stage-Wagniskapital äußerst wichtig, sich auf etablierte, typischerweise zugangsbeschränkte Manager (GPs) zu konzentrieren. Die Manager des Top-Quartils haben tendenziell den Dealflow mit der höchsten Qualität und ziehen Top-Unternehmer an, die wiederum die höchsten Erträge bieten. Zu ihren Eigenschaften zählen unter anderem ein starker Markenwert, eine wiederholbare Erfolgsbilanz von Veräusserungen von mehreren bahnbrechenden Unternehmen und der offenkundige Mehrwert, den sie in ihrem Portfoliounternehmen erbracht haben.

Zusätzlich zum Aufbau eines Kernportfolios von zugangsbeschränkten Managern, ist es ebenfalls wichtig, selektiv neue, aufkommende Manager hinzuzufügen, die das Potenzial besitzen, in den nächsten Jahren zu den besten 20 VC-Unternehmen zu zählen. Diese verfügen tendenziell über frühere Erfahrung mit den besten Wagniskapitalfonds oder waren bereits erfolgreiche Unternehmer/Akteure in einem großen Tech-Unternehmen.

10 Quelle: Studie von Schroder Adveq zu Unternehmen in einem Wagniskapitalportfolio aus dem Jahr 1994.

Abbildung 6: Ein Überangebot an Late-Stage-/Wachstumskapital ist entstanden ...



Quelle: Preqin, Pitchbook, Zero2IPO, Schroder Adveq 2019.

Late-Stage-/Wachstumskapital umfasst 50 % des SoftBank Vision Fund und Investitionstätigkeiten aus nicht traditionellen Kapitalquellen (beispielsweise Unternehmensinvestoren).

4. Bleiben Sie mit beiden Beinen auf dem Boden und seien Sie vorsichtig, was überschäumende Marktsegmente angeht

Wir haben zuvor argumentiert, dass die Struktur von Private-Equity-Fonds bedeutet, dass Wagniskapitalanleger sich durch hohe Bewertungen im börsennotierten Technologiesektor nicht einschüchtern lassen sollten. Das bedeutet allerdings nicht, dass sie gegenüber der am Private-Equity-Markt herrschenden Dynamik blind sein dürfen.

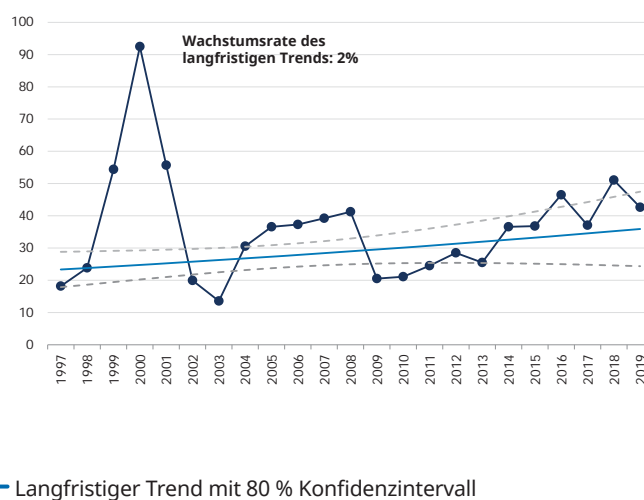
Unser Research¹¹ hat ein statistisch signifikantes inverses Verhältnis zwischen den beschafften Kapitalmengen und der künftigen Performance ergeben. Dies ist aus intuitiver Sicht schlüssig. Hohe Kapitalbeschaffungen führen zu mehr trockenem Pulver, verschärftem Wettbewerb bei Übernahmen, höheren Kaufpreisen und in der Folge geringeren Renditen. Im Umkehrschluss gilt aber auch: Verhaltene Phasen der Kapitalbeschaffung gehen einer besseren Wertentwicklung voraus. Wir haben dieses Verhältnis im Schroder Adveq Fund Raising Indicator (FRI; Kapitalbeschaffungsindikator) quantifiziert und formalisiert.¹² Dabei werden Kapitalbeschaffungszyklen und das Ausmaß der zyklischen Über- oder Unterschreitungen bei der Beschaffung so normalisiert, dass Vergleiche zwischen Regionen und Sektoren möglich werden. Auf diese Weise kann der Indikator eingesetzt werden, um Marktbereiche zu identifizieren, die wahrscheinlich höhere Renditen erwirtschaften werden, sowie solche, die es am besten zu vermeiden gilt.

Der Schroder Adveq FRI deutet derzeit darauf hin, dass am Markt für Late-Stage-Wagniskapital aufgrund der hohen Summen, die in den vergangenen Jahren beschafft wurden, ein Überhitzungsrisiko besteht (Abbildung 6), und das bei einer Steigerungsrate, die deutlich über dem langfristigen Trend liegt. Die Bewertungen von Late-Stage-Wagniskapitalanlagen sind ebenfalls in die Höhe geschneit – in den USA ist der durchschnittliche Mittelwert eines Late-Stage-Unternehmens sechs Mal höher als noch vor fünf Jahren.

11 In welchen Private-Equity-Bereich sollten Sie jetzt investieren? Schroder Adveq, September 2018.

12 Siehe Fußnote 10.

... die Beschaffung von Wagniskapital für Early-Stage-Phasen ist jedoch stabiler



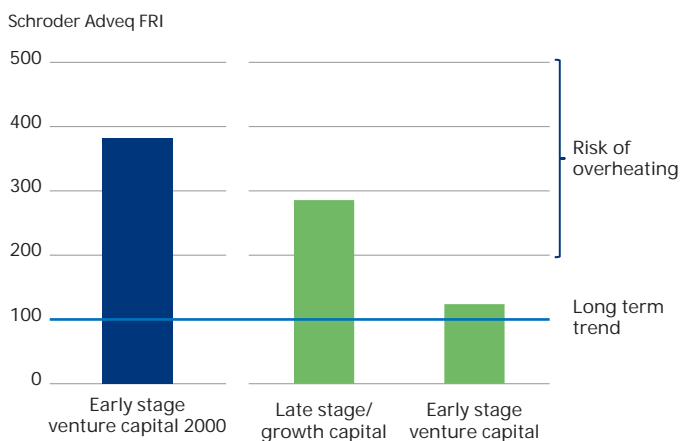
Wie ist es dazu gekommen?

Zum einen behielten mit Wagniskapital finanzierte Unternehmen ihren Privatstatus länger bei: Bis zu einem Liquiditätsereignis (Börsengang oder Verkauf an einen anderen Finanz- bzw. Unternehmensinvestor) vergehen im Mittel rund zehn Jahre, während dieser Zeitraum in der Vergangenheit rund fünf bis sechs Jahre betrug. Viele dieser Technologie- bzw. technologiegestützten Unternehmen erzielen ein starkes Wachstum und Umsätze von über 1 Mrd. US-Dollar, verzichten jedoch auf die öffentlichen Märkte. Dies führte zu einer Ausbreitung sogenannter „Einhörner“, also mit Wagniskapital finanzierten Unternehmen mit einem Wert von über 1 Mrd. US-Dollar. Weltweit existieren aktuell 258 dieser „Einhörner“, während es vor einigen Jahren nur eine Handvoll waren.

Dadurch besteht die Nachfrage nach höheren Summen zur Late-Stage-Finanzierung als in der Vergangenheit. Früher stellte der öffentliche Markt einen Großteil davon zur Verfügung, doch zuletzt kam der Markt für Late-Stage-Wagniskapital hierfür auf. Auch die Anleger strömten in den Sektor und hofften, etwas von dem Wachstum abzubekommen. Angesichts der Größe dieser Unternehmen haben die Finanzierungsrunden vor dem Börsengang, ein Schwerpunkt von Late-Stage-Wagniskapital, deutlich zugenommen. Sowohl die Angebots- als auch die Nachfrageseite spielten beim schnellen Marktwachstum eine Rolle.

Im Gegensatz dazu blieben Kapitalflüsse für Early-Stage-Investments relativ stabil und die mittleren Pre-Money-Bewertungen in den USA, Europa und Asien sind nur leicht gestiegen. Der Schroder Adveq FRI bestätigt, dass Early-Stage-Wagniskapital für hohe Renditen besser positioniert ist als der stärker umkämpfte Late-Stage-Markt (Abbildung 7).

Abbildung 7: Für Late-Stage-Wagniskapital besteht ein Überhitzungsrisiko, doch der Early-Stage-Markt ist besser positioniert



Quelle: Schroder Adveq, 2019.

Während das Wachstum des Late-Stage-Marktes den Anleger außerdem vor Herausforderungen stellt, ist es für den Early-Stage-Markt ein positiver Faktor. Es schafft einen größeren Kapitalpool für Early-Stage-Anleger, in den als Exit-Möglichkeit verkauft werden kann, zusätzlich zum Börsengang oder einer Fusion/Übernahme, oder für eine weniger verwässerte Anschlussfinanzierung.

Aufgrund des langfristigen Charakters von Private-Equity-Anlagen ist das Markt-Timing weniger von Bedeutung als an öffentlichen Märkten. Dennoch können Portfolios verbessert werden, indem neue Engagements in die weniger umkämpften Marktbereiche gesteuert werden. Anleger begeistern sich leicht für Unternehmen, die die Schlagzeilen beherrschen; ein

disziplinierterer Ansatz verspricht jedoch mehr Erfolg. In dieser Hinsicht ist der Markt für Early-Stage-Wagniskapital dem Late-Stage-Markt derzeit voraus.

5. Kombination aus Primärinvestitionen, Sekundärinvestitionen und Co-Investments

Investitionen bei den besten Wagniskapitalverwaltern sind ein notwendiger Schritt, um ein Portfolio mit starker Performance aufzubauen. Dennoch sind im Anschluss weitere Verbesserungen möglich.

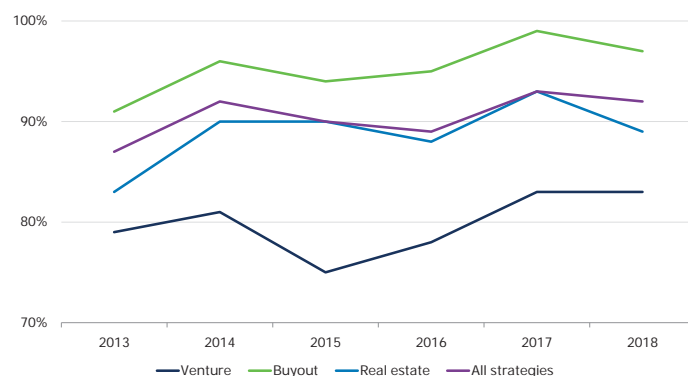
Angesichts der deutlichen Streuung der Renditen halten wir einen Portfolioansatz mit mehreren Managern (GPs) für geeignet. So kann das Risiko verringert werden, und es besteht mehr Sicherheit hinsichtlich der Renditen. Die Spezialisierung eines Großteils der VC-Manager (GPs) bedeutet auch, dass ein auf diese Weise diversifiziertes Portfolio verschiedene Branchen, Themen und Regionen besser abdecken kann – ohne Abstriche bei der Qualitätsdichte zu machen.

Anlagen in Sekundärfonds (Fonds, die Anteile an bestehenden Fonds von LPs kaufen) und Co-Investments (bei denen ein LP an der Seite eines GP anstelle einer Fondsstruktur in spezifische Transaktionen investiert), können ebenfalls erheblichen Mehrwert schaffen.

Sekundärtransaktionen am Private-Equity-Markt werden in der Regel zu einem Abschlag auf den Nettoinventarwert (NIW) des jeweiligen Anteils realisiert. Das ist der Preis, den ein verkaufswilliger Anleger für den frühen Ausstieg aus einer illiquiden Anlage zahlen muss. Der durchschnittliche Abschlag dieser Sekundärinvestitionen am Wagniskapitalmarkt lag in den vergangenen fünf Jahren in einem Bereich zwischen 17 % und 25 % (Abbildung 8). Er war damit viel höher als an anderen Märkten. Die attraktiven Abschläge bei Wagniskapital-Sekundärtransaktionen helfen, den J-Kurven-Effekt¹³ zu mindern, der bei Investitionen in Wagniskapital naturgemäß auftritt.

Abbildung 8: VC-Sekundärtransaktionen bieten einen höheren Abschlag als anderswo üblich

Preisbildung von „Secondaries“, in % des Nettoinventarwerts



Quelle: Greenhill, Schroder Adveq, 2019.

Co-Investments erfüllen eine andere, aber ebenso wertvolle Funktion – sie können die Qualitätsdichte eines Portfolios erhöhen (siehe oben). Durch das „Verdoppeln“ der Gewinner im Portfolio der besten Wagniskapitalverwalter können Anleger mehr Kapital für sich arbeiten lassen und in die wegweisenden Unternehmen der Zukunft im Technologie- und Gesundheitssektor investieren. Mithilfe dieser Strategie kann die Konzentration innerhalb der besten 20 % erhöht werden, womit auch das Ertragspotenzial steigt.

¹³ Der Prozess, durch den es mehrere Jahre dauern kann, bis ein Private-Equity-Fonds positive Renditen erwirtschaftet.

Fazit

Wagniskapital stellt eine attraktive Anlageklasse dar, da es frühen Zugang zu den potenziellen Marktführern von morgen bietet und für Anleger hohe Renditen bei vergleichsweise niedrigem Risiko erwirtschaften kann. Engagements in den besten Wagniskapitalfonds sowie den besten VC-Unternehmen sind möglich, sodass Zugang zu Top-Quartile-Renditen besteht. Wagniskapital ist darüber hinaus nicht so zyklisch wie die meisten Anleger denken und bietet daher über die verschiedenen Marktzyklen hinweg durchweg hohe Renditen. Innerhalb des Wagniskapitalmarktes sind derzeit die Early-Stage-Marktbereiche am interessantesten.

Anleger sollten ihren Fokus auf etablierte Fondsmanager mit in der Regel stark eingeschränktem Zugang richten. Dabei sollten Fondsmanager bevorzugt werden, die in die Themen der Zukunft investieren und Zugang zu hochwertigen Dealflows und Top-Unternehmen besitzen. Bei Wagniskapitalinvestitionen ist ein globaler Ansatz wichtig, da immer mehr wegweisende Unternehmen außerhalb des Silicon Valley entstehen, etwa in Asien und Europa. Schlussendlich sollte ein erfolgreiches Wagniskapitalportfolio unseres Erachtens aus einer Kombination von Investitionen in Primärfonds, direkten Co-Investments und Sekundärinvestitionen bestehen.

Erläuterung zu simulierten Resultaten

Alle aufgeführten simulierten Resultate sollten lediglich als ungefähre Darstellung der Wertentwicklung des Portfolios betrachtet werden und nicht als Indikator dafür, wie sich das Portfolio in der Vergangenheit entwickelt hätte bzw. in Zukunft entwickeln wird. Es handelt sich dabei um die Ergebnisse statistischer Modellierungen, die auf einer Vielzahl von Annahmen beruhen, und die nachträgliche Rekonstruktion von Performanceergebnissen auf Basis von in der Vergangenheit erzielten Entwicklungen unterliegt einer Reihe von wesentlichen Einschränkungen. So werden beispielsweise Handelskosten oder Liquiditätsprobleme, welche die Performance der Strategie beeinflusst hätten, möglicherweise nicht berücksichtigt. Zudem würden die Brutto-Renditen geringer ausfallen, wenn die Verwaltungsgebühren und Auslagen in der Berechnung berücksichtigt wären. Es kann nicht gewährleistet werden, dass diese Wertentwicklung mit den zum entsprechenden Zeitpunkt verfügbaren Tools und Daten tatsächlich erreicht worden wäre. Weiterhin werden keine Zusicherungen gemacht, dass die jeweilige Kombination aus Investments zum Startdatum ausgewählt worden, für die Dauer des dargestellten Zeitraums gehalten worden, oder die Wertentwicklung erreicht worden wäre. Diese Daten werden Ihnen lediglich zu informativen Zwecken mit Stand des hierin angegebenen Datums zur Verfügung gestellt und sollten nicht als Grundlage für eine Prognose der möglichen zukünftigen Wertentwicklung herangezogen werden.

Wichtige Hinweise

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen geben die Auffassung der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich aufgrund von Markt- und sonstigen Bedingungen ändern. Die Einschätzungen und Meinungen stimmen nicht zwangsläufig mit denen überein, die in anderen Veröffentlichungen, Strategien oder Fonds von Schroders zum Ausdruck kommen.

Dieses Dokument ist nur für Informationszwecke bestimmt. Das Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder Wertpapiers oder zur Verfolgung einer bestimmten Anlagestrategie dar. Die bereitgestellten Informationen sind nicht als Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Anlageresearch zu verstehen und berücksichtigen nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Das Dokument ist weder als Beratung in buchhalterischen, rechtlichen oder steuerlichen Fragen gedacht und sollte nicht für diese Zwecke genutzt werden.

Die hierin enthaltenen Angaben werden als verlässlich erachtet. Schroders gibt jedoch keine Zusicherung und übernimmt keine Gewähr für ihre Vollständigkeit oder Richtigkeit. Schroders, seine leitenden Angestellten, Mitarbeiter oder Vertreter übernehmen keine Verantwortung oder Haftung für fehlerhafte Angaben oder Meinungen oder für jegliche Verluste, die sich aus der Verwendung aller oder eines Teils der Informationen in diesem Dokument ergeben. Die Ansichten und Informationen in diesem Dokument sollten nicht als Grundlage für einzelne Anlage- und/oder strategische Entscheidungen dienen. Schroders ist nicht verpflichtet, Empfänger zu benachrichtigen, sollten sich hierin enthaltene Informationen ändern oder nachträglich unzutreffend werden. Sofern von Schroders nicht anderweitig autorisiert, ist die Vervielfältigung aller oder eines Teils der Informationen in diesem Dokument untersagt.

Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Schroders hat diese Daten nicht von unabhängiger Seite überprüft oder validiert. Sie sollten vor einer weiteren Veröffentlichung oder Verwendung von unabhängiger Seite überprüft werden. Schroders gibt keine Zusicherung und übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit solcher Daten.

Investieren ist stets mit Risiken verbunden. Dazu gehört unter anderem der mögliche Verlust des investierten Kapitals.

Die Daten Dritter sind Eigentum des Datenlieferanten oder von diesem lizenziert und dürfen ohne die Genehmigung des Datenlieferanten nicht reproduziert, extrahiert oder für andere Zwecke verwendet werden. Sie werden ohne jegliche Gewähr zur Verfügung gestellt. Der Datenanbieter und Herausgeber des Dokuments haften nicht für Daten von Drittanbietern; www.schroders.com beinhaltet weitere Rechtshinweise, die auf Daten von Drittanbietern zutreffen.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Maßstab für zukünftige Ergebnisse und lässt sich möglicherweise nicht wiederholen. Der Wert der Anlagen und der damit erzielten Erträge kann sowohl steigen als auch fallen. Zudem erhalten die Anleger den ursprünglich investierten Betrag möglicherweise nicht in vollem Umfang zurück. Wechselkursschwankungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen in Fremdwährungen steigt oder fällt. Dieses Dokument kann „zukunftsgerichtete“ Informationen wie Prognosen oder Vorhersagen enthalten. Bitte beachten Sie, dass solche Informationen keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft darstellen und es keine Gewissheit gibt, dass sich die Prognosen oder Vorhersagen als richtig erweisen.

Europäische Union/Europäischer Wirtschaftsraum:

Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 1 London Wall Place, London EC2Y 5AU, Großbritannien. Registriert in England unter der Nummer 1893220. Zugelassen und beaufsichtigt durch die Financial Conduct Authority.

Hinweis für Leser in Australien: Herausgegeben von Schroder Investment Management Australia Limited, Level 20, Angel Place, 123 Pitt Street, Sydney NSW 2000 Australien. ABN 22 000 443 274, AFSL 226473.

Hinweis für Leser in Hongkong: Schroder Investment Management (Hong Kong) Limited, Level 33, Two Pacific Place 88 Queensway, Hongkong. Central Entity Number (CE-Nr.) ACJ591. Reguliert von der Securities and Futures Commission.

Hinweis für Leser in Indonesien: PT Schroder Investment Management Indonesia, Indonesia Stock Exchange Building Tower 1, 30th Floor, Jalan Jend. Sudirman Kav 52-53 Jakarta 12190, Indonesien. Registrierungs-/Unternehmensnummer per Erlass des Vorsitzenden der Bapepam Nr.: KEP-04/PM/MI/1997 vom 25. April 1997 über die Anlageverwaltungsaktivitäten und reguliert durch Otoritas Jasa Keuangan („OJK“), ehemals Capital Market and Financial Institution Supervisory Agency („Bapepam dan LK“).

Hinweis für Leser in Japan: Schroder Investment Management (Japan) Limited, 21st Floor, Marunouchi Trust Tower Main, 1-8-3 Marunouchi, Chiyoda-Ku, Tokyo 100-0005, Japan. Registriert als Financial Instruments Business Operator, reguliert durch die japanische Finanzaufsichtsbehörde. Lokales Finanzamt Kanto (FIBO) Nr. 90.

Hinweis für Leser in der Volksrepublik China: Schroder Investment Management (Shanghai) Co., Ltd., RM1101 11/F Shanghai IFC Phase (HSBC Building) 8 Century Avenue, Pudong, Shanghai, China, AMAC-Registrierungsnr. P1066560. Reguliert von der Asset Management Association of China.

Hinweis für Leser in Singapur: Schroder Investment Management (Singapore) Ltd, 138 Market Street #23-01, CapitaGreen, Singapore 048946. Firmenregistrierungs-Nr. 199201080H. Reguliert von der Monetary Authority of Singapore.

Hinweis für Leser in Südkorea: Schroders Korea Limited, 26th Floor, 136, Sejong-daero, (Taepyeongno 1-ga, Seoul Finance Center), Jung-gu, Seoul 100-768, Südkorea. Registriert und reguliert durch den Financial Supervisory Service of Korea.

Hinweis für Leser in der Schweiz: Schroder Investment Management (Switzerland) AG, Central 2, CH-8001 Zürich, Postfach 1820, CH-8021 Zürich, Schweiz. Unternehmens-Identifikationsnummer (UID) CHE-101.447.114, Referenznummer CH02039235704. Zugelassen und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA).

Hinweis für Leser in Taiwan: Schroder Investment Management (Taiwan) Limited, 9F, 108, Sec. 5, Hsin-Yi Road, Hsin-YI District, Taipei 11047 Taiwan, R.O.C. Registriert als Securities Investment Trust Unternehmen und reguliert vom Securities and Futures Bureau der Financial Supervisory Commission, R.O.C.

Hinweis für Leser in den Vereinigten Arabischen Emiraten: Schroder Investment Management Limited, 1st Floor, Gate Village Six, Dubai International Financial Centre, PO Box 506612, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. Registriert in England unter der Nummer 1893220. Zugelassen und beaufsichtigt durch die Financial Conduct Authority.



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Avadis

Listed Private Equity



AVADIS

Die Avadis Vorsorge AG ist eine führende Anbieterin in der beruflichen Vorsorge. Institutionellen Kunden bietet sie massgeschneiderte Vorsorgelösungen an. Das Angebot für Privatkunden umfasst kostengünstige Anlagefonds und eine ganzheitliche Beratung im Rahmen einer Finanzplanung.

Listed Private Equity

Die Charakteristika von Private-Equity-Anlagen unterscheiden sich massgeblich von denen der öffentlichen Aktienmärkte. Einer der Hauptunterschiede ist die Struktur der Cashflows.

Während bei kotierten Aktien in der Regel der ganze Betrag auf einmal investiert wird und die aus der Anlage resultierenden Cashflows, wie zum Beispiel Dividenden, im Verhältnis zum eingesetzten Kapital nur einen geringen Teil ausmachen, ergibt sich bei Privatmarktanlagen ein anderes Bild. Hier wird das Kapital über mehrere Jahre kontinuierlich investiert und danach wieder stufenweise deinvestiert, da klassische Private-Equity-Manager immer Investoren auf Zeit sind und sich nach einigen Jahren von ihren Beteiligungen trennen.

Diese Ein- und Auszahlungsstruktur führt dazu, dass sich die zeitgewichtete Performance-Messung auf dem investierten Kapital nur bedingt für Private Equity eignet. Als Alternative zieht man diverse andere Performance-Kennzahlen wie Internal Rate of Return (IRR), Total Value To Paid In (TVPI oder Multiple), Public Marke Equivalent (PME) etc. heran. Sie lassen sich jedoch nicht direkt mit denen der traditionellen Anlagen vergleichen, da sie konzeptionell verschieden sind.

Diese Tatsache ist eine Herausforderung für die Investmentberater, die traditionellerweise mit Modellen arbeiten, die Charakteristika wie erwartete Rendite und Risiko basierend auf dem investierten Kapital und historischen Erfahrungswerten abbilden. Will ein Investmentberater Private Equity in das Gesamtportfolio eines Anlegers integrieren, ist er sozusagen gezwungen, mit herkömmlichen Performance- und Risikokennzahlen zu arbeiten. Ansonsten wäre eine ganzheitliche Anlagestrategie nicht möglich.

Aufgrund der vorgängig beschriebenen Problemstellung sind einige Investmentberater und Anleger dazu übergegangen, Listed Private Equity (LPE) als Proxy zu verwenden. LPE stellt den liquiden Teil der Vermögensklasse Private Equity dar und umfasst drei Bereiche:

- Kotierte Vermögensverwalter von Private-Equity-Produkten
- Kotierte Fonds
- Speziell strukturierte Investment-Vehikel

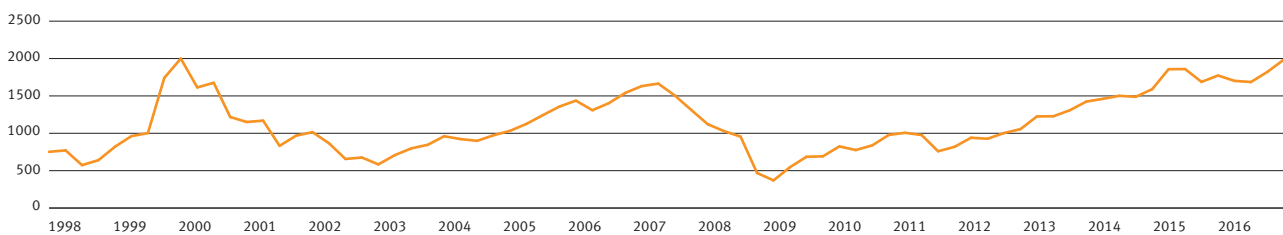
Der bekannteste Index, der dieses Segment abbildet, ist der LPX50. Der LPX50 wird von der LPX Group berechnet und vermarktet und enthält die weltweit 50 grössten und liquidesten Titel der vorgängig beschriebenen Kategorien. Aufgrund der Historie – die Daten gehen zurück bis 1994 – lassen sich traditionelle Performance- und Risikokennzahlen über lange Zeiträume berechnen, was eine hohe Kompatibilität der Vermögensklasse Private Equity mit traditionellen Anlagen sicherstellt.

Doch macht es Sinn, den LPX50 als Proxy für Private-Equity-Anlagen zu verwenden? Während der Vorteil der besseren Vergleichbarkeit zu anderen Anlageklassen auf der Hand liegt, müssen ein paar wesentliche Nachteile berücksichtigt werden. Wie bereits erwähnt besteht der LPX50 aus kotierten Produkteanbietern, Fonds und strukturierten Investment-Vehikeln, wobei Vermögensverwalter den Löwenanteil ausmachen. Es ist offensichtlich, dass die Aktienkursentwicklung der Anbieter nicht nur von der Produkte-Performance getrieben wird, sondern auch von einer Vielzahl von anderen Faktoren, wie beispielsweise der allgemeinen Börsenstimmung, der Sektorpräferenz, der Margenentwicklung, dem Neugeldzufluss sowie von allfälligen Sondereffekten.

Insbesondere die Margenentwicklung und der Neugeldzufluss spielen eine entscheidende Rolle für die Performance-Entwicklung eines Vermögensverwalters an der Börse. Dabei zeigt die Erfahrung, dass selbst kleine Veränderungen dieser Parameter einen überproportional grossen Einfluss auf den Börsenwert haben, da die Anleger diese Veränderungen in die Zukunft extrapolieren. Ebenfalls zeigt die Erfahrung, dass diese Elemente oft zusammenwirken und sich verstärken. In guten Zeiten steigen die Margen und der Neugeldzufluss überproportional, während in schwierigen Zeiten gleich alle Werte einbrechen und die Aktienkurse kollabieren. Die nachfolgende Grafik illustriert die diversen Boom- und Bust-Phasen der letzten zwei Jahrzehnte.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Listed Private Equity eine gewisse Vergleichbarkeit zu traditionellen Anlageklassen herstellt und eine ganzheitliche Portfolioanalyse mit herkömmlichen Kennzahlen ermöglicht. Es bestehen jedoch erhebliche Nachteile aufgrund der überproportionalen Einflüsse der Faktoren Margen- und Neugeldentwicklung auf die Anbieter sowie die allgemeine Börsenstimmung. Zudem besteht ein inhärenter Widerspruch, für hochgradig illiquide Privatmarktanlagen eine kotierte Benchmark mit täglichen Preisen zu verwenden. Bei Avadis zeigt die langjährige Praxis, dass die nicht kotierten Private-Equity-Zielfonds vor allem in schwierigen Zeiten weitaus robuster sind als das Segment Listed Private Equity.

LPX50TR Index



Quelle: Bloomberg



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Private Debt

The logo for SECA, consisting of the letters "SECA" in white, bold, sans-serif font, centered within a solid red square.

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

LGT Capital Partners

Private Debt – eine Einführung



LGT Capital Partners is a leading alternative investment specialist with over USD 60 billion in assets under management and more than 500 institutional clients. A large, international team is responsible for managing a wide range of investment programs focusing on private equity and other alternative investments. Headquartered in Pfaeffikon (SZ), Switzerland, the firm has offices in New York, Dublin, London, Paris, Frankfurt, Vaduz, Dubai, Beijing, Hong Kong, Tokyo and Sydney.



Capital Partners

your partner for alternative investments

Private Debt – eine Einführung



Inhalt

- 4** Einleitung
- 8** Chancen der alternativen Kreditvergabe
- 10** Die wichtigsten Private-Debt-Strategien
- 12** Private Debt in einem Portfolio
- 14** Hauptrisiken
- 15** Fazit
- 16** Glossar

Einleitung

Die alternative Kreditvergabe ist eine Finanzierung, die vorwiegend von Nicht-Banken zur Verfügung gestellt wird und verschiedene Finanzierungsoptionen bietet, wie Private Debt, nachrangige Kredite, Distressed Debt und hochverzinsliche Anleihen. Anbieter im Bereich der alternativen Kreditvergabe reichen von grossen Vermögensverwaltern bis hin zu kleinen spezialisierten Fonds. Die Kreditnehmer sind Unternehmen, die von Banken möglicherweise keine Finanzierung zu für sie akzeptablen Konditionen bekommen oder stärker massgeschneiderte Finanzierungslösungen benötigen.

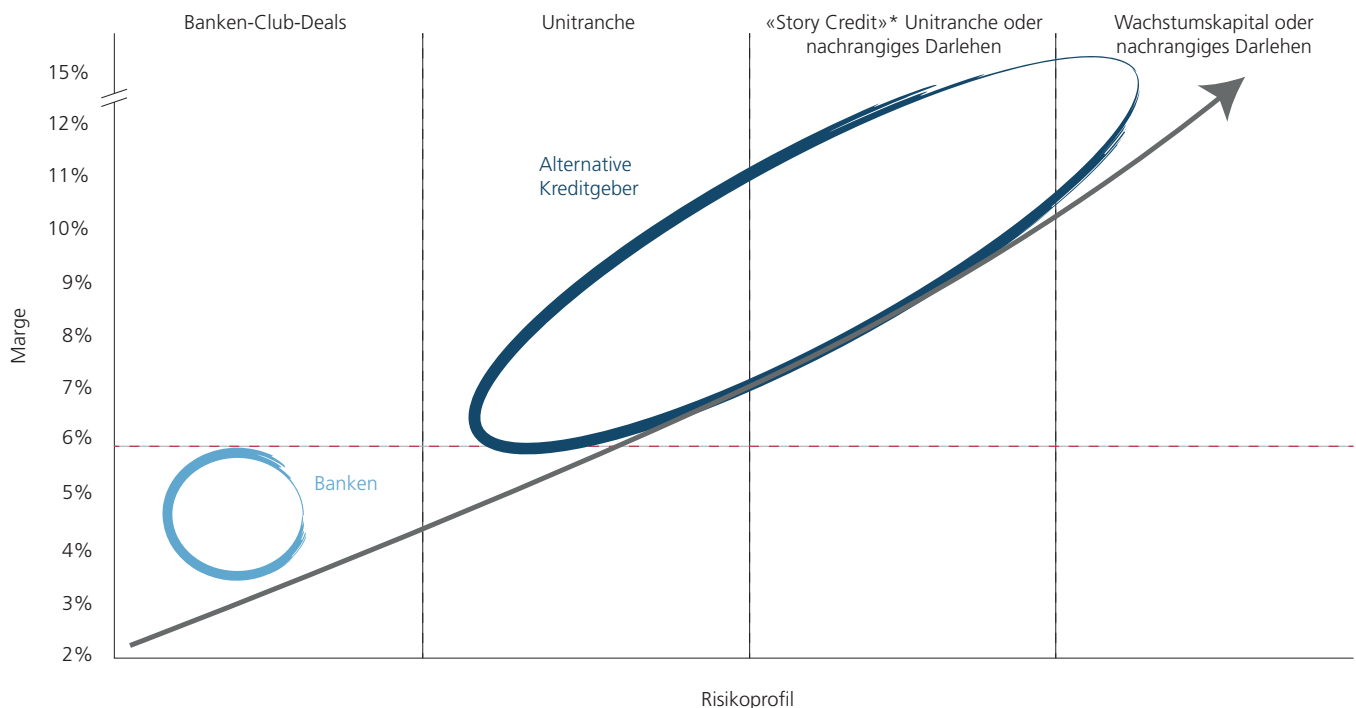
Nach der globalen Finanzkrise hat die alternative Kreditvergabe einen raschen Aufschwung erlebt, da Banken aufgrund aufsichtsrechtlicher Bestimmungen und strengerer Kapitalanforderungen geringere Kapazitäten für Finanzierungen für Unternehmen haben, vor allem im mittleren Marktsegment. Daher hat sich der früher von Banken dominierte europäische Markt für Leveraged Loans strukturell verändert. Dieser ist nun weniger ein Teil der traditionellen Bankfinanzierungen. Dieser Trend der Disintermediation von Banken in Europa ist mit dem in den USA vergleichbar, wo der Übergang zu Kreditvergaben ausserhalb des Bankensektors vor 20 Jahren stattfand. Heute gibt es dort gut etablierte alternative Kanäle für die Vergabe von Krediten. Alternative Kreditvergabe-Lösungen werden oft für massge-

schneiderte Finanzierungslösungen im Zusammenhang mit folgenden Ereignissen genutzt:

- Buyouts durch Private-Equity-Fondsmanager
- Akquisitionen
- Dividendenrekapitalisierungen
- Refinanzierung bestehender Schulden
- Krisensituationen

Mit der Alternativen Kreditvergabe stehen Kreditnehmern eine Reihe alternativer Optionen zur Verfügung, die in Hinblick auf Tilgung, Preisstrukturen, Vertragsklauseln und Ausschüttungserlöse in der Regel mehr strukturelle Flexibilität haben als Bankkredite. Vor allem aber bieten die von alternativen Kreditgebern angebotenen Finanzierungsstrukturen Zugang zu Fremdmitteln über die gesamte Kapitalstruktur hinweg – von vorrangigen Kredite bis hin zu Quasi-Eigenkapital-Lösungen. Alternative Kreditgeber sind in der Regel schneller in der Umsetzung als Banken und können mitunter grosse Positionen von Leveraged Loans halten. Dabei handelt es sich um Kredite, die Unternehmen auf der Grundlage ihres Cashflow-Profiles zur Verfügung gestellt werden. Wenngleich diese Kredite in den meisten Fällen besichert sind, werden sie nicht als mit Vermögenswerten besicherte Kredite betrachtet. Banken stellen üblicherweise Kredite mit einer Renditeerwartung unter

Alternative Kreditvergabe im Vergleich zu Bankfinanzierungen im Segment unterhalb der «sehr guten bis guten Bonität»



Quelle: Alternative Lender Deal Tracker, 2. Quartal 2017, Deloitte

* Story credit – Unitranch-Kredit für ein Unternehmen, das in der Vergangenheit finanzielle Schwierigkeiten oder eine Restrukturierung zu bewältigen hatte und daher als risikoreicher eingestuft wird.

6 Prozent zur Verfügung, während die meisten alternativen Kreditgeber eine Rendite von über 6 Prozent erwarten, je nach der Finanzierungsstruktur und dem zugrunde liegenden Risiko, wie die Grafik auf Seite vier zeigt.

Private Debt ist ein Teilbereich des alternativen Kreditmarktes, der alternative Schuldinstrumente in Unternehmen umfasst, die oft zu klein sind, um sich über die öffentlichen Kapitalmärkte zu finanzieren. Private-Debt-Transaktionen, an denen ein Private-Equity-Fondsmanager beteiligt ist, werden vielfach auch als «gesponserte» Transaktionen bezeichnet. Schuldenstrukturen von durch Private Equity gesponserten Leveraged Buyouts werden häufig als «Leveraged Loans» bezeichnet. Familienunternehmen sind die andere Hauptgruppe von Kreditnehmern, die aktiv Finanzierungslösungen von Alternativen Kreditgebern in Anspruch nehmen. Private-Debt-Transaktionen, an denen kein Private-Equity-Sponsor beteiligt ist, nennt man üblicherweise «sponsorlose» Transaktionen.

In Hinblick auf das mit einem Rating unterhalb der «sehr guten bis guten Bonität» verbundenen Risiko gibt es Überschneidungen zwischen Private Debt und hochverzinslichen Anleihen sowie Leveraged Loans. Preislich bietet Private Debt eine Prämie von in der Regel 200–500 Basispunkten gegenüber den Märkten für breiter syndizierte Bankfinanzierungen und hochverzinsliche Anleihen zur Vergütung der gebotenen Vorteile. Obwohl es für kleinere Unternehmen schwierig sein kann, flexible Bankfinanzierungen zu bekommen, handelt es sich bei ihnen nicht zwangsläufig um riskantere Unternehmen. Grössere Unternehmen können oftmals mehr Schulden aufnehmen, was sogar zu volatileren Kapitalstrukturen führen kann.

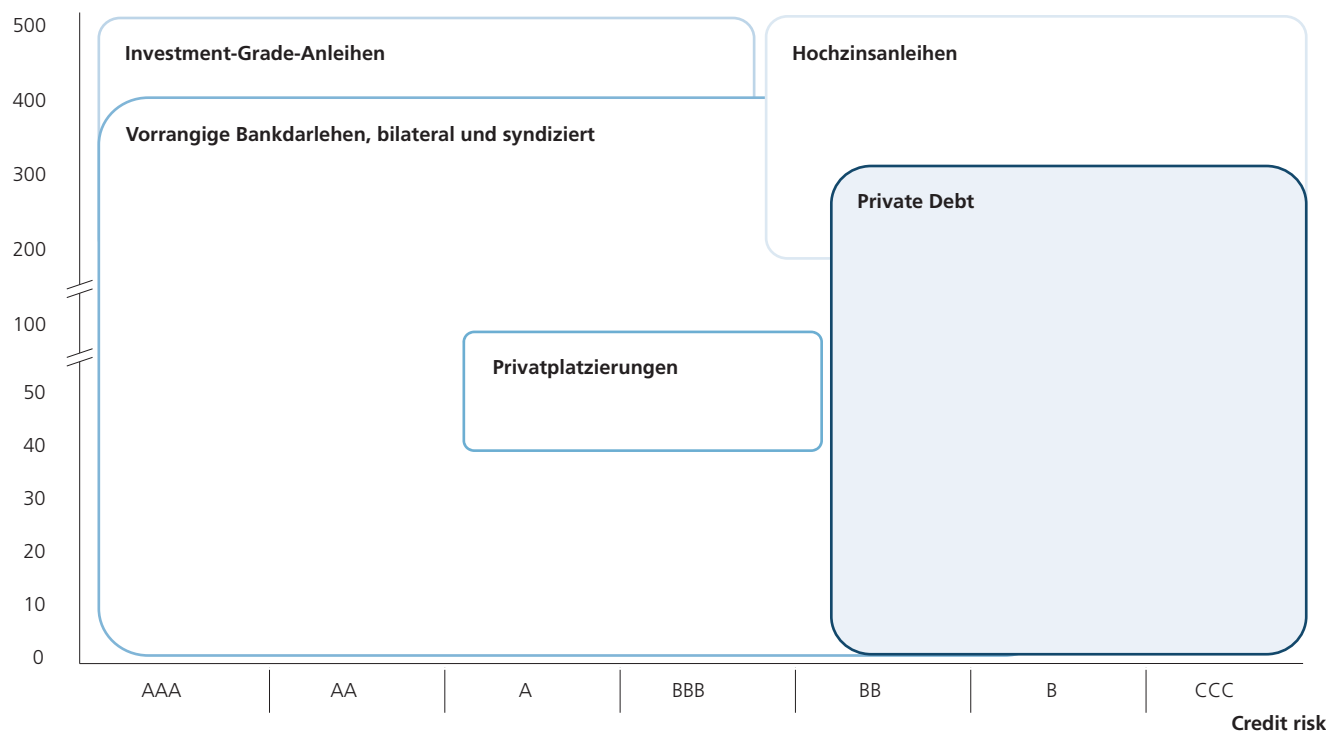
In Europa wird Private Debt in der Regel von Fondsmanagern über eine Kommanditgesellschaft zur Verfügung gestellt, die eine geschlossene Struktur mit einer Fondslaufzeit von acht bis zehn Jahren hat. Der Manager kann diese einseitig verlängern. Ein Manager richtet eine Fondsstruktur ein, und Anleger zahlen über einen Investitionszeitraum von in der Regel drei Jahren bis zur Höhe ihrer vorab gemachten Zusage (Commitment) abgerufenes Kapital in den Fonds ein. Ziel von Private-Debt-Anbietern ist es, Finanzierungen für Unternehmen bereitzustellen, die ein attraktives Kreditprofil, eine geeignete Finanzierungsstruktur und eine günstige Transaktionsdynamik aufweisen. Ein Private-Debt-Fonds investiert meist in 20–35 Unternehmen. Die Kredite haben gewöhnlich eine Laufzeit von sechs bis acht Jahren und sind in der Regel an den EURIBOR/LIBOR-Referenzzins gebunden. Zusätzlich zum Index wird monatlich, vierteljährlich oder halbjährlich ein Kupon in bar ausgezahlt. Als Initiator der Finanzierung erhält der Kreditgeber vorab eine Bearbeitungsprovision in Höhe von zwei bis drei Prozent des Volumens der Finanzierung. Diese Vergütung kann um kapitalisierte Zinsen (in der Regel «Payment-in-kind-Notes») und/oder Optionsscheine ergänzt oder durch solche ersetzt werden. Private-Debt-Fonds generieren für Investoren oft von Anfang an Cashflow durch die Transaktionsgebühren und die Kuponzahlungen, die sie aus den zugrunde liegenden Investitionen erhalten. Renditekomponenten wie kapitalisierte Zinsen und Optionsscheine werden bei Fälligkeit und/oder Refinanzierung gezahlt und können die Gesamrendite über die Laufzeit eines Private-Debt-Fonds steigern.

Anders als in Europa werden Private-Debt-Finanzierungen in den USA oft von börsengehandelten Business Development Companies bereitgestellt, bei denen es sich um börsennotierte geschlossene Fonds handelt. In Europa mit seinen weniger einheitlichen rechtlichen, regulatorischen und kulturellen Rahmenbedingungen gibt es kein vergleichbares etabliertes Modell.

Private Debt hat sich als eigenständige Anlageklasse etabliert, wobei Private-Debt-Manager heute ein Vermögen von weltweit rund 595 Milliarden US-Dollar verwalten.¹ Der Private-Debt-Markt ist jedoch weniger transparent als die geregelten Aktien- und Anleihenmärkte, sodass die Auswahl der Manager schwierig und zeitraubend sein kann. Auch wenn Private-Debt-Investitionen in der Regel eine geringere Volatilität der Wertentwicklung und eine geringere Marktsensitivität als andere illiquide Anlageklassen wie etwa Private Equity aufweisen, ist es entscheidend, mit geeigneten Managern zu investieren.

Private Debt umfasst verschiedene Finanzierungsstrategien

Kreditvolumen (Mio. EUR)



¹ Quelle: 2017 Preqin Global Private Debt Report, Preqin

Anmerkung: Das Kreditrisiko wird mit Buchstaben von AAA (geringe Ausfallwahrscheinlichkeit) bis CCC (erhebliche Ausfallwahrscheinlichkeit) ausgedrückt.

«Alternative Kreditgeber sind
in der Regel schneller in der
Umsetzung als Banken.»

Chancen der alternativen Kreditvergabe

Der europäische Leveraged-Loan-Markt entstand in den 1990er-Jahren in kleinem Rahmen. Das Volumen vorrangiger Leveraged-Loans stieg von 2002 bis 2007 schnell an, wobei der grösste Teil des Marktes auf europäische Banken entfiel.² Der Spitzenwert von fast 165 Milliarden Euro wurde 2007 erreicht. Die zunehmende Zahl der Kapitalanbieter führte zu erhöhten Verschuldungsgraden, rückläufigen Preisen und höheren Marktwertmultiplikatoren (Purchase Multiples) sowie zu geringeren Eigenkapitalanteilen von in Extremfällen nur 20 Prozent der gesamten Kapitalstruktur. Aufgrund des intensiveren Wettbewerbs wurden die angebotenen Finanzierungsstrukturen wesentlich aggressiver.

Nach der globalen Finanzkrise schrumpfte das von Banken angebotene Volumen vorrangiger Leveraged Loans drastisch, was zu einer erheblichen Finanzierungslücke in Europa führte. Die Aktivitäten im Bereich vorrangiger Leveraged Loans in Europa erreichten 2009 mit 15 Milliarden Euro die Talsohle. Der Alternative-Lending-Markt reagierte schnell, um diese Finanzierungslücke zu schliessen, indem er nicht nur Kapital zur Verfügung stellte, sondern auch neue innovative Finanzierungsösungen wie Unitranche-Finanzierungen. So boten sich europäischen Unternehmen mehr Finanzierungsoptionen, sie konnten ihre Abhängigkeit von den Banken verringern.

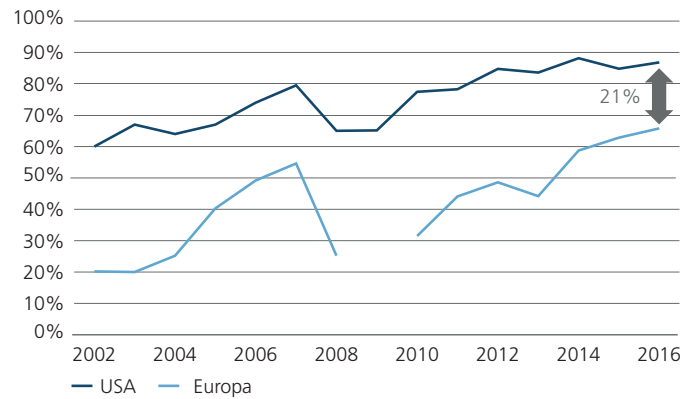
Volumen vorrangiger Kredite in den USA und Europa (in Mrd EUR)



Der europäische Trend weg von den Banken, hin zu institutionellen Kreditgebern ähnelt dem, was in den USA nach der Sparkassenkrise (Savings and Loan Crisis) in den 1980er-Jahren zu beobachten war. Heute wird der Markt für Finanzierungen in den USA von grossen institutionellen Kreditgebern dominiert. 2016 belief sich ihr Anteil am Primärmarkt für Leveraged Loans auf 86 Prozent.³ Trotz des starken Wachstums im Bereich der

Kreditvergabe ausserhalb des Bankensektors hinkt Europa den USA immer noch hinterher, da institutionelle Anleger 2016 in Europa einen Anteil von 66 Prozent am Primärmarkt hatten. Aufgrund zunehmender aufsichtsrechtlicher Anforderungen ist

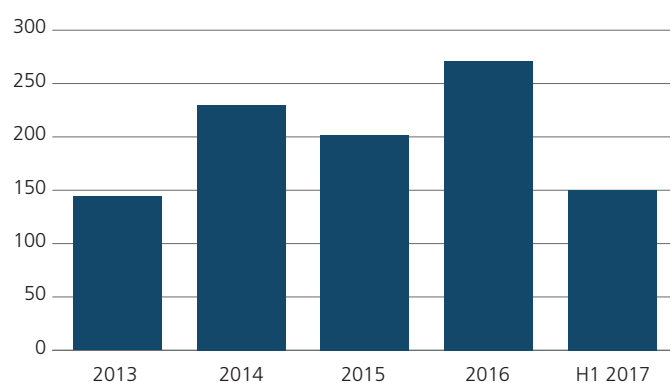
Der Anteil institutioneller Anleger am Primärmarkt in den USA und Europa



Die Beobachtungen von LCD im Jahr 2009 in Europa sind nicht ausreichend, um aussagekräftige Angaben machen zu können.

es unwahrscheinlich, dass der aktuelle Trend der Disintermediation von Banken in Europa gebremst wird. Denn die Aufsichtsbehörden in ganz Europa sind bestrebt, Private Debt als Finanzierungsoption zu fördern. Banken haben dennoch in einigen europäischen Ländern immer noch eine starke Stellung, sodass der Anteil institutioneller Anleger am Primärmarkt in Europa in nächster Zeit wohl kaum das Niveau der USA erreichen wird.

Volumen von Private-Debt-Transaktionen im mittleren Marktsegment in Europa (nach Anzahl der Transaktionen)



Die Erhebung deckt 58 führende alternative Kreditgeber ab, von denen Deloitte Transaktionen auf dem Primär-Mid-Market in Europa verfolgt.

² Quelle: LCD Global Review, 2. Quartal 2017, S&P Global.

³ Quelle: LCD Global Review, 2. Quartal 2017, S&P Global. Die Beobachtungen von LCD im Jahr 2009 in Europa sind nicht ausreichend, um aussagekräftige Angaben machen zu können.

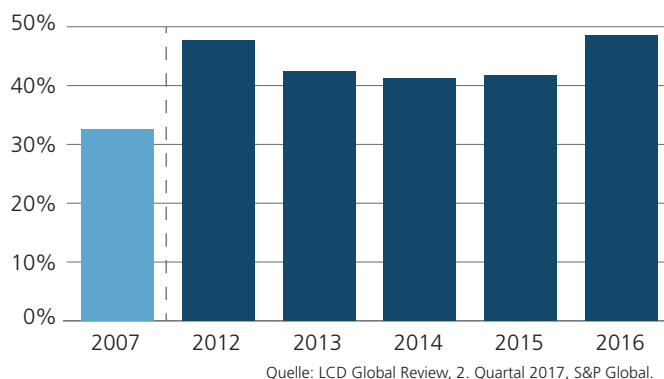
⁴ Quelle: Alternative Lender Deal Tracker, 2. Quartal 2017, Deloitte. Die Erhebung deckt 58 führende alternative Kreditgeber ab, von denen Deloitte Transaktionen auf dem Primär-Mid-Market in Europa verfolgt.

Private-Debt-Volumen in Europa

Das Volumen der Alternativen Kreditvergabe auf dem europäischen Leveraged-Buyout-Markt hat in den vergangenen Jahren ständig zugenommen. Der grösste Teil des Volumens in Europa entfällt auf mittelgrosse Unternehmen, da sie oft einen begrenzteren Zugang zu liquiden Kapitalmärkten haben. Das Private-Debt-Transaktionsvolumen im mittleren Marktsegment hat in den vergangenen Jahren stark zugenommen und stieg von 144 Transaktionen im mittleren Marktsegment im Jahr 2013 auf 271 im Jahr 2016.⁴ In der Vergangenheit entfiel der grösste Teil der Private-Debt-Geschäfte auf britische, französische und deutsche Kreditnehmer, wenngleich die Transaktionsvolumen in anderen Ländern wie Spanien und den Benelux-Staaten steigen.

Die Nachfrage nach Private Debt wird in den kommenden Jahren voraussichtlich weiterhin erheblich sein. Zunächst einmal wird das Gesamtvolumen vorrangiger Darlehen wie bereits aufgezeigt weiterhin geringer sein als vor der globalen Finanzkrise, und Banken werden auch künftig mit strengeren Kapitalanforderungen konfrontiert sein als zuvor. Zweitens haben Private-Equity-Manager immer noch erhebliche Mengen investierbaren Kapitals («Dry Powder») in ihren Fonds, das sie für geeignete Investitionsziele verwenden können. Im Dezember 2016 besaßen Private-Equity-Fondsmanager 183 Milliarden US-Dollar an Dry Powder für Buyout-Transaktionen in Europa.⁵ Ausserdem ist zu erwarten, dass Private-Debt-Lösungen auch in neuen geografischen Regionen sowie einer breiteren Gruppe von Kreditnehmern angeboten werden. In der Vergangenheit haben kleine und mittelgrosse Unternehmen den grössten Teil des Volumens von Private Debt ausgemacht. In Zukunft werden sich alternative Kreditgeber

Leveraged Buyouts in Europa – durchschnittliche Eigenkapitalpuffer

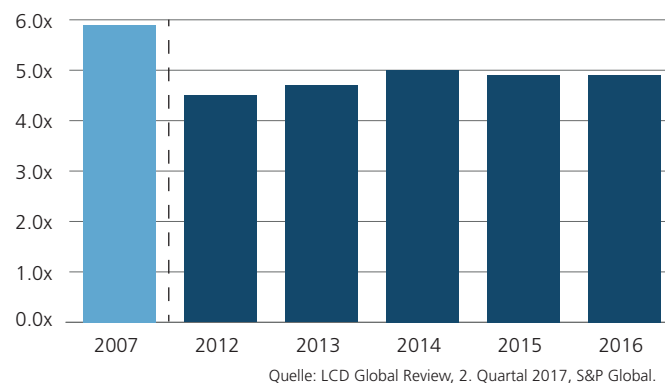


voraussichtlich aber auch an grösseren Transaktionen beteiligen. Hinzu kommt, dass Private Debt ohne Sponsor, was 40 Prozent des Private-Debt-Marktes in den USA ausmacht, in Europa bislang kaum existiert. Da sich alternative Kreditgeber auf dem europäischen Markt mehr und mehr zu einer etablierten Quelle für Finanzierungen entwickeln, dürften sich auch immer mehr sponsorlose Unternehmen an alternative Kreditgeber wenden, um ihr Wachstum zu finanzieren.

Entwicklung der Risiko- und Preisdynamik

Eine treibende Kraft für die zunehmenden Private-Debt-Volumina auf dem Leveraged-Buyout-Markt ist eine bessere Risikodynamik. Das gesamte Marktumfeld für Private-Debt-Manager ist heute wesentlich solider als noch vor zehn Jahren. Damals hatten die Eigenkapitalpuffer (der Anteil des bei einem Buyout zur Verfügung gestellten Eigenkapitals im Vergleich zum gesamten Kapital) einen historischen Tiefstand erreicht und die Verschuldungsgrade im Vorfeld der weltweiten Finanzkrise lagen fast beim 6-fachen des EBITDA. Obwohl die Marktpremultiplikatoren insgesamt mit den Niveaus von vor zehn Jahren übereinstimmen, sind die Strukturen heute robuster. Der durchschnittliche Eigenkapitalpuffer bei europäischen Leveraged Buyouts ist von 33 Prozent im Jahr 2007 auf 49 Prozent im Jahr 2016 gestiegen. Gleichzeitig sind die Schulden im Verhältnis zum EBITDA vom 5,9-fachen auf das 4,9-fache gesunken, wie den folgenden Grafiken zu entnehmen ist.⁶

Leveraged Buyouts in Europa – durchschnittliches Schulden/EBITDA-Verhältnis



⁵ Quelle: Preqin-Datenbank per Oktober 2017

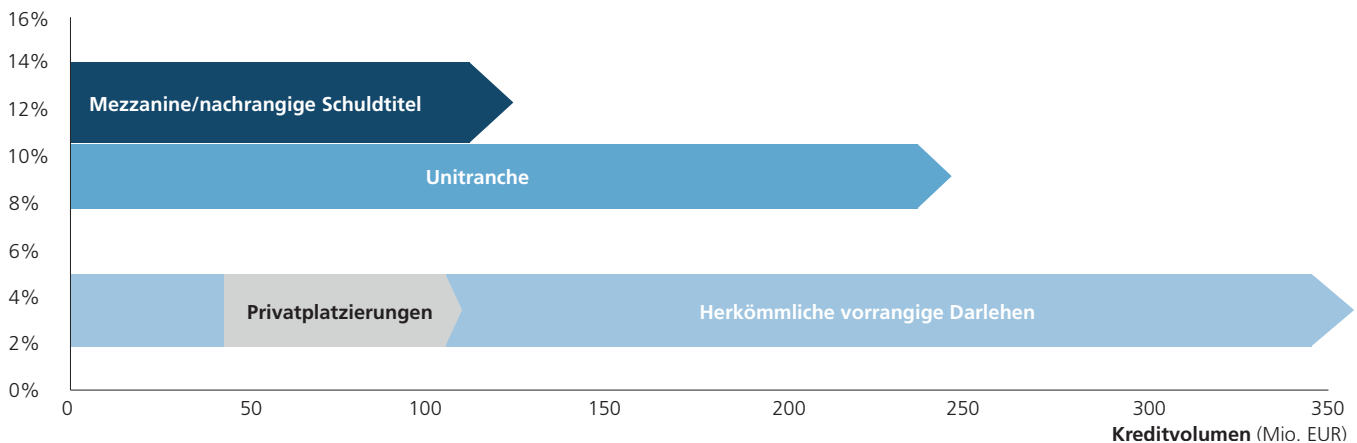
⁶ Quelle: LCD Global Review, 2. Quartal 2017, S&P Global.

Die wichtigsten Private-Debt-Strategien

Private Debt umfasst ein breites Spektrum an Anlagestrategien, die Finanzierungen über alle Komponenten einer Kapitalstruktur bieten. Die verschiedenen Strategien lassen sich in zwei Kategorien einordnen: Strategien zum «Kapitalerhalt» oder zur «Renditesteigerung». Kapitalerhaltstrategien (wie vorrangige Kredite und Unitranche-Finanzierungen) streben vorhersagbare Renditen an und bieten gleichzeitig einen gewissen Schutz bei Abwärtstrends. «Renditesteigerungsstrategien» (wie Mezzanine-Kredite) streben höhere Renditen an, indem sie Optionsscheine und/oder Eigenkapitalbeteiligungen einbeziehen. In der folgenden Grafik sind die gängigsten Private-Debt-Strategien im Hinblick auf Zinsspanne und Volumen des Kredits dargestellt.

Die wichtigsten Private-Debt-Strategien

Angestrebte Brutto-Rendite



Herkömmliche vorrangige Kredite

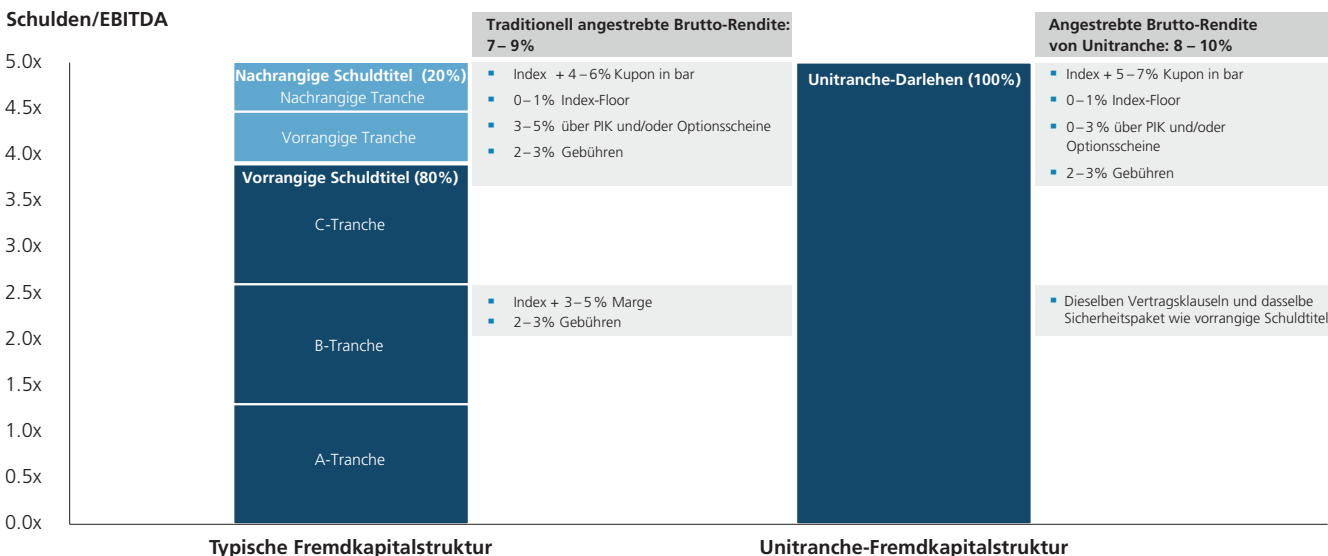
Vorrangige Kredite können verschiedene Formen annehmen – vom Tilgungskredit mit einer Laufzeit von sechs bis acht Jahren bis hin zu revolvingierenden Kreditlinien, die mit Beständen oder Forderungen besichert sind. In Europa haben sie meistens ein Rating und werden meist von Banken vergeben. Vorrangige Kredite stehen in der Kapitalstruktur in der Regel ganz oben und sind mit erstrangigen Ansprüchen verbunden. Sie sind oft in mehrere Tranchen aufgeteilt, die jeweils unterschiedliche Preisgestaltungen und leicht abweichende Konditionen aufweisen. Im Falle einer Liquidation werden alle Gläubiger der verschiedenen Tranchen in der Regel gleich behandelt. Renditen werden fast ausschliesslich durch Zinszahlungen generiert. Im heutigen Marktumfeld werden vorrangige Kredite üblicherweise anhand eines Indizes zuzüglich einer Marge von 400–500 Basispunkten bepreist.

Unitranche-Kredite

Ein Unitranche-Kredit ist im Wesentlichen ein massgeschneiderter Kredit, eine erstrangige Finanzierungslösung, vorwiegend ohne Tilgung, die vorrangige und nachrangige Tranchen

in einem einzigen Finanzierungsprodukt vereint. Sie wird gelegentlich auch als «Stretched Senior Debt» bezeichnet. Statt einen Kredit mit einem vorrangigen Kreditgeber und einem nachrangigen Kredit oder einen Mezzanine-Kredit mit einem anderen Anbieter auszuhandeln, schliesst der Kreditnehmer nur mit einem Anbieter einen Vertrag ab (siehe folgende Grafik). Ein Unitranche-Kredit wird in der Regel mit einer Prämie von 100–250 Basispunkten gegenüber einer traditionell durch die Banken finanzierten Struktur bepreist, die eine Mischung aus vorrangigem Kredit und Mezzanine-Kredit enthält, da sie dem Kreditnehmer verschiedene Vorteile bietet. Ein Vorteil ist, dass der Kreditnehmer nur einen einzigen Vertrag mit einem Geldgeber abschliesst, der eine für den Bedarf des Kreditnehmers massgeschneiderte Kreditlösung bietet. Hinzu kommt, dass Unitranche-Anbieter ein starkes Interesse daran haben, eine zugesagte, nicht abgerufene Finanzierung bereitzustellen, um den Kreditnehmer beispielsweise in die Lage zu versetzen, Akquisitionen und Wachstumspläne zu finanzieren. Banken sind hingegen angesichts der strengeren Kapitalanforderungen, denen sie unterliegen, häufig zögerlich bei der Bereitstellung einer solchen Lösung.

Darstellung der Unitranche-Struktur



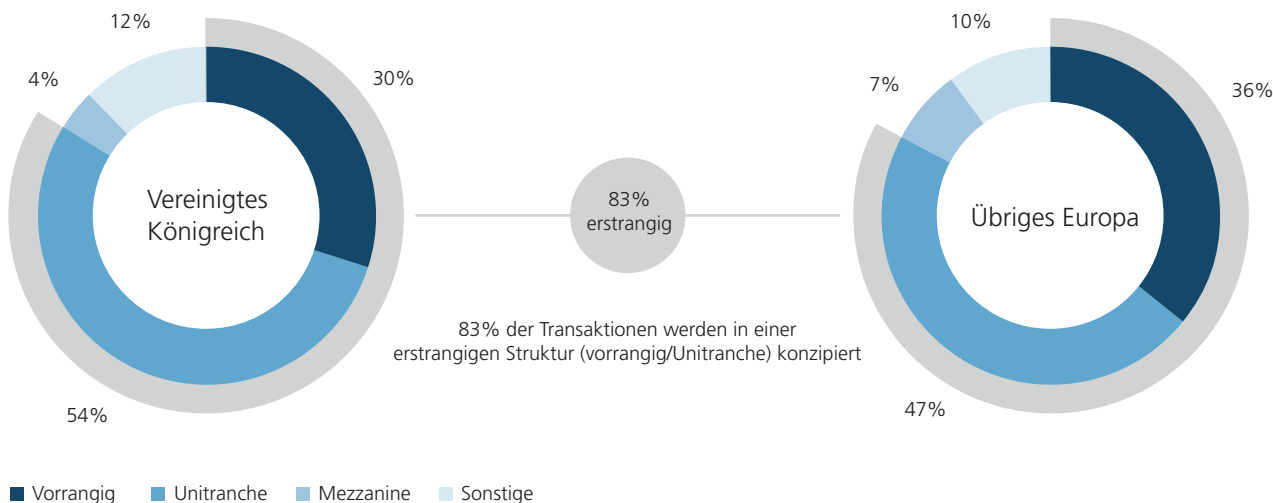
Mezzanine-Kredite

Mezzanine-Kredite haben in der Regel die Form einer nachrangigen Schuldverschreibung und sind nach vorrangig besicherten Krediten zurückzuzahlen. Die Renditen setzen sich aus mehreren Komponenten zusammen, darunter Zinszahlungen und Optionsscheine, um an der Wertentwicklung des Unternehmens beteiligt zu sein. Mezzanine-Kredite werden aufgrund ihres zweiten oder dritten Rangs in der Kapitalstruktur höher bepreist. Die Zinszahlungen für Mezzanine-Kredite liegen üblicherweise zwischen 400 und 600 Basispunkten. Ein Mezzanine-Kredit ist ein privates Schuldinstrument, das von Kreditgebern strukturiert wird, bei denen es sich um Investmenthäuser, die auf Mezzanine-Kredite spezialisiert sind, und andere Anleger wie Hedge Fonds handeln kann.

Nutzung der verschiedenen Private-Debt-Strategien in Europa

Die beliebteste Private-Debt-Strategie in Europa sind heute Unitranche-Kredite, die üblicherweise bei Transaktionen im mittleren Marktsegment von Unternehmen genutzt werden, die Wachstumspläne über Akquisitionen verfolgen oder Investitionsbedarf haben. Angesichts seiner Stellung im ersten Rang eignet es sich ideal als Ersatz für traditionelle Finanzierungsstrukturen. Der grösste Teil des Unitranche-Volumens in Europa entfällt auf Frankreich und Grossbritannien. Es ist aber mit einer weiteren Verbreitung in anderen europäischen Ländern wie Deutschland, den Benelux-Staaten, Spanien und Italien zu rechnen.

Nutzung der verschiedenen Private-Debt-Strategien in Europa



Quelle: Alternative Lender Deal Tracker, 2. Quartal 2017, Deloitte. Rein vorrangige Transaktionen mit einer Preisgestaltung von D + 650 Bp. oder mehr werden als Unitranche klassifiziert. Preisgestaltungen unterhalb dieser Grenze fallen in die Kategorie vorrangige Forderungen.

Private Debt in einem Portfolio

Definition einer Private-Debt-Allokation

Private Debt kann in verschiedene Anlageklassen eines Portfolios fallen, je nachdem, wie das Private-Debt-Portfolio aufgebaut ist. Üblicherweise wird Private Debt als eine Ergänzung einer bestehenden Allokation in festverzinsliche Papiere betrachtet. Private-Debt-Strategien mit einem bedeutenden Anteil am Aufwertungspotenzial des Eigenkapitals könnten jedoch auch eine Ergänzung zu einer Private-Equity-Allokation oder einer breiteren Allokation in Privatmärkte sein. Zielallokationen für Private Debt schwanken je nach Anlegertyp erheblich. Um jedoch den Umsetzungsaufwand zu rechtfertigen und einen wesentlichen Beitrag zu einem Gesamtportfolio zu leisten, empfiehlt sich in der Regel eine Zielallokation von fünf bis zehn Prozent. Man sollte jedoch unbedingt bedenken, dass der Aufbau einer robusten Private-Debt-Allokation mitunter mehrere Jahre dauern kann. Private-Debt-Strategien sollten im Kontext eines bereits diversifizierten Investmentportfolios betrachtet werden, da das Renditepotenzial mit geringerer Liquidität verbunden ist. Eine ideale Private-Debt-Allokation hängt zudem von der allgemeinen Risikobereitschaft und den Renditezielen eines Anlegers ab. Ausserdem gilt es zu berücksichtigen, dass das Kapital, das einem Private-Debt-Fonds zugesagt wird, nicht auf einmal, sondern über mehrere Jahre eingezahlt wird.

Umsetzung einer Private-Debt-Allokation

Wenn Anleger eine Zielallokation für Private Debt festgelegt haben, müssen sie sich überlegen, wie sie ein Private-Debt-Portfolio optimal strukturieren. Wie bei anderen Anlageklassen ist auch hier die Diversifizierung von entscheidender Bedeutung. Eine Investition in einen Private-Debt-Manager mit einem Portfolio von 20–35 Krediten ist kein optimaler Ansatz. Um das Diversifizierungspotenzial von Private Debt innerhalb eines Portfolios voll auszuschöpfen, sollten Anleger ihre Private-Debt-Investitionen idealerweise auf verschiedene Kreditarten, Manager, geografische Regionen, Währungen und Auflegungsjahre verteilen. Hierdurch wird das Gesamtrisiko, das sich aus einzelnen Risikofaktoren ergibt, gemindert und das Risiko-Rendite-Profil des Portfolios verbessert. Die Umsetzung einer Private-Debt-Allokation ähnelt eher der Umsetzung einer Private-Equity-Allokation als einer Allokation in traditionelle Anlageklassen, da der Private-Debt-Markt komplex und wenig transparent ist. Anders als bei herkömmlichen Anlageklassen stehen keine öffentlich zugänglichen Informationen zur Verfügung. Daher benötigen Anleger Ressourcen und ein gutes Beziehungsnetz, um mögliche Private-Debt-Manager genauer zu analysieren sowie eine quantitative und qualitative Due Dilligence durchzuführen.

Idealerweise sollte Folgendes abgedeckt werden:

- Anlagestrategie
- Erfahrung des Anlageteams
- Zugang des Fondsmanagers zu Transaktionen
- Kredit-Know-how und operative Erfahrung
- Erfolgsbilanz früherer Investitionen, einschliesslich Verlusten
- Fondsbedingungen und Übereinstimmung mit den Interessen der Anleger

Kapitalzusagen gegenüber einem Private-Debt-Fonds

Private-Debt-Fonds, die Investitionen in Europa tätigen wollen, sind in der Regel als geschlossene Kommanditgesellschaften strukturiert, bei denen der Fondsmanager neue Kapitalzusagen nur während des Fundraising-Zeitraums akzeptiert. Anleger sagen einer Kommanditgesellschaft Kapital zu, sind aber nicht in die Anlageentscheidungen eingebunden und geniessen eine beschränkte Haftung. Anleger müssen sich zudem auf die künftigen Anlageentscheidungen des Fondsmanagers verlassen, da der Fonds zu dem Zeitpunkt, zu dem der Anleger sein Kapital zusagt, üblicherweise noch keine Investitionen getätigt hat. Dieses Risiko wird auch als «Blind Pool»-Risiko bezeichnet.

Die wesentlichen Bedingungen der Gesellschaft sind im Kommanditgesellschaftsvertrag festgelegt, dem der Fonds unterliegt. Zu den wesentlichen Bedingungen gehört unter anderem Folgendes:

- Angestrebte Grösse des Fonds
- Laufzeit des Fonds
- Managementgebühr
- Vorzugsrendite/«Hurdle Rate»
- Performancegebühr/«Carried Interest»
- Bestimmungen zu Schlüsselpersonen

Der Private-Debt-Manager ist von der Gründung bis zur Auflösung für die Leitung der Kommanditgesellschaft verantwortlich. Anleger zahlen über einen Investitionszeitraum von in der Regel drei Jahren bis zur Höhe ihrer vorab gemachten Zusage abgerufenes Kapital in den Fonds ein. In der Regel ruft der Fondsmanager bei den Anlegern immer dann Kapital ab, wenn eine Investition finanziert werden soll. Zu Beginn der Laufzeit eines Fonds ist der Netto-Cashflow für Anleger negativ, wobei der Break-even-Punkt üblicherweise im siebten oder achten Jahr erreicht wird. Ausschüttungen an Anleger in den frühen Jahren des Bestehens eines Fonds werden aus den Transaktionsgebühren und Kuponzahlungen in Verbindung mit den Krediten gezahlt, die der Private-Debt-Fonds vergeben hat. Diese Ertragsausschüttungen beginnen in der Regel früh in der Laufzeit des Fonds und werden im Allgemeinen vierteljährlich

gezahlt. Grössere Ausschüttungen an Anleger erfolgen erst nach Ende des Investitionszeitraums, wenn die Kredite zurückgezahlt werden. Ausschüttungen werden so lange gezahlt, bis der letzte Kredit zurückgezahlt ist. Anschliessend wird der Fonds aufgelöst, was üblicherweise frühestens acht Jahre nach seiner Auflegung geschieht. Wie bei Private Equity lässt sich der genaue Zeitpunkt sowie die Höhe der Kapitalabrufe und der Ausschüttungen an Anleger nicht genau vorhersagen. Ein veranschaulichendes Beispiel für ein Cashflow-Profil eines Private-Debt-Fonds ist unten dargestellt.

Übliche Gebühren von Private-Debt-Fonds

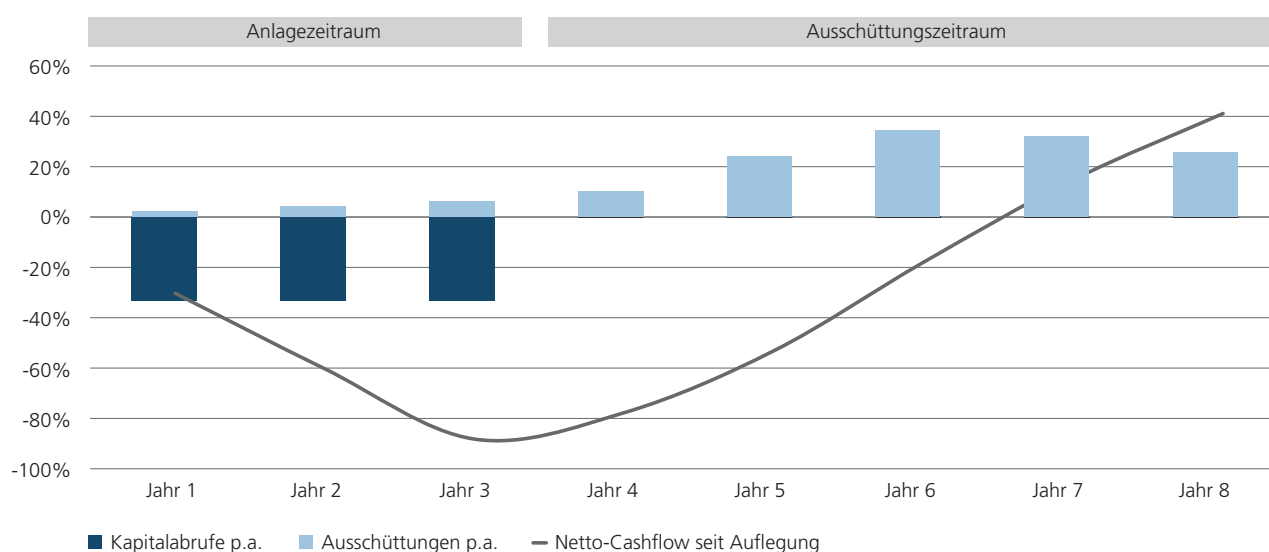
Wesentliche Gebühren eines Private-Debt-Fonds sind die Management- und die Performancegebühr, wobei die letztere Gebühr im Allgemeinen als «Carried Interest» bezeichnet wird. Die Managementgebühr hängt von der Art der Anlagestrategie ab, die ein Fonds verfolgt, liegt aber in der Regel bei ein bis zwei Prozent p.a., berechnet auf der Grundlage des zugesagten oder des investierten Kapitals. Nachdem ein Private-Debt-Fonds das gesamte Kapital, das er von den Anlegern abgerufen hat, zuzüglich einer vereinbarten Mindestrendite, die auch als «Hurdle Rate» oder «Vorzugsrendite» bezeichnet wird, zurückgezahlt hat, hat der Fondsmanager (General Partner) Anspruch auf einen Gewinnanteil (d.h. «Carried Interest»). Nach gängiger Marktpraxis liegt die Hurdle Rate üblicherweise bei fünf bis acht Prozent p.a. und der «Carried Interest» bei zehn bis 20 Prozent.

Performancemessung

Die beiden wichtigsten Masse, die für die Messung der Performance von Private-Debt-Anlagen herangezogen werden, sind der interne Zinsfuss (Internal Rate of Return, IRR) und die Investment Multiples. Der IRR eignet sich insbesondere für die Beurteilung der Performance von Private Debt, da er den zeitlichen Effekt von Cashflows erfasst. Der IRR ist der Diskontierungssatz, zu dem der Gegenwartswert aller Cashflows gleich Null ist. Neben der IRR sind Investment Multiples ein ergänzendes Mass für die Einschätzung der Performance einer Private-Debt-Investition. Die Multiples drücken den Wert der Anlagerendite für Anleger als Vielfaches der Kostenbasis aus, berücksichtigen aber nicht die zeitliche Verteilung von Cashflows. Die beiden am meisten verwendeten Multiples sind:

- D/PI (Distributions to paid-in Capital Ratio) – die Summe der erhaltenen Ausschüttungen in Relation zu dem bis dato in den Fonds eingezahlten Kapital.
- TV/PI (Total Value to paid-in Capital Ratio) – die Summe der erhaltenen Ausschüttungen und des nicht realisierten Werts in Relation zu dem bis dato in den Fonds eingezahlten Kapital.

Veranschaulichendes Beispiel – Cashflow-Profil eines Private-Debt-Fonds



Hauptrisiken

Vor der Entscheidung, in Private Debt zu investieren, sollten sich Anleger mit Anlagerisiken im Allgemeinen und mit den für Private Debt spezifischen Anlagerisiken auseinandersetzen. Private Debt weist eine Reihe von Risiken auf, die je nach Finanzierungsart und der Struktur einer Finanzierung sowie der Erfahrung des Fondsmanagers bei der Auswahl von Transaktionen sehr unterschiedlich sein können. Anleger sollten insbesondere mit Begriffen wie Illiquidität, Kreditrisiko und potenziellem Ausfall/Verlust, Zinsrisiko, mangelnder Transparenz und Ausfall der Kapitalzusagen vertraut sein.

Illiquidität

Private-Debt-Anlagen sind als illiquide Investitionen für langfristig orientierte Anleger gedacht, die eine Buy-and-hold-Strategie verfolgen. Die typische Laufzeit eines Private-Debt-Fonds beträgt acht bis zehn Jahre oder mehr. Da es keinen regulierten Markt für Private-Debt-Anlagen gibt, liegt die Rücknahme von zugesagtem Kapital oder der Verkauf von Anteilen an einem Private-Debt-Fonds in der Regel im Ermessen des Fondsmanagers. Die Machbarkeit und Attraktivität eines Verkaufs auf dem Sekundärmarkt fallen je nach Qualität des Fonds und den vorherrschenden Marktbedingungen sehr unterschiedlich aus. Es ist nicht ungewöhnlich, dass Verkäufer beim Verkauf von Anteilen an Private-Debt-Fonds auf dem Sekundärmarkt erhebliche Abschläge hinnehmen müssen. Anleger sollten sich des langen Zeithorizonts und des illiquiden Charakters der Anlageklasse Private Debt bewusst sein, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Kreditrisiko und potenzieller Ausfall/Verlust

Die meisten Private-Debt-Strategien haben kein Rating und erfüllen möglicherweise nicht die Kategorie «sehr gute bis gute Bonität». Je nach Kategorie kann das Kreditrisiko eines Private-Debt-Kredits niedriger oder höher sein als das öffentlicher Kredite mit ähnlichem Rating. Private-Debt-Kredite profitieren oft von strengeren Vertragsklauseln und einer ständigen Kreditüberwachung. Ein Private-Equity-Sponsoring kann zudem das Ausfallrisiko tendenziell mindern. Es besteht jedoch immer die Möglichkeit, dass das zugrunde liegende Unternehmen sich nicht wie erwartet entwickelt oder von globalen wirtschaftlichen Ereignissen beeinträchtigt wird, die sich seinem Einfluss entziehen.

Zinsrisiko

Die Risiken im Zusammenhang mit Zinsänderungen variieren bei unterschiedlichen Private-Debt-Strategien. Leveraged Loans haben variable Zinssätze, die mit den zugrunde liegenden Referenzzinssätzen wie dem LIBOR schwanken. Dies führt zu höheren Kuponzahlungen, wenn der Referenzzinssatz steigt, und zu entsprechend niedrigeren Kuponzahlungen, wenn der Referenzzinssatz fällt.

Mangelnde Transparenz

Es ist schwierig, vergleichbare Wertentwicklungsdaten für einzelne Private-Debt-Fonds zu erhalten, da Private-Debt-Fonds in der Regel nicht verpflichtet sind, ihre Performancezahlen offenzulegen. Detaillierte Informationen zur Performance erhalten gewöhnlich nur die Anleger des jeweiligen Private-Debt-Fonds. Dies macht einen Vergleich von Managern schwierig. Einige kommerzielle Research-Organisationen veröffentlichen Performancedaten, aber diese Zahlen sollten lediglich als Anhaltspunkt betrachtet werden.

Ausfall der Kapitalzusagen

Wenn ein Anleger Kapitalabrufen nicht nachkommt, führt dies wahrscheinlich zu Verlusten und Strafzahlungen. Gemäss der rechtlichen Dokumentation zu einem Private-Debt-Fonds darf der Manager in der Regel Kapitalabrufe tätigen, bis das gesamte zugesagte Kapital abgerufen ist. Wenn ein Anleger die geforderten Zahlungen nicht leistet, hat der Fondsmanager das Recht, dem Anleger zusätzliche Gebühren zu berechnen. Im Extremfall kann ein Anleger erhebliche Kapitalverluste erleiden.

Fazit

Private Debt hat sich in Europa als eigenständige Anlageklasse etabliert, da Anleger nach höheren Renditen, besserer Diversifizierung und geringerem Risiko suchen. Die Anlageklasse Private Debt hat in der Vergangenheit wettbewerbsfähige risikobereinigte Renditen generiert, was sie zu einer attraktiven Alternative zu herkömmlichen Anleihen- und Aktienanlagen macht. Das Anlegen in Private Debt erfordert ein langfristiges Engagement sowie die Bereitschaft, ein geringeres Mass an Liquidität und zum Teil unvorhersagbare Cashflows in Kauf zu nehmen. Zudem hängen die Renditen von Private Debt von der Möglichkeit ab, in die besten Private-Debt-Manager zu investieren. Denn zwischen Fonds im oberen und im unteren Quartil kann es erhebliche Renditeabweichungen geben. Angesichts der Komplexität des

Private-Debt-Marktes muss eine sorgfältige Due Diligence durchgeführt werden. Wenn man in geeignete Private-Debt-Manager investiert, kann diese Anlageklasse attraktive risikobereinigte Renditen liefern. In der folgenden Tabelle sind die wesentlichen Unterschiede zwischen Private Debt, Private Equity und Aktien aufgeführt.

Private Debt im Vergleich zu Private Equity und Aktien

Parameter	Private Debt	Private Equity	Aktien
Angebotsart	Geschlossen	Geschlossen	Offen
Anlagehorizont	< 10 Jahre	> 10 Jahre	Keiner
Markt	Privatplatzierung	Privatplatzierung	Börse
Mindestanlage	Hoch	Hoch	Keine/niedrig
Investitionsstrategie	Halb aktiv	Aktiv	Passiv
Transparenz der zugrunde liegenden Vermögenswerte	Niedrig/beschränkt	Niedrig/beschränkt	Hoch
Anzahl der zugrunde liegenden Vermögenswerte pro Fonds	20–35	8–12	Unterschiedlich
Kapitalverwendung	Schrittweise über mehrere Jahre	Schrittweise über mehrere Jahre	Immer vollständig investiert
Barrendite	Vierteljährliche Kuponzahlungen in bar	Keine	Mögliche jährliche Dividende
Preise	Vierteljährliche Bewertungen	Vierteljährliche Bewertungen	Kontinuierlich
Preisvolatilität	Tief	Tief	Hoch
Realisierung	Rückzahlung der Darlehen im Zuge eines Exit-Ereignisses	Beteiligung wird verkauft oder an eine Börse gebracht	Aktien an Börsen verkauft

Glossar

Ausfall

Ein Ereignis, bei dem ein Kreditnehmer bestimmte in seinem Kreditvertrag vereinbarte Vorgaben nicht einhält. Hierbei kann es sich um nicht wie vereinbart bereitgestellte Informationen, die Nichteinhaltung bestimmter Finanzkennzahlen oder nicht geleistete Zahlungen von Zinsen oder Kapital zum vereinbarten Zeitpunkt handeln.

Ausschüttung

Barmittel, die an die Anleger eines Private-Debt-Fonds ausgezahlt werden.

Business Development Company (BDC)

Ein börsennotiertes Vehikel, das in den USA genutzt wird, um in Private Debt zu investieren. BDCs bieten ihren Anteilsinhabern Zugang zu Private Debt bei täglicher Liquidität. In Europa gibt es kein vergleichbares Modell, was auf die wenig einheitlichen rechtlichen, regulatorischen und kulturellen Rahmenbedingungen zurückzuführen ist.

Buyout

Eine Transaktion, in deren Rahmen ein Geschäft, eine Geschäftseinheit oder ein Unternehmen von den aktuellen Anteilsinhabern gekauft wird.

Catch-up

Nachdem ein Private-Debt-Fonds das von den Anlegern abgerufene Kapital und die Vorzugsrendite zurückgezahlt hat, beginnt für den Fonds gewöhnlich eine Catch-up-Periode. In dieser Zeit erhält der Fondsmanager den Grossteil oder die Gesamtheit der Gewinne, die der Fonds erzielt hat, bis die vereinbarte Gewinnbeteiligungsschwelle («Carried Interest») erreicht ist.

Commitment Period

Zeitraum, in dem ein Fonds Investitionen tätigen kann.

Distributions to paid-in Capital (D/PI)

Ausschüttungen, die in Relation zu dem in einen Fonds eingezahlten Kapital vorgenommen werden.

Equity Kicker

Ein Eigenkapitalanreiz, der in Kombination mit privat platzierten nachrangigen Darlehen oder Mezzanin-Darlehen geschaffen wird, um die Rendite für den Kreditgeber zu verbessern.

Gewinnbeteiligung

Gewinnanteil, auf den ein Fondsmanager Anspruch hat, nachdem er den Investoren die Kosten der Anlagen zurückgezahlt hat, zuzüglich einer festgelegten Vorzugsrendite. Gewöhnlich als Prozentsatz des Gesamtgewinns eines Fonds ausgedrückt.

Interne Verzinsung (Internal Rate of Return oder IRR)

Der Abzinsungsfaktor, bei dessen Verwendung der aktuelle Wert der künftigen Kapitalströme einer Investition den ursprünglichen Kosten der Investition entspricht. Es wird bestimmt, wann der Nettowert der Kapitalabflüsse (Investitionskosten) und die Kapitalzuflüsse (Ertrag der Investition) null beträgt. In diesem Fall entspricht der Abzinsungsfaktor der internen Verzinsung.

Kapitalabruf

Teil des zugesagten Kapitals, der von einem Private-Debt-Fonds für Investitionen und zur Zahlung der Verwaltungsgebühren sowie sonstiger Kosten abgerufen wird.

Kapitalzusage

Die Verpflichtung eines Anlegers, einen bestimmten Betrag in den Fonds einzuzahlen.

Fondsmanager (General Partner, GP)

Der aktive General Partner eines Limited Partnerships (die meistverbreitete Form eines Private-Debt-Fonds), der die Tagesgeschäfte des Fonds führt, der Fondsmanager.

Leveraged Loan

Ein besichertes Darlehen, das an ein Unternehmen vergeben wird, das kein Investment-Grade-Rating besitzt. Der Kuponsatz ist in der Regel variabel.

Mezzanine-Darlehen

Ein nachrangiges Darlehen, das in der Kapitalstruktur einem vorrangigen Darlehen untergeordnet ist. Mezzanine-Darlehen haben höhere Zinssätze zum Ausgleich des höheren Risikos.

Mid-Market

Markt der Unternehmen mit einem Wert von bis zu 500 Millionen EUR, wobei diese Definition nach geografischen Regionen erheblich schwanken kann.

Nachrangige Schulden

Ein Darlehen, das im Hinblick auf Ansprüche auf die Vermögenswerte oder Gewinne eines Unternehmens im Rang hinter anderen Ausleihungen steht.

Optionsschein

Eine Option verleiht ihrem Inhaber das Recht, Anteile eines Unternehmens zu einem festgelegten Preis zu kaufen.

Paid-in Capital (PI)

Betrag des zugesagten Kapitals, den der Anleger tatsächlich in einen Private-Debt-Fonds eingezahlt hat.

Payment-in-kind (PIK)

Eine Form der Zinszahlung, bei der die Zinsen in Kapital des Darlehens umgewandelt werden, um die Cashflow-Last der Schulden für den Kreditnehmer zu verringern.

Second Lien

Ein Darlehen, bei dem der Darlehensgeber bei einem Ausfall im zweiten Rang steht.

Total Value to paid-in Capital (TV/PI)

Summe der erhaltenen Ausschüttungen und des nicht realisierten Werts in Relation zu dem in einen Fonds eingezahlten Kapital.

Vorzugsrendite

Mindestbetrag der Rendite, die an Anleger ausgeschüttet werden muss, bevor der Private-Debt-Manager Anspruch auf Gewinnbeteiligung hat. Wird auch als «Hurdle Rate» bezeichnet.

LGT Capital Partners AG

Schützenstrasse 6
 CH-8808 Pfäffikon
 Tel. +41 55 415 96 00
 Fax +41 55 415 96 98

LGT Capital Partners (USA) Inc.

1133 Avenue of the Americas
 New York, NY 10036
 Tel. +1 212 336 06 50
 Fax: +1 212 336 06 99

LGT Capital Partners (Ireland) Ltd.

Third floor
 30 Herbert Street
 Dublin 2
 Tel. +353 1 433 74 20
 Fax +353 1 433 74 25

LGT Capital Partners (U.K.) Ltd.

35 Dover Street
 London W1S 4NQ
 Tel. +44 20 7529 0960
 Fax +44 20 7529 0979

LGT European Capital Ltd.

37 Avenue Pierre 1er de Serbie
 75008 Paris
 Tel. +33 1 40 68 06 66
 Fax +33 1 40 68 06 88

LGT Capital Partners (FL) Ltd.

Herrengasse 12
 FL-9490 Vaduz
 Tel. +423 235 25 25
 Fax +423 235 25 00

LGT Capital Partners (Dubai) Limited

Office 7, Level 3, Gate Village 10
 Dubai International Financial Centre
 PO Box 125115
 Dubai, United Arab Emirates
 Phone +971 4 401 9900
 Fax +971 4 401 9991

**LGT Investment Consulting
(Beijing) Ltd.**

Suite 1516, 15th Floor
 China World Tower 1
 No. 1 Jianguomenwai Avenue
 Chaoyang District
 Peking, VR China 100004
 Tel. +86 10 5737 2502
 Fax +86 10 5737 2627

**LGT Capital Partners
(Asia-Pacific) Ltd.**

Suite 4203 Two Exchange Square
 8 Connaught Place
 P.O. Box 13398
 Central Hongkong, HK
 Tel. +852 2522 2900
 Fax +852 2522 8002

LGT Capital Partners (Japan) Co., Ltd.

17th Floor Stage Building
 2-7-2 Fujimi, Chiyoda-ku
 102-0071 Tokio
 Tel. +81 3 6272 6442
 Fax +81 3 6272 6447

**LGT Capital Partners
(Australia) Pty Limited**

Level 36 Governor Phillip Tower
 1 Farrer Place
 Sydney NSW 2000
 Tel. +61 414 375 513

Disclaimer

Dieses Marketingmaterial wurde von der LGT Capital Partners und / oder mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend "LGT CP") mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die LGT CP gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die in diesem Marketingmaterial geäusserten Meinungen sind diejenigen der LGT CP zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Das Marketingmaterial dient ausschliesslich In-

formationszwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Dienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Hinzunahme eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Dieses Marketingmaterial darf ohne schriftliche Genehmigung der LGT CP weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden. Es richtet sich nicht an Personen, deren Nationalität oder

Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Dieses Marketingmaterial oder Kopien davon dürfen weder in die Vereinigten Staaten noch an US-Personen gesendet, überbracht oder verteilt werden. Mit jeder Anlage sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragschwankungen verbunden. Bei Fremdwährungen besteht zusätzlich das Risiko, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verliert. Zu beachten ist, dass historische Renditeangaben und Finanzmarktszenarien keine Garantie für zukünftige Ergebnisse sind. © LGT Capital Partners 2018. Alle Rechte vorbehalten.



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Private Infrastructure



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Capital Dynamics

Erneuerbare Energien:
attraktiv auch ohne Subventionen



Capital Dynamics is an independent global asset management firm focusing on private assets including private equity, private credit, clean energy infrastructure and clean energy infrastructure credit. Capital Dynamics offers a diversified range of tailored offerings and customized solutions for a broad, global client base, including corporations, family offices, foundations and endowments, high net worth individuals, pension funds and others. The firm oversees more than USD 16 billion in assets under management and advisement. Capital Dynamics' roots go back to 1988, the year our predecessor (Westport Private Equity) was founded in the UK. Our headquarters were established in Zug, Switzerland in 1999. The firm employs approximately 160 professionals globally and maintains offices in New York, London, Tokyo, Hong Kong, San Francisco, Munich, Milan, Birmingham, Dubai and Seoul. In 2019, Capital Dynamics was awarded the highest corporate rating (A+) from the UN-supported Principles for Responsible Investment, while the firm's clean energy infrastructure platform received top rankings from GRESB (the ESG benchmark for real assets) for commitment to sustainability. For more information, please visit: www.capdyn.com.

NOVEMBER 2019

ERNEUERBARE ENERGIE: ATTRAKTIV AUCH OHNE SUBVENTIONEN

DAS ENDE DER SUBVENTIONEN

Projekte im Bereich der erneuerbaren Energien erzielen, wie traditionelle Kraftwerke, Einnahmen durch den Verkauf des von ihnen erzeugten Stroms. Die Strommarktpreise können jedoch, wie die Preise anderer gehandelter Rohstoffe, volatil sein. Die dadurch bestehenden Risiken für die Ertragsströme bei einer langfristigen Investition in diese Infrastrukturklasse könnten risikoaverse Anleger abschrecken. Regierungen auf der ganzen Welt haben jedoch private Investitionen in Infrastruktur für erneuerbare Energien aktiv unterstützt wegen der naturgemäss CO₂-armen Erzeugung von

elektrischer Energie aus erneuerbaren Quellen und der zunehmenden geopolitischen Vorteile einer Nutzung dieser Ressourcen. Sie wollten die heimischen Energiequellen erschliessen durch eine Reihe von Subventionsmechanismen, die die Unsicherheit der Investoren bezüglich ihrer künftigen Erträge mindern.

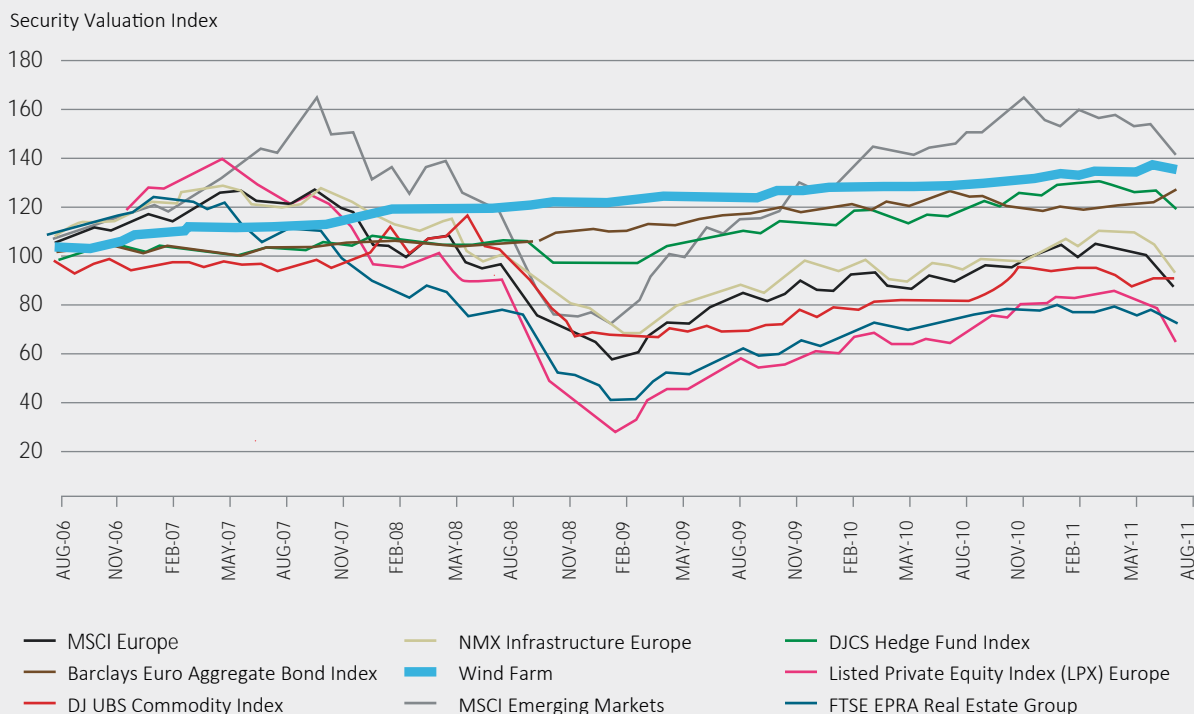
In Europa haben die Subventionen für erneuerbare Energien in der Regel die Form von inflationsgeschützten Einspeisevergütungen (Feed-in-Tariffs, FiTs) oder handelbaren Zertifikaten

für erneuerbare Energien (Renewable Energy Certificates, RECs). Bei Projekten zur Nutzung erneuerbarer Energien wird somit eine staatlich geförderte Festpreisvergütung für jede erzeugte Einheit Strom (oder Megawattstunde, MWh) in den ersten fünfzehn bis zwanzig Jahren ab Betriebsaufnahme der Anlage gewährt.

Folglich haben qualitativ hochwertige erneuerbare Energieanlagen einem Investmentportfolio bis zu einem gewissen Grad eine unkorrelierte, liquiditätswirksame Stabilität verliehen. Die geringe makroökonomische Korrelation der erneuerbaren Energien wird deutlich am Beispiel eines deutschen Onshore-Windparks während der Finanzkrise 2008, wie in **Abbildung 1** dargestellt.

**„WEGEN DER NATURGEMÄSS
CO₂-ARMEN ERZEUGUNG VON
ELEKTRISCHER ENERGIE AUS
ERNEUERBAREN QUELLEN UND DER
ZUNEHMENDEN GEOPOLITISCHEN
VORTEILE EINER NUTZUNG DIESER
RESSOURCEN IM INLAND HABEN
REGIERUNGEN AUF DER GANZEN
WELT PRIVATE INVESTITIONEN IN
INFRASTRUKTUR FÜR ERNEUERBARE
ENERGIEN AKTIV UNTERSTÜTZT.“**

ABBILDUNG 1: PERFORMANCE EINES ONSHORE-WINDPARKS GEGENÜBER AUSGEWÄHLTEN ANLAGEKLASSEN WÄHREND DER FINANZKRISE 2008¹



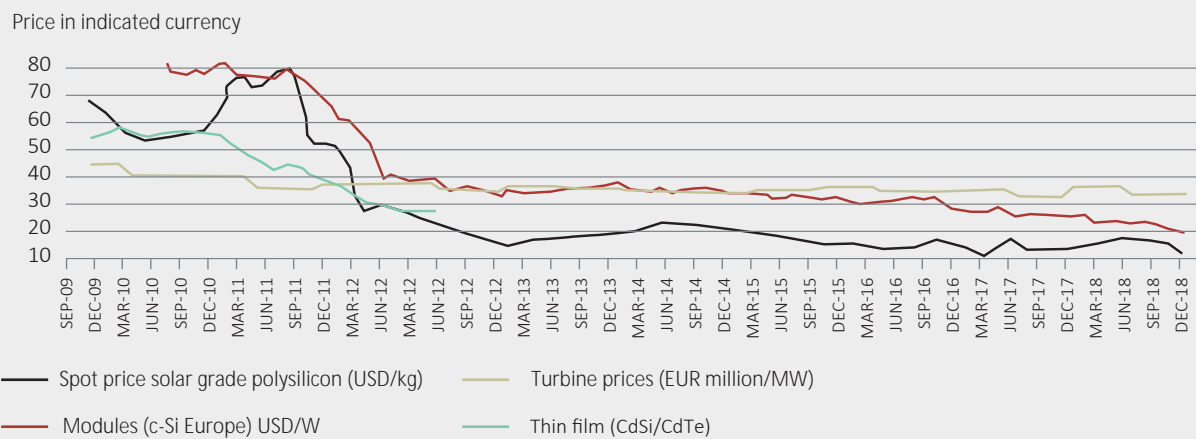
Quelle: *Portfolio Institutionell Magazine*

¹ Quelle: *Portfolio Institutionell*, Allianz Capital Partners (2012). Vergangene und prognostizierte Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator oder Garant für zukünftige Ergebnisse.

Diese globale staatliche Unterstützung für erneuerbare Energien hat in den letzten fünfzehn Jahren zu einem enormen Wachstum der Branche geführt, so dass sie nun einen Punkt relativer Reife erreicht hat. Skaleneffekte und die

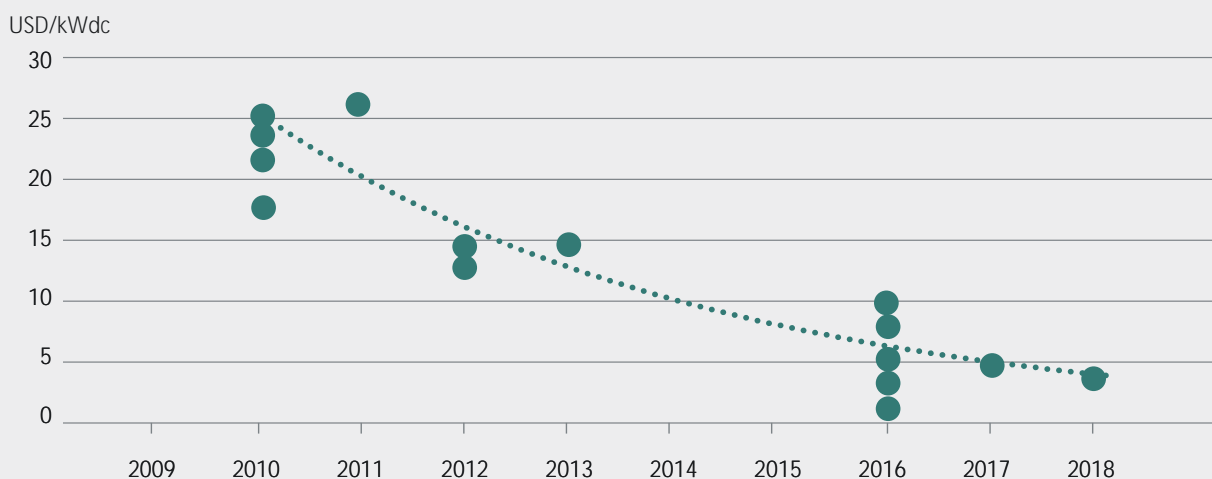
Konsolidierung der gesamten Branche mit ihren Wertschöpfungsketten haben zu erheblichen Einsparungen bei den Kosten dieser Technologie geführt, wie in **Abbildung 2** und **Abbildung 3** dargestellt.

ABBILDUNG 2: KOSTEN FÜR ERNEUERBARE TECHNOLOGIEN IM ZEITABLAUF²



Quelle: Bloomberg New Energy Finance

ABBILDUNG 3: BEOBACHTETE BETRIEBSKOSTEN IM SOLARBEREICH, 2009-2019³



Quelle: Capital Dynamics

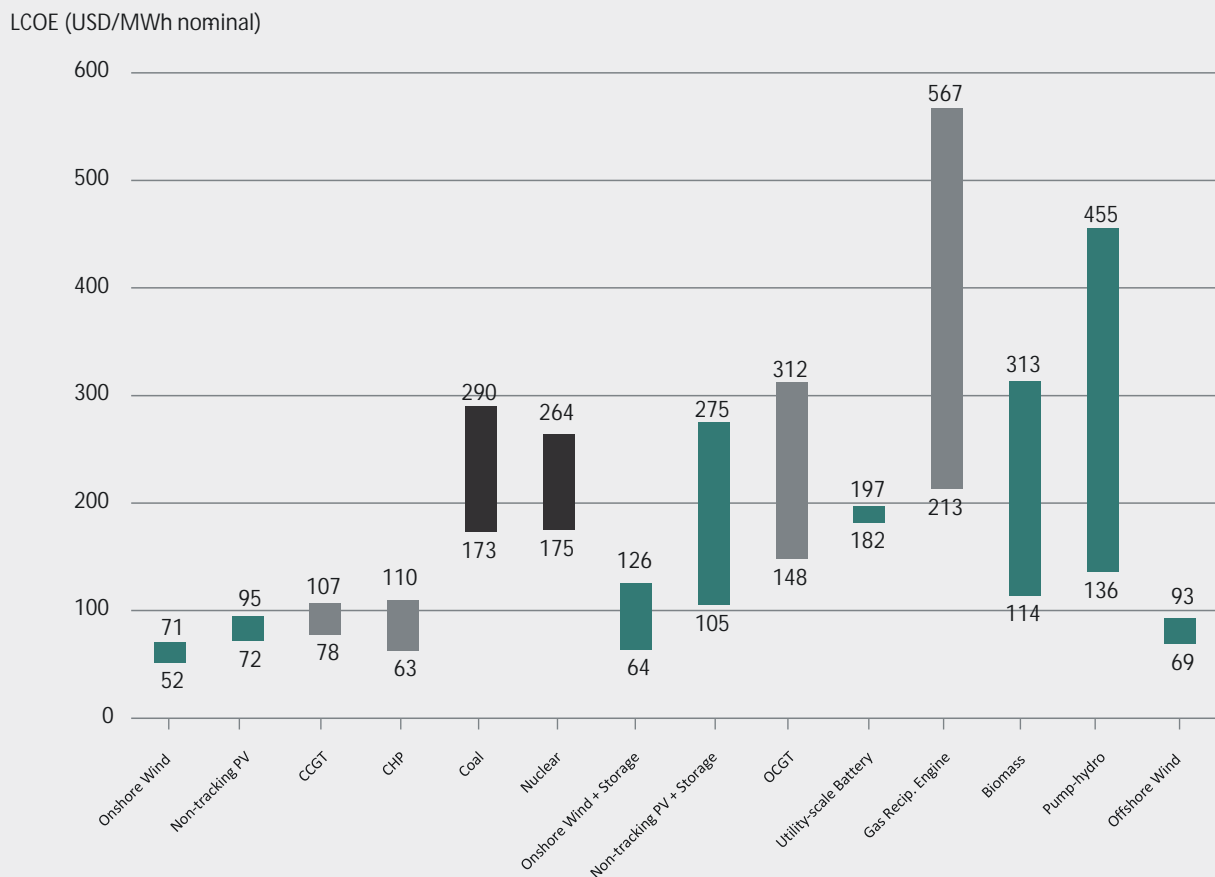
²Quelle: "Solar Modules to Get Even Cheaper and More Efficient." Bloomberg New Energy Finance. May 30, 2017.

³Quelle: eigene Daten von Capital Dynamics' Clean Energy Infrastructure (CEI), basierend auf aktuellen und früheren Solarinvestments.

Dies ist von grosser Bedeutung, denn nun können nichtsubventionierte erneuerbare Energieanlagen an ausgewählten Standorten mit einem hohen Wind- oder Sonnenscheinanteil mit konventionellen Infrastrukturen zur Stromerzeugung aus fossilen Brennstoffen konkurrieren, wenn man das branchenübliche Mass „Levelized cost of energy“ (LCOE) heranzieht wie in **Abbildung 4** dargestellt⁴:

„AN AUSGEWÄHLTEN STANDORTEN MIT HOHEM WIND- UND SONNENSCHINANTEIL KÖNNEN NICHTSUBVENTIONIERTER ERNEUERBARE ENERGIEN NUN MIT KONVENTIONELLEN INFRASTRUKTUREN ZUR STROMERZEUGUNG AUS FOSSILEN BRENNSTOFFEN KONKURRIEREN.“

ABBILDUNG 4: NIVELLIERTE KOSTEN (BANDBREITE) FÜR DIE ENTWICKLUNG NEUER ANLAGEN UNTERSCHIEDLICHSTER ENERGIEARTEN (USD/MWH)⁵



Quelle: Bloomberg New Energy Finance

⁴„Levelized Cost of Energy“ ist der Nettobarwert der Stromstückkosten über die Lebensdauer eines Kraftwerks. Er wird oft als Schätzung für den Durchschnittspreis herangezogen, den die Anlage auf einem Markt erhalten muss, um während ihrer Lebensdauer die Gewinnschwelle zu erreichen.

⁵Levelised Cost of Energy Comparison and Visualisation. 1H 2019 LCOE Global Report. Bloomberg New Energy Finance.

Angesichts des Rückgangs sowohl der Technologiekosten als auch der laufenden Kosten - insbesondere für den Bau und Betrieb von Wind- und Solaranlagen - haben die Regierungen damit begonnen, Subventionen für erneuerbare Stromerzeugung in ganz Europa abzubauen. Das bedeutet, dass nichtsubventionierte Projekte im Bereich erneuerbarer Energien nun sowohl untereinander als auch mit konventionellen Kraftwerken konkurrieren müssen, um neue Stromkapazitäten bereitzustellen. Somit entscheidet auf der Einnahmenseite allein der Großhandelspreis für Strom als Signal des Marktes, ob ein neues

Projekt sich lohnt. Ohne öffentliche Unterstützung oder kommerzielle Strukturierung sind Projekte der Volatilität der Stromgrosshandelspreise ausgesetzt, was einige risikoaverse Kapitalquellen (Bankschulden und billiges institutionelles Geld) von Investitionen in den Sektor abhalten kann. Erfahrene Investoren vor Ort, wie beispielsweise das Capital Dynamics Clean Energy Infrastructure Team (CEI), sind jedoch in der Lage, den Stromverkauf aus ausgewählten regenerativen Projekten so zu strukturieren, dass das Risiko- und Ertragsprofil dem der bisherigen, subventionierten Welt entspricht.⁶

STROMABNAHMEVERTRÄGE IN EINER SUBVENTIONSFREIEN WELT

Der Schlüssel zur Etablierung langfristiger Festpreiseinnahmen für ein Projekt im Bereich erneuerbarer Energien in einer subventionsfreien Welt liegt in der kommerziellen Gestaltung des Stromabnahmevertrags (Power Purchase Agreement, PPA), der zwischen dem Projekt und den potenziellen Stromabnehmern geschlossen wird. Es gibt im Wesentlichen drei Hauptklassen dieser langfristigen Leistungsabnehmer:

- i. **Energieversorger** wie RWE und Statkraft, die erneuerbaren Strom kaufen und an ihre Kunden liefern. Sie bieten in der Regel einen bis zu 15 Jahre laufenden Vertrag an, um 100% des aus einem Projekt für erneuerbare Energien erzeugten Stroms zum jeweils aktuellen Großhandelspreis abzüglich einer kleinen Gebühr zu erwerben. In einigen Fällen bieten sie einen Grundpreis für den Strom an, den sie für die Dauer des Vertrages erwerben;
- ii. **Handelsplattformen und virtuelle Kraftwerke** versuchen typischerweise, den Strom auf Spot- und Terminmärkten zu handeln. Einzelne Unternehmen aus diesem Käufersegment bieten Festpreise für 100% der erzeugten Energie eines Projekts über einen Zeitraum von 5-8 Jahren an;
- iii. **Industrieunternehmen** streben 10- bis 20-jährige Festpreisverträge mit Projekten im Bereich der erneuerbaren Energien an, um ihre Ziele für Corporate Social Responsibility (CSR) zu erreichen und ihre langfristigen Strompreise abzusichern. Diese Art von Käufern ist der Schlüssel zur neuen Welt der Energieinvestitionen und wird im Folgenden näher erläutert.

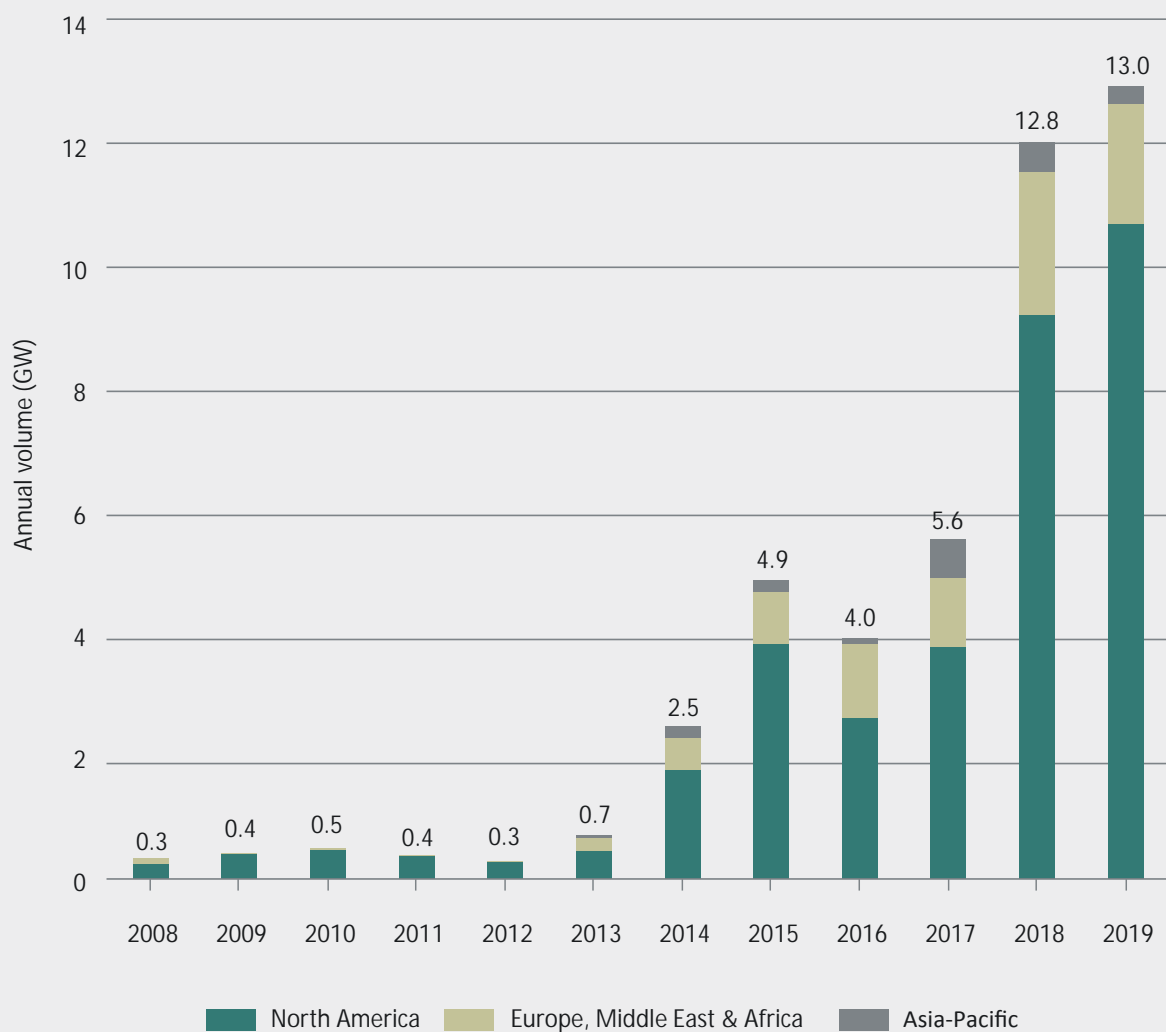
„DER SCHLÜSSEL ZUR ETABLIERUNG LANGFRISTIGER FESTPREISEINNAHMEN FÜR EIN PROJEKT IM BEREICH ERNEUERBARER ENERGIEN IN EINER SUBVENTIONSFREIEN WELT LIEGT IN DER KOMMERZIELLEN STRUKTURIERUNG DES STROMABNAHMEVERTRAGS (PPA), DER ZWISCHEN DEM PROJEKT UND DEN POTENZIELLEN STROMABNEHMERN GESCHLOSSEN WIRD.“

⁶ Das CEI-Team kann auf eine lange Erfolgsgeschichte bei der Aushandlung von PPAs für die zugrunde liegenden erneuerbaren Energien zurückblicken. Im Jahr 2017 einigte sich das Team auf einen Vertrag mit Switch zur Stromabnahme aus einem Portfolio von Solarprojekten in den USA
<https://www.capdyn.com/media-events/pressreleases/switch-announces-rob-roy-s-gigawatt-nevada-the-largest-solar-project-in-the-united-states>

PPA-TREIBER IM UNTERNEHMEN

In den vergangenen fünf Jahren gab es eine wachsende Nachfrage von globalen Unternehmen, langfristige PPAs mit Projekten im Bereich erneuerbarer Energien zu unterzeichnen. Die Entwicklung der PPA-Transaktionen von Unternehmen in den letzten Jahren ist in **Abbildung 5** dargestellt.⁷

**ABBILDUNG 5:
IM RAHMEN BETRIEBLICHER PPAS KONTRAHIERTE GIGAWATT-KAPAZITÄTEN SEIT 2008**



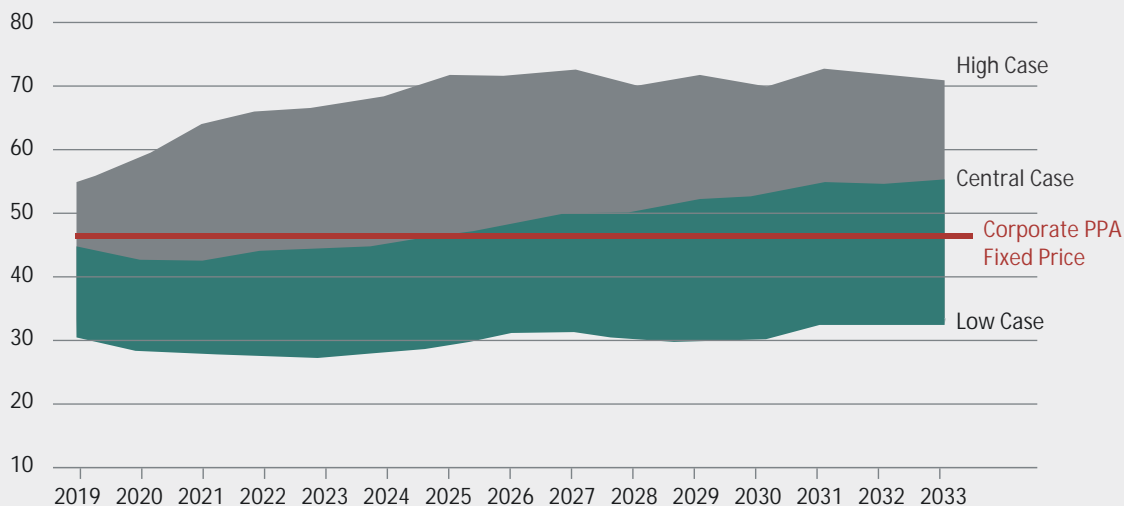
Quelle: Bloomberg New Energy Finance

⁷ Quelle: Bloomberg NEF. Hinweis: Die Daten reichen bis zum 7. Oktober 2019. Vor-Ort-PPAs sind nicht enthalten. Die APAC-Angabe ist eine Schätzung. PPAs in Mexiko vor der dortigen Marktreform sind nicht enthalten. Diese Zahlen können sich ändern und können aktualisiert werden, wenn weitere Informationen zur Verfügung gestellt werden.

Getrieben wird die Entwicklung durch eine Kombination verschiedener Faktoren:

- i. **Der Wunsch oder der Zwang einzelner Grossverbraucher, für einen CO2-Ausgleich zu sorgen.** Eine Reihe von Grossunternehmen auf der Welt wie Apple, Facebook, General Motors und Vodafone haben sich dem RE100-Club angeschlossen, in dem sich Unternehmen öffentlich das Ziel gesetzt haben, 100% ihres weltweiten Strombedarfs aus erneuerbaren Quellen zu decken. Eine Reihe dieser Unternehmen hat bereits langfristige PPAs mit Projekten im Bereich der erneuerbaren Energien in Europa und Nordamerika abgeschlossen.
- ii. **Der gestiegene Energiebedarf.** Insbesondere im Technologie- und IT-Sektor streben Unternehmen zunehmend danach, Strom direkt vom Erzeuger und nicht über traditionelle Versorgungswege zu kaufen, um dadurch die Kosten des Zwischenhandels zu minimieren.
- iii. **Preisvolatilität auf den Strommärkten.** Um die Volatilität ihrer Betriebskosten zu minimieren, versuchen Unternehmen immer stärker, ihre Stromkosten langfristig abzusichern. Dies betrifft in der Regel eine Zeitspanne von 10 bis 20 Jahren. Darüber hinaus können Unternehmen, wenn sich Projekte im Bereich erneuerbarer Energien mit kommerziell nutzbarer Batteriespeichertechnologie kombinieren lassen, ihre Abhängigkeit von Spitzenstrompreisen zu bestimmten Tageszeiten verringern. Denn Speicherkapazitäten ermöglichen es zu steuern, wann Strom ins Netz geliefert wird – jederzeit und nicht nur dann, wenn der Wind weht oder die Sonne scheint. **Abbildung 6** verdeutlicht den Unterschied bei den zukünftigen Strompreisen eines regenerativen Erzeugers mit und ohne betriebliche PPA in realen Werten.

ABBILDUNG 6: PROGNOSE DER STROMPREISE UND SPREADS IN UK VON HÄNDLERN GEGENÜBER DEM PPA-FESTPREIS EINES UNTERNEHMENS (£/MWH, REAL 2017) ⁸



Quelle: Poyry Consulting

⁸ Poyry Consulting Q2 2018 Forecast GB Power Prices – High, Central and Low Case forecasts. Der betriebliche PPA-Preis basiert auf den Marktkennntnissen des CEI-Teams und tatsächlichen Transaktionen aus der jüngeren Vergangenheit.

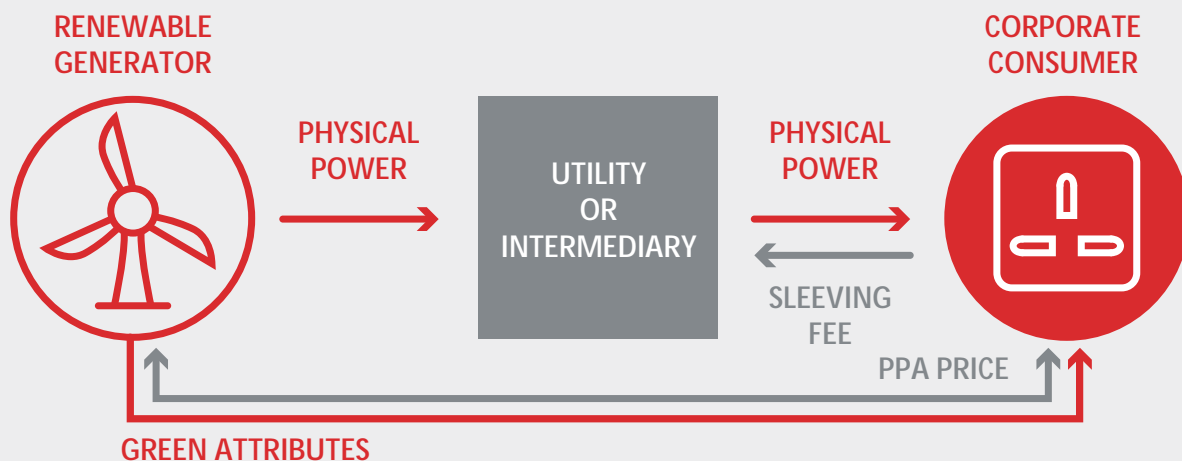
PPA-STRUKTUREN FÜR UNTERNEHMEN

PPAs für Unternehmen gibt es in verschiedenen Formen. Direkte, so genannte netzferne Einrichtungen (off-grid), bei denen der Stromerzeuger über eine private Leitung Energie direkt an das Unternehmen als Endverbraucher liefert, sind möglich, aber selten. Diese Vereinbarungen erfordern in der Regel, dass das Kraftwerk und der Endverbraucher geografisch nahe beieinander liegen, um die Kosten für den Bau der privaten Verbindung so gering wie möglich zu halten. Typischerweise treffen Projekte und Unternehmen stattdessen inflationsgeschützte Festpreisvereinbarungen miteinander unter Zwischenschaltung eines Energieversorgers. Zwei dieser Strukturen werden im Folgenden erläutert:

A. Back-to-back PPAs

Bei Back-to-Back-Vereinbarungen (auch sleeved-Vereinbarungen genannt) werden zeitgleich zwei separate PPAs durch einen einzigen Versorger geschlossen, und zwar mit dem Stromerzeuger einerseits (von dem er die Energie kauft) und dem gewerblichen Verbraucher andererseits (an den er die Energie verkauft). Der gewerbliche Verbraucher zahlt dem Versorgungsunternehmen eine kleine Gebühr für die Vermittlung des Handels. Der Erzeuger und der gewerbliche Verbraucher vereinbaren einen Preis für jede erzeugte MWh Strom und die Zahlungen werden direkt vom Unternehmen an die Erzeuger geleistet. Bei dieser Regelung wird sichergestellt, dass alle mit dem Strom verbundenen Umweltrechte aufgrund des Nachweises, dass die Stromeinheit aus einem Kraftwerk für erneuerbare Energien stammt, auf den Verbraucher übertragen werden.

ABBILDUNG 7: STRUKTURDIAGRAMM EINES BACK-TO-BACK-PPAS

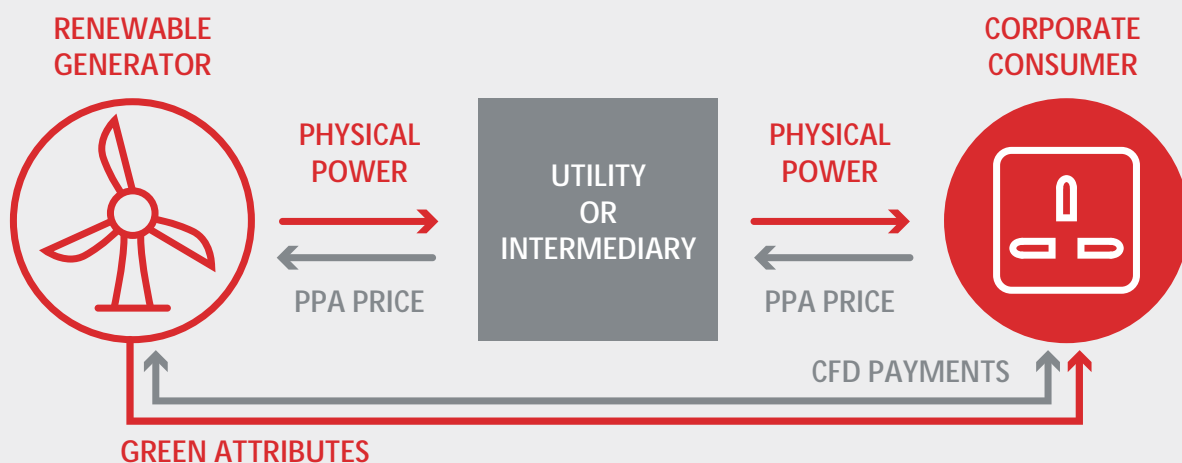


Quelle: Capital Dynamics

B Synthetische PPAs

Ein synthetisches PPA stellt eine Form des Differenzvertrags (CfD) dar zwischen dem Stromerzeuger und dem Firmenkunden. Sowohl Erzeuger als auch Verbraucher schliessen mit dem Energieversorger traditionelle Abnahme- und Lieferverträge ab. Im Rahmen des separaten Finanzkontrakts vereinbaren die beiden Parteien jedoch einen festen Ausübungspreis für den Verkauf bzw. Kauf von Strom, wobei die Zahlungsströme durch den Vergleich dieses Ausübungspreises mit einem Marktreferenzpreis bestimmt werden. Liegt der Marktbezugspreis über dem Ausübungspreis, zahlt der Stromerzeuger die Differenz an den Käufer. Wenn der Marktbezugspreis niedriger ist, zahlt der Käufer die Differenz an den Stromerzeuger. Solche PPAs beinhalten nicht die physische Lieferung des produzierten Stroms an den Käufer oder dessen Stromhändler. Diese Regelung stellt aber ebenfalls sicher, dass alle Umweltrechte im Zusammenhang mit der Stromübertragung auf den Verbraucher übergehen.

ABBILDUNG 8: STRUKTURDIAGRAMM EINES SYNTHETISCHEN PPAS



Quelle: Capital Dynamics

Im Vereinigten Königreich wird hauptsächlich die synthetische PPA-Struktur genutzt, weil sie als flexibler und effizienter angesehen wird, wenn mehrere Transaktionen unterschiedlichen Volumens mit demselben Erzeuger und Abnehmer durchgeführt werden sollen.

INVESTITIONEN IN PROJEKTE DER ERNEUERBAREN ENERGIEN MIT UNTERNEHMENS-PPAS

Die Strukturierung von Investitionen in Projekte im Bereich erneuerbarer Energien mit Unternehmens-PPAs ist sehr komplex. In der Regel muss ein Manager eine Reihe von Einzelbausteinen

zusammenfügen, um eine kommerzielle Struktur zu schaffen, die dem Investor die langfristig angestrebten festen Erträge bietet. Dabei geht es um folgende Komponenten:

Wesentliche Komponenten	Beschreibung	Komplexität und nötige Erfahrung	Steuerungsmethoden für erneuerbare Energien von höchster Qualität
Beziehung zu Entwicklern	Projekte im Bereich erneuerbarer Energien, von der späten Entwicklungsphase bis zum operativen Betrieb, werden meist in sehr diskreten Prozessen verkauft.	Hoch	Verkäufer von Projekten im Bereich erneuerbarer Energien beschränken den Zugang oft auf zuvor akkreditierte Käufer, die über einen Track Record bei der Durchführung von Transaktionen verfügen. Mit wachsendem Druck zur Minimierung der Transaktionskosten konzentrierten sich die Verkäufer zunehmend auf den Aufbau bilateraler Beziehungen und das Abwickeln sehr begrenzter Prozesse, um Transaktionskosten möglichst zu vermeiden und den Aufwand beim Verkauf von Assets gering zu halten.
Fähigkeit, optimale Projekte zu identifizieren	Projekte müssen so schlank wie möglich sein, um attraktive Investorenrenditen zu einem wettbewerbsfähigen PPA-Preis zu erzielen. Projekte erfordern eine hohe Produktion bei niedrigen Investitionskosten (capex) und niedrigen Betriebskosten (opex).	Hoch	Effiziente Deal-Sourcing-Prozesse an Standorten mit starkem Wind oder hoher Sonneneinstrahlung sind entscheidend, ebenso gute Beziehungen zu den besten Entwicklern in Grossbritannien, Irland und Skandinavien für Wind sowie Spanien, Italien und Portugal für Solar. Erfahrung in der Beurteilung des Umfangs und der Variabilität von Energiequellen ist ebenfalls entscheidend – eine hohe durchschnittliche Windgeschwindigkeit führt nicht unbedingt zu einem erfolgreichen Projekt, wenn der Wind stark schwankt.
Beziehungen zu Stromabnehmern	Zahlungskräftige Unternehmen mit Investment Grade gehen als Käufer langfristige PPA-Beziehungen nur mit erfahrenen und seriösen Stromanbietern ein.	Hoch	Der Abschluss von PPA-Geschäften mit Unternehmen auf der Gegenseite erfordert, dass die Projektgesellschafter über gut ausgebaute und etablierte Netzwerke verfügen. Angesichts der Dauer der Vereinbarung werden Unternehmen sicherstellen wollen, dass sie mit renommierten Eigentümern erneuerbarer Energieanlagen zusammenarbeiten, die über die richtigen Qualifikationen für den Aufbau und Betrieb einer zuverlässigen Infrastruktur von hoher Qualität verfügen.
Verhandlungserfahrung bei PPAs	Das Aushandeln der optimalen Vertragsgestaltung und Risikoverteilung ist entscheidend.	Hoch	Fundierte Fachwissen beim Verhandeln und Umsetzen langfristiger Stromabnahmevereinbarungen ist von grundlegender Bedeutung. Beispielsweise sind die qualitativ hochwertigsten PPAs Take-or-Pay-Vereinbarungen, bei denen jede erzeugte Energieeinheit vom Käufer erworben wird und das Projekt nicht für Basisrisiken oder Abstriche (oberhalb einer angemessenen Grenze) haftet

Wesentliche Komponenten	Beschreibung	Komplexität und nötige Erfahrung	Steuerungsmethoden für erneuerbare Energien von höchster Qualität
Fähigkeiten im Baumanagement	Projekte müssen innerhalb des Budgets und nach einem strengen Zeitplan durchgeführt werden, um die Fristen bei einem Unternehmens-PPA einzuhalten.	Hoch	<p>Es gibt nur wenige qualitativ hochwertige Auftragnehmer für Engineering, Beschaffung und Fertigstellung (Engineering Procurement Construction, EPC), die in der Lage und willens sind, schlüsselfertige Bauaufträge mit garantierten Fertigstellungsterminen zum Festpreis anzubieten (mit einer pauschalen Schadenersatzklausel für den Fall der Nichteinhaltung). Dennoch müssen auch die EPC-Auftragnehmer, die Beschaffungsvorgänge und mögliche Änderungen von spezialisierten Bauleitern gesteuert werden, um die höchstmögliche Qualität des Projekts zu gewährleisten.</p> <p>Erfahrene Investoren vertrauen auf Plattformen mit umfassenden Fähigkeiten für das Baumanagement, um die Ausführung bestmöglich zu überwachen und Drittkosten zu senken.</p>
Ausrüstung und Technologie	Preis und Qualität der Technologie sind entscheidend. Die Investitionskosten müssen minimiert werden, um die Investition effizient zu halten, aber zugleich ist darauf zu achten, dass nur Spitzentechnologie eingesetzt wird.	Mittel	<p>Nur erfahrene Manager, die wiederholt mit den führenden Technologieanbietern zusammengearbeitet haben, können im Wettbewerb die besten Preise erzielen.</p> <p>Bei der Auswahl der konkreten Technologie ist Vorsicht geboten. Die Hersteller sollten über eine lange Erfolgsgeschichte verfügen und neue Modelle bestehender Produktlinien sollten nicht akzeptiert werden, ohne dass hart verhandelte zusätzliche Schutzvorkehrungen getroffen werden und der Hersteller etwaige finanzielle Schäden übernimmt, in der Regel mit Kreditunterlegung.</p>
Operational	Projekte müssen die jährlichen Betriebskosten (opex) minimieren, um den Gewinn zu maximieren.	Mittel	Die interne Fähigkeit, erneuerbare Energien-Anlagen zu betreiben, ist entscheidend, um sicherzustellen, dass die Projektkosten regelmässig überprüft werden, Grössenvorteile nach der Aggregation realisiert werden und die Anreize zwischen Betreibern und Eigentümern aufeinander abgestimmt sind.
Transaktionskosten	Projekte erfordern eine erhebliche rechtliche Strukturierung und eine effiziente Durchführung.	Mittel	<p>Ein Investor muss die Rechtsberatungskosten für den Erwerb eines Vermögenswertes übernehmen und auch die Rechtsberatung der Kreditgeber bezahlen. Unerfahrene Investoren verlassen sich oft auf Berater und zahlen so zusätzliche Gebühren, um die Fremdfinanzierung zu arrangieren.</p> <p>Ineffiziente Ausführung kann die Rendite des Projekts erheblich beeinträchtigen. Die zu behandelnden Dokumente beinhalten auch komplexe Entschädigungsvereinbarungen, die über die gesamte Lebensdauer jedes Vermögenswertes wesentliche Auswirkungen haben.</p>
Finanzierung	Die geschäftlichen Vereinbarungen und die wirtschaftlichen Rahmendaten müssen so gestaltet sein, dass sie für eine langfristige Fremdfinanzierung attraktiv sind.	Mittel	Die Interaktion mit den Kreditgebern ist entscheidend für die optimale Finanzierung jedes Projekts im Bereich erneuerbarer Energien. Weitreichende Beziehungen zu den Kreditgebern und deren Verständnis komplexerer PPA-Bedingungen sind entscheidend für die Sicherung der effizientesten Kapitalstruktur.

FAZIT

In den letzten fünfzehn Jahren haben langfristige Einspeisevergütungen für erneuerbare Energieinfrastrukturen in Europa erhebliche Mengen an kostengünstigem Kapital für den Sektor angezogen. Dies hat eine Phase des enormen Wachstums und der Kostenrationalisierung unterstützt, die die Branche auf den aktuellen Reifegrad brachte. Der jüngste Trend, dass Regierungen dem Sektor Subventionen entziehen, ist ein Zeichen für den Erfolg der Branche; die Infrastruktur für erneuerbare Energien kann in bestimmten Teilen Europas nun bei gutem Management direkt mit der konventionellen Technologie für fossile Brennstoffe konkurrieren, um die künftigen Kapazitäten zur Stromerzeugung eines Landes bereitzustellen. Die Herausforderung bei der Bereitstellung dieser wettbewerbsfähigen Infrastruktur besteht darin, in einer Welt ohne Subventionen Kapital anzuziehen, das wenig risikobereit ist. Dies erfordert, dass die Manager für erneuerbare Energien die wachsende Nachfrage nach Ökostrom insbesondere durch Industrieunternehmen nutzen, um durch strukturierte PPA-Vereinbarungen attraktive, langfristig risikoarme Einnahmequellen für Investoren in diesem Bereich zu schaffen.

Der volle Wert des Risiko-Rendite-Profiles dieser Anlageklasse ist nicht für alle Anleger leicht zugänglich. Die Identifizierung und Optimierung, der Bau, der Betrieb und die Finanzierung von Projekten, die in der neuen subventionslosen Welt attraktive risikoadjustierte Renditen erwirtschaften, erfordern Spezialkenntnisse in vielen Bereichen des Strommarktes. Dazu gehören Finanzierung, Engineering, Entwicklung und Vertragsgestaltung sowie intensive Branchenkontakte. Es ist unerlässlich, mit einem erfahrenen Branchenspezialisten zusammenzuarbeiten, der die Risiken kennt, mit denen unerfahrene Investoren bei der Identifizierung der besten Projekte im Bereich erneuerbarer Energien konfrontiert werden können, und der die feinen Details versteht (und bewerten kann), durch die solche Investments bestmöglich auf die Bedürfnisse langfristiger Investoren ausgerichtet werden.

„DER VOLLE WERT DES RISIKO-RENDITE-PROFIS VON INFRASTRUKTURINVESTITIONEN IN ERNEUERBARE ENERGIEN IST NICHT FÜR ALLE INVESTOREN LEICHT ZUGÄNGLICH. DIE IDENTIFIZIERUNG UND OPTIMIERUNG, DER BAU, DER BETRIEB UND DIE FINANZIERUNG VON PROJEKTEN, DIE IN DER NEUEN SUBVENTIONSLOSEN WELT ATTRAKTIVE RISIKOAJUSTIERTE RENDITEN ERWIRTSCHAFTEN, ERFORDERN SPEZIALKENNTNISSE IN VIELEN BEREICHEN DES STROMMARKTES. ES IST UNERLÄSSLICH, MIT EINEM ERFAHRENEN BRANCHENSPEZIALISTEN ZUSAMMENZUARBEITEN.“

AUTOREN



BARNEY COLES
PRINCIPAL, CLEAN ENERGY
INFRASTRUCTURE

KONTAKT



KLAUS GIERLING
MANAGING DIRECTOR, HEAD
OF BUSINESS DEVELOPMENT
– DACH & BENELUX

+49 89 2000 418-13
kgierling@capdyn.com



MARKUS LANGNER
MANAGING DIRECTOR,
BUSINESS DEVELOPMENT
- DACH & NETHERLANDS

+49 89 2000 418-14
mlangner@capdyn.com

ÜBER CAPITAL DYNAMICS

Capital Dynamics ist ein unabhängiger, weltweit tätiger Asset Manager, der sich auf Private Assets wie Private Equity, Private Credit, Clean Energy Infrastructure und Clean Energy Infrastructure Credit fokussiert. Capital Dynamics bietet eine diversifizierte Palette von massgeschneiderten Angeboten und individuellen Lösungen für eine breite, globale Kundenbasis, darunter Pensionskassen, Versicherungen, Banken, Family Offices, Stiftungen, vermögende Privatpersonen, Vermögensverwalter und andere. Das Unternehmen hat mehr als 16 Milliarden US Dollar Assets under Management und Advisement¹. Capital Dynamics zeichnet sich durch eine enge und nachhaltige Partnerschaft mit seinen Kunden aus. Das Unternehmen zieht unternehmerische Vordenker an und engagiert sich für innovative Ideen und Lösungen für seine Kunden.

Capital Dynamics wurde 1999 gegründet und hat den Hauptsitz in Zug, Schweiz. Das Unternehmen beschäftigt weltweit rund 160 Mitarbeiter und unterhält Niederlassungen in New York, London, Tokio, Hongkong, San Francisco, München, Mailand, Birmingham, Dubai und Seoul.

Im Jahr 2019 erhielt Capital Dynamics bei den von den Vereinten Nationen unterstützten Principles for Responsible Investment das höchste Unternehmensrating (A+) und die Clean Energy Infrastructure Plattform des Unternehmens erhielt von GRESB (ESG-Benchmark für Real Assets) Spitzenplätze für ihr Engagement in Nachhaltigkeit.

¹ Stand 30. September 2019.

Disclaimer: "Capital Dynamics" comprises Capital Dynamics Holding AG and its affiliates.

The information contained herein is provided for informational purposes only and is not and may not be relied on as investment advice, as an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy securities. Any such offer or solicitation shall be made pursuant to a private placement memorandum furnished by Capital Dynamics. No person has been authorized to make any statement concerning the information contained herein other than as set forth herein, and any such statement, if made, may not be relied upon. This document is strictly confidential, is intended only for the person to whom it has been and may not be shown, reproduced or redistributed in whole or in part (whether in electronic or hard copy form) to any person other than the authorized Recipient, or used for any purpose other than the authorized purpose, without the prior written consent of Capital Dynamics.

The Recipient should not construe the contents of this document as legal, tax, accounting, investment or other advice. Each investor should make its own inquiries and consult its advisors as to any legal, tax, financial and other relevant matters concerning an investment in any fund or other investment vehicle. Capital Dynamics does not render advice on tax accounting matters to clients. This document was not intended or written to be used, and it cannot be used by any taxpayer for the purpose of avoiding penalties which may be imposed on the taxpayer under said individuals tax laws. Federal and state tax laws are complex and constantly changing. The Recipient should always consult with a legal or tax adviser for information concerning its individual situation.

When considering alternative investments, such as private equity funds, the Recipient should consider various risks including the fact that some funds may use leverage and engage in a substantial degree of speculation that may increase the risk of investment loss, can be illiquid, are not required by law to provide periodic pricing or valuation information to investors, may involve complex tax structures and delays in distributing important tax information, often charge high fees, and in many cases the underlying investments are not transparent and are known only to the investment manager. Any such investment involves significant risks, including the risk that an investor will lose its entire investment.

By accepting delivery of this document, each Recipient agrees to the foregoing and agrees to return the document to Capital Dynamics promptly upon request.

Copyright © 2019 by Capital Dynamics Holding A G. All rights reserved.

For more information go to www.capdyn.com



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Reichmuth & Co

Infrastruktur etabliert sich
als eigene Anlageklasse

REICHMUTH & CO

INVESTMENT MANAGEMENT

Reichmuth & Co Investment Management AG is the asset management arm of Reichmuth & Co Privatbankiers. The core competences are multi-asset-class management, direct infrastructure investments and manager selection.



INFRASTRUKTUR ETABLIERT SICH ALS EIGENE ANLAGEKLASSE

WALTER KNÜSLI / MARC MOSER

Während der Markt für private Infrastrukturanlagen in Europa noch relativ jung ist, hat er im angelsächsischen Gebiet bereits eine längere Tradition. In diesen Ländern sind nicht nur die meisten Unternehmen der Elektrizitäts-, Gas- und Wasserversorgung privatisiert, es gibt dort auch eine lange und positive Erfahrung mit Public Private Partnerships bei sozialer Infrastruktur und im Transportwesen. Hierzulande gewinnt Infrastruktur als Anlageklasse an Bedeutung.

Zahlreiche der weltweit grössten institutionellen Infrastruktur-Investoren, meist Versicherungen und Pensionskassen, kommen aus den Vereinigten Staaten, Grossbritannien, Australien und Kanada. Die Vorsorgeeinrichtung California State Teachers'

Retirement System alloziert heute fast 10% ihres Vermögens in Infrastrukturanlagen. Inzwischen ist eine Allokation von 5-10% eine herkömmliche Quote unter angelsächsischen Vorsorgeeinrichtungen. In den letzten fünf Jahren sind aber auch in anderen Ländern die Investitionen in die Infrastruktur gestiegen. Gemäss Preqin konnten sich Infrastrukturinvestitionen in den Portfolios institutioneller Investoren weltweit mit einer durchschnittlichen Quote von rund 4% etablieren. Die fundamentalen Treiber dieser Entwicklung sind der regulatorische Wandel und die Suche nach Renditen.

Regulierung hat Einfluss

Die Einführung von Basel III machte die Vergabe von langfristigen Darlehen für Banken vermehrt unattraktiv. Anders ist es bei den Änderungen der Richtlinien von Solvency II, welche die Attraktivität von Infrastruktur für Versicherungsunternehmen aufgrund der geringeren Eigenmittelunterlegung deutlich steigerte. Die Etablierung von Infrastruktur als Anlageklasse hat unterschiedliche Lösungsansätze hervorgebracht. So können Investoren heute aus einem vielfältigen Produktspektrum mit unterschiedlichsten Risiko-Rendite-Profilen auswählen. Im Wesentlichen besteht die Möglichkeit, sich über Direktbeteiligungen, kotierte Aktien oder Infrastrukturfonds zu beteiligen. Infrastrukturaktien und börsengehandelte Infrastrukturfonds kön-

nen aufgrund der gegebenen Fungibilität die besonderen Eigenschaften von nicht-börsennotierten Infrastrukturinvestitionen nicht bieten. Börsengehandelte Infrastrukturanlagen korrelieren kurz- bis mittelfristig mit der allgemeinen Aktienmarktentwicklung und weisen entsprechend auch eine höhere Volatilität auf. Direktinvestitionen und nicht-börsennotierte Infrastrukturfonds spiegeln dagegen mit ihrem langfristigen Anlagehorizont und dem deutlich abweichenden Preisfindungsmechanismus (z.B. Bewertung mittels DCF-Modellen) typische Infrastrukturmerkmale und eine deutlich geringere Volatilität wider. Für Direktinvestitionen sind jedoch ein erhebliches Spezialwissen und Erfahrung notwendig. Gemäss Umfrage von Preqin planten im Jahr 2018 rund 79 Prozent der Investoren ihre Infrastrukturinvestitionen über nicht-börsennotierte Infrastrukturfonds.

Der öffentliche Bedarf an Infrastruktur ist gross

Es besteht eine grosse Finanzierungslücke zwischen dem Investitionsbedarf von Infrastrukturprojekten und deren Finanzierung. Das grosse Defizit resultiert aus jahrzehntelangen unzureichenden Investitionen. Gemäss OECD sind die Gesamtausgaben für Infrastruktur sogar gesunken. In den 80er-Jahren investierten die OECD-Staaten durchschnittlich 4.5% ihres BIPs in die eigene Infrastruktur. Heute liegen wir bei unter 3%. Dieser Rückgang entspricht allein pro Jahr fast 750 Mrd. USD. Allein für die vom Schweizer Volk 2017 im Rahmen der «Energienstrategie 2050» beschlossene Energiewende belaufen sich die Investitions- und Betriebskosten auf rund 200 Mrd. CHF. Die Finanzierung der gesamten Energie-Wertschöpfungskette von Produktion, Speicherung bis zur Verteilung von Strom wird nur schwer ohne privates Kapital und private Beteiligung umsetzbar sein. Entsprechend fordert die Politik seit langem deutlich höhere Investitionen in die öffentliche Infrastruktur sowie stärkere Anreize für private Investitionen. Für das effiziente Funktionieren einer modernen Ge-

sellschaft braucht es zwingend eine fortschrittliche Infrastruktur.

Auch hierzulande steigt das Interesse institutioneller Anleger an Infrastruktur. Der Anteil der in dieser Anlageklasse investierten Vermögen liegt derzeit jedoch immer noch im tiefen einstelligen Bereich. Bei der Energieinfrastruktur dominieren die sich in privater und in öffentlich-rechtlicher Hand befindenden Energieunternehmen. Die Beteiligung der hiesigen Vorsorgeeinrichtungen am nationalen Strombetreiber Swissgrid steht beispielhaft für die Attraktivität von Schweizer Infrastruktur-Investments für langfristig ausgerichtete Portfolios. Hinsichtlich ihrer Rendite- und Risikocharakteristika unterscheiden sich Infrastrukturinvestitionen stark: Sie reichen von immobilienähnlichen- bis zu Private-Equity-ähnlichen Eigenschaften. Bei letzteren wird auch von Value-add und opportunistischen Strategien gesprochen, welche auf einen hohen Kapitalzuwachs abstellen, um die prognostizierte Gesamrendite zu erreichen. Im Gegensatz dazu sind Core-Strat-

AUF BEWÄHRTE LÖSUNG FOLGT DER ZWEITE FONDS

Über die letzten sieben Jahre haben wir uns bei Reichmuth & Co auf mittelgrosse, vorwiegend privatwirtschaftlich geprägte Transaktionen in den Bereichen Transport, Ver- und Entsorgung konzentriert. Unsere Investitionen streben ein defensives Rendite-Risiko-Profil an. Auch der im Juni 2019 mit 90 Mio. CHF lancierte zweite Infrastrukturfonds investiert in die erwähnten Sektoren in der Schweiz und Europa. Ein erstes Closing des Fonds ist für Ende 2019 oder Anfang 2020 vorgesehen; erste Investitionen im Bereich des Schienengüterverkehrs sind bereits getätigt.





Marc Moser
Senior Relationship Manager institutionelle Kunden, Reichmuth & Co Investment Management AG, Luzern.

tegien mehr auf einen hohen laufenden Ertrag ausgerichtet. Zu «Brownfield-Anlagen» (auch «secondary projects» genannt) zählen bestehende Infrastrukturprojekte bzw. -objekte, die sich bereits in einer operationellen Phase befinden. Ein Beispiel hierfür ist der Betrieb einer bereits gebauten gebührenpflichtigen Strasse. Diese Anlagen haben ein defensives Rendite-Risiko-Profil und bieten eine langfristig stabile Rendite und einen regelmässigen Cashflow. Demgegenüber weisen Investitionen, die sich noch in der Projektphase befinden – so genannte «Greenfield Anlagen» – ein ausgeprägteres Rendite-Risiko-Profil auf. Ein Beispiel hierfür wäre ein sich in der Entwicklungsphase befindender Windpark.

Diversifikation als Zusatznutzen

In jeder Hinsicht bieten Infrastrukturanlagen jedoch aufgrund ihrer geringen Korrelation mit klassischen Kapitalmarktinvestitionen eine attraktive Diversifikation. Infrastrukturprojekte sind kapitalintensiv und weisen in den meisten Fällen eine lange Nutzungsdauer auf. Diese Charakteristika wirken unterstützend für langfristige Finanzierungen – eine effektive Duration für Anleger mit entsprechenden Verbindlichkeiten. Was den oft erwähnten Inflationsschutz angeht, ist jedoch eine differenzierte Betrachtung zwingend: Ein expliziter Inflationsschutz ist nur dann gegeben, wenn er vertraglich vereinbart wird, zum Beispiel ein Wärmeabnahmetarif. Ein lediglich impliziter Schutz besteht bei Infrastrukturanlagen aufgrund der mit dem steigenden Preisniveau einhergehenden Wertsteigerung der realen Anlageobjekte oder des Umsatzanstiegs. Fernwärme ist als Alternative zu den heute noch weit verbreiteten Ölheizungen ein konkreter Baustein der Energiewende. Für die Nutzer ist sie umweltfreundlich, komfortabel und preiswert. Aber auch für den Investor sind Fernwärmenetze attraktiv: Er finanziert das Fernwärmenetz und erhält es zu konkursrechtlich geschütztem Eigentum. Die von der Anlage produzier-

Zielsektoren Reichmuth Infrastruktur KmGK II

 Verkehr/Transport	 Energie
<ul style="list-style-type: none"> • Güterverkehr Schiene • Personenverkehr Schiene • Terminals (Umlade-Infrastruktur) • Hafeninfrastruktur • Aviatik (Fracht/Personen) • Schiffe 	<ul style="list-style-type: none"> • Elektromobilität • Energieverteilung (Netze) • Energieproduktion • Effizienz/Speicherung • Abfallentsorgung

te Wärme wird von Haushalten mit langjährigen Abnahmeverträgen genutzt. Die lange Vertragsdauer garantiert die Stabilität der Rendite und des Cashflows.

Eigene Anlageklasse mit anderen Risikoparametern

Der Diversifikationseffekt im Portfolio kommt daher, dass Infrastrukturanlagen auf andere Risikoparameter reagieren als klassische Investments. So sind die laufenden Einkünfte einer Fernwärmeanlage kaum von einem Börsencrash tangiert, während ein warmer Winter zu weniger Wärmebezug und Rendite führt. Investitionen in Infrastrukturanlagen erfordern aber spezifisches Knowhow, setzen ein Netzwerk in der Infrastrukturindustrie voraus und verlangen einen vergleichsweise hohen administrativen Aufwand. Der Renditeaufschlag von privaten Infrastrukturanlagen kommt nicht nur von der illiquiden Natur der Investitionen, sondern auch durch die Komplexität der Transaktionen und der erforderlichen Strukturierungskompetenz. Mit der richtigen Strukturierung – etwa durch angemessene Fremdkapitalaufnahme oder Sicherheiten etc. – lassen sich verbesserte risikoadjustierte Renditen erwirtschaften. Überdies ist ein Verständnis für operationelle und objektspezifische Risiken wesentlich, denn die Beurteilung regulatorischer und

operativer Risiken ist, anders als bei herkömmlichen Finanzanlagen, ein zentraler Erfolgsfaktor bzw. Risikofaktor.

Der Markt für Infrastruktur ist heute gereift und eine willkommene Alternative im Zeitalter stets tieferer Zinsen. Infrastruktur ist auf gutem Weg, sich als eigene Anlageklasse fest zu etablieren, nicht zuletzt weil Solvency II Infrastruktur für Versicherungen attraktiver gemacht hat. Die diversifizierenden Eigenschaften von Infrastrukturanlagen, verbunden mit einem zusätzlichen Renditeaufschlag für private Infrastruktur, machen die Anlageklasse zu einem immer wichtigeren Portfolio-Baustein für Pensionskassen und Versicherungen.

Walter Knüsli

Relationship
Manager
institutionelle
Kunden,
Reichmuth &
Co Investment
Management
AG, Luzern.



SECA Seminar
Bern, Genf, Rotkreuz, Zürich

Private Markets



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

SECA Seminar

Private Markets

Institutionelle Investoren können Private Markets nutzen, um ihre Rendite zu steigern und durch zusätzliche Diversifikation ihr Risiko zu optimieren. Doch wie funktionieren Investitionen in Privatmarktanlagen? Das SECA Seminar gibt einen Einblick in diese breite, vielfältige Anlageklasse:

- **Private Markets**
Private Equity / Private Debt / Private Real Estate / Private Infrastructure
- **Investitionsbeispiele und Fallstudien**
- **Funktionsweise von Investitionen in Private Markets**

Zielpublikum

- Investment Professionals und Entscheidungsträger aus Versicherungen, Vorsorgeeinrichtungen und Family Offices mit einem breiten Fokus über alle Anlageklassen
- Stiftungsräte von Vorsorgeeinrichtungen
- Fachkräfte von Pensionskassen und Anlagestiftungen
- Berater und Beraterinnen aus dem Asset Management
- Mitarbeitende von Privatbanken und Vermögensverwaltungen

Mehrere Durchführungen

Mittwoch, 25. März 2020, Rotkreuz (Webinar)

Mittwoch, 6. Mai 2020, Zürich (Webinar)

Mittwoch, 2. September 2020, Bern

Mittwoch, 9. September 2020, Zürich

Mittwoch, 30. September 2020 Genf

Donnerstag, 5. November 2020, Rotkreuz

Referenten Prof. Dr. Maurice Pedergnana und Dr. Teddy Amberg

Orte Bern, Zürich, Genf, Rotkreuz – vgl. www.seca.ch – jeweils 13.30 – 17.00 Uhr

Kosten CHF 60.- inkl. Unterlagen/Pausenverpflegung und Kursbestätigung

Sprache Deutsch (Französisch in Genf)

Anmeldung www.seca.ch/events oder an info@seca.ch

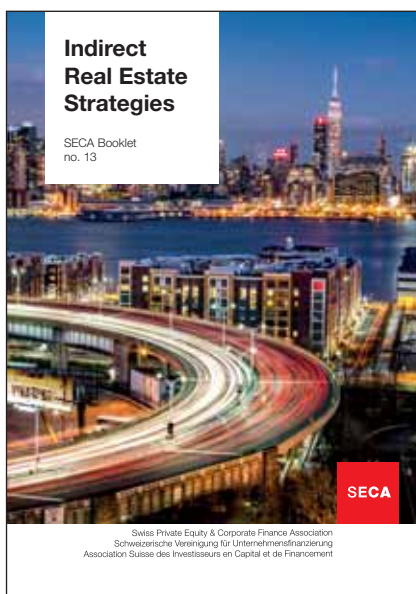
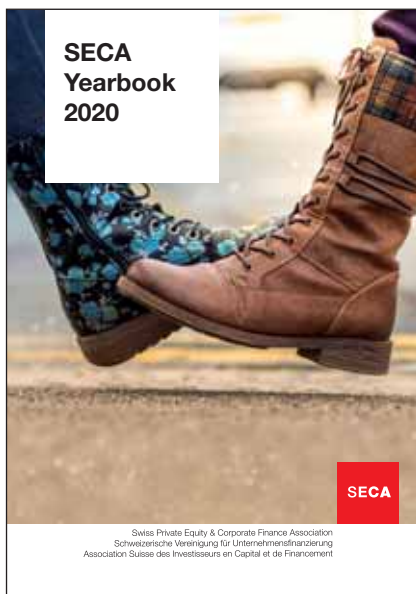
Mit Unterstützung von:

Lucerne University of
Applied Sciences and Arts
**HOCHSCHULE
LUZERN**

Wirtschaft
Institut für Finanzdienstleistungen Zug
IFZ

Recent SECA related and sponsored publications

For further publications, information and the possibility to order please see: www.seca.ch / Publications & Media



Trägerschaft SECA Private Markets Seminarangebot

Schroder Adveq

CapitalDynamics 
TRULY INVESTED.

 **Capital Partners**
your partner for alternative investments

ARDIAN

 **Partners Group**
REALIZING POTENTIAL IN PRIVATE MARKETS

 **PORTFOLIO
ADVISORS LLC**

AVADIS

Lucerne University of
Applied Sciences and Arts

**HOCHSCHULE
LUZERN**

Wirtschaft
Institut für Finanzdienstleistungen Zug
IFZ

info@seca.ch / www.seca.ch
SECA, Suurstoffi 1, CH-6343 Rotkreuz

SECA