

# Unternehmen

- 10 Der kleine Makel von Givaudan
- 11 Uzin Utz wächst mit Bodenbelägen
- 12 Hoffen auf deutsche 5G-Initiative
- 14 Swedbank ist eine positive Ausnahme

## Nichtbörsliche Aktienanlagen sind en vogue

**SCHWEIZ** Private Equity und andere nichtbörsliche Anlagen werden wegen der Gebühren gescholten. Aber es gibt drei Renditetreiber, die bestechend wirken.

THOMAS HENGARTNER

**B**efürworter und Kritiker von Privatmarktinvestments sind sich so uneins wie zankende Geschwister. Beteiligungsfonds für Firmenübernahmen – sogenannte Buyout-Deals – sind schon als Heuschrecken oder Barbaren betitelt worden. Berüchtigt wurde das kreditfinanzierte Übernahmegeschäft mit dem 1987 erschienenen Hollywood-Film «Wall Street», in dem Michael Douglas in der Rolle des kaltherzigen Investors Gordon Gekko den rücksichtslosen Firmenjäger gab. Im realen Anlagegeschäft entwickelt sich der Privatmarkt dennoch furios.

Investoren haben dieses Jahr bis September weltweit mehr als 400 Mrd. \$ für Private Equity und andere nichtbörsliche Investments bereitgestellt. Monatlich investieren Übernahmefonds 80 bis 100 Mrd. \$, aber zugleich werden vergleichbar hohe Summen aus früher etablierten Fonds an die Anleger zurückgeleitet.

### Urteile klaffen auseinander

Buyout Funds hätten in historischer Betrachtung im Schnitt besser als ein Portfolio kotierter Aktien rentiert, sagt Stefan Morkötter, Assistenzprofessor der Universität St. Gallen. Dem hält Pirmin Hotz, Gründer des gleichnamigen Baarer Vermögensverwalters, entgegen, unter «zahlreichen institutionellen Anlegern keinen getroffen zu haben, der mit Private Equity auf Dauer hohe einstellende oder gar zweistellige Renditen» erzielt habe.

Professor Morkötter weist auf Studien, die günstige Effekte von drei Werttreibern im Private-Equity-Geschäft dokumentierten: «Die Mehrrendite stammt primär von der operativen Verbesserung erworbener Unternehmen, dem Effekt der Kredithebelung des Erwerbspreises, dem sogenannten Leverage, sowie an dritter Stelle dem Timing von Kauf- und Weiterverkaufzeitpunkt.»

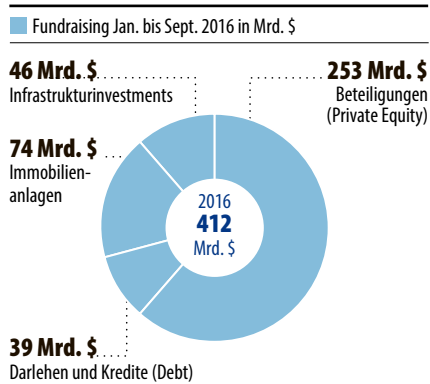
### Im Schnitt ohne Vorteil

Dem steht entgegen, dass der Anleger das zugesagte Kapital auf viele Jahre hinaus zur Verfügung stellen muss. Zudem sind sämtliche Anlageentscheide allein dem Fondsmanager vorbehalten. Vermögensverwalter Hotz kritisiert, die Versprechen der Anbieter könnten schwer bewiesen

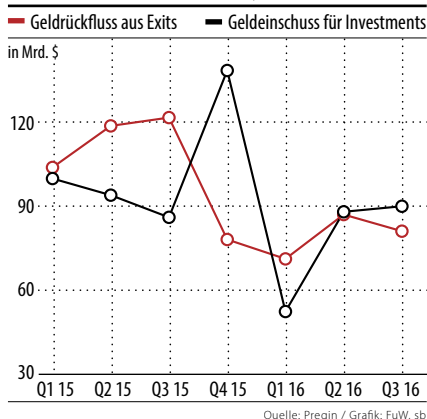


Als Industrielieferant ist die schweizerische VAT eine Perle; ihre 2016 von Partners Group börsenplatzierten Aktien sind ein Highflyer.

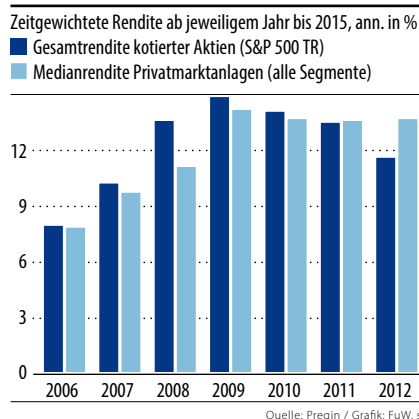
### 1 Wofür investiert wird



### 2 Wie Geld im Private Equity fließt



### 3 Wie viel verdient wird



oder widerlegt werden, weil die Anlageprodukte über zehn, fünfzehn oder gar zwanzig Jahre liefen: «Die zahlreichen Kapitalabrufe und Rückzahlungen während dieser Zeit ergeben komplexe Zahlungsströme, die kaum mehr eine korrekte Renditeberechnung zulassen.»

Der Datenanbieter Preqin hat die Wertentwicklung von Privatmarktfonds mit der kotierter Aktien verglichen, jeweils für den Zeitraum bis Ende 2015. Dabei bleibt in Fonds der Lancierungsjahre 2006 bis 2010 die Medianrendite unterhalb der Gesamtrendite des US-Aktienindex

S&P 500, wenn Preisentwicklung und Dividenden einbezogen werden (Public market equivalent). Die 2011 und 2012 gestarteten Privatmarktfonds schneiden hingegen besser ab.

Für einen Vergleich sind jedoch auch die Verwaltungsgebühren zu berücksichtigen.

gen. Für passive Index-Aktienportfolios fallen nur geringe Kosten an. Privatmarktfonds berechnen aber in der Regel jährlich 2% Grundgebühren plus am Ende der Fondslaufzeit einen 20%-Anteil am Zueinn des Investors, falls die festgelegte Hürde übersprungen wurde.

Vermögensverwalter Hotz empfindet die Gebührenlast als «exorbitant» und befürchtet, dass primär die Fondsmanager und nicht deren Kunden grosses Geld verdienen. Professor Morkötter rechtfertigt die Gebühren mit umfangreichen Aufwendungen der Fondsmanager. Sie müssten im Vergleich zum Kauf einzelner Aktien kotierter Unternehmen eine aufwendige Unternehmensprüfung vornehmen und nach Erwerb einer Firma in Verwaltungsrat und Geschäftsleitung deren Verbesserung und Expansion vorantreiben. Nur so würden sich der erhoffte Selektionsvorteil einstellen und nach einer oft vier- bis fünfjährigen Ausbau- oder Internationalisierungsphase Chancen auf einen lukrativen Weiterverkauf auftun.

### Pensionskassen ungehindert

Hochgekocht hat das Gebührenthema besonders bei Pensionskassen, die zusammen mit Versicherern, Staats- und Universitätsfonds sowie begüterten Privaten hauptsächlich Privatmarktanleger sind. Gemäss Manfred Hüslers, Direktor der Aufsichtsbehörde OAK, wurde mit der vor zwei Jahren eingeführten Ausweispflicht der Vermögensverwaltungskosten eine vertiefte Auseinandersetzung der Kassenstiftungsrate mit der Thematik provoziert.

Die Offenlegungspflicht hat nach Hüslers Beobachtung bislang jedoch keine Umschichtungen zur Folge: «Jede Pensionskasse darf weiterhin Anlagesegmente mit hohen oder intransparenten Kosten auswählen und nutzen.»

Investments ausserhalb der Wertpapierbörsen bleiben en vogue, wie der darauf spezialisierte Vermögensverwalter Partners Group meldet (vgl. untenstehender Artikel). Das Anlegerinteresse wird geschürt, weil mit den Höchstpreisen kotierter Aktien und Anleihen die Gefahr erheblicher Rückschläge verbunden ist. Privat-anlegern bietet sich mit kotierten Anlagegesellschaften wie Castle Private Equity oder Private Equity Holding die Möglichkeit, mit moderaten Beträgen am Privatmarkt teilzuhaben.

## Kursabschlag und Kaufofferten

### Kotierte Investmentgesellschaften für Privatmarktanlagen üben den Spagat.

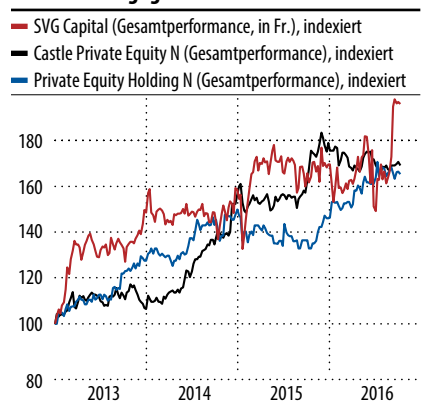
Castle Private Equity und Private Equity Holding haben das Vermögen ultralange gebunden. Es steckt fest in Anteilen an Beteiligungsfonds (Buyout Funds) und in direkten Kapitalanteilen an Privatfirmen (Co-Investments). Die Aktien der Investmentgefässe sind aber dennoch jederzeit handelbar. Trotz monatlichen Anlageberichten ist die Transparenz über die Entwicklung des Portfolios eingeschränkt. Zudem schmälern Verwaltungs- und Betriebskosten das Ergebnis. Die Anleger nehmen aus Vorsichtsgründen einen Preisabschlag vor. Die Aktien Castle Private Equity notieren zu 5% Discount gegenüber dem Portfolioschätzwert (NAV, Net Asset Value), die von Private Equity Holding zu 20%.

Um attraktiver zu werden, haben die Private-Equity-Gefässe die Strategie angepasst. Vom ursprünglichen Reinvestitionsvorgehen ist umgestellt worden auf eine weitgehende Ausschüttung aller Gelder, die nach Devestitionen (Exits) ins Vermögen zurückfliessen. Wird aus Dividenden und Kursentwicklung die Gesamtperformance errechnet, haben Castle wie auch

### Private Equity Holding markant Wert geschaffen.

Auch das Portfolio der britischen Anlagegesellschaft SVG Capital wird an der Börse unter Wert gehandelt. Der Kurs ist erst kürzlich gesprungen, weil Fonds der Konkurrenten Goldman Sachs bzw. HarbourVest Kaufofferten unterbreitet haben.

### Kotierte Anlagegesellschaften



Alle Finanzdaten im Online-Aktienführer: [www.fuw.ch/CPEN](http://www.fuw.ch/CPEN), [www.fuw.ch/PEHN](http://www.fuw.ch/PEHN)



## Fondsmanager Partners Group zieht davon

### Peter Wuffli, der 2007 jäh von der Konzernspitze der Grossbank UBS zurücktreten musste, ist mit seiner Präsidiumsfunktion für den Fondsmanager Partners Group zurück auf der Erfolgsspur.

Die Aktien des Zuger Spezialisten für ausserbörsliche Investments haben dieses Jahr 40% zugelegt und stellen die Papiere illustrierender US-Konkurrenten in den Schatten.

Blackstone und KKR – die Ikonen der Privatmarkt-Investmentfirmen – haben seit Jahresbeginn ein Zehntel an Wert eingebüsst. Sie bleiben nach Kundenvolumen global führend bei alternativen, nichtbörslichen Geldanlagen in Unternehmenskapital (Private Equity), Finanzierungen (Private Debt) sowie Immobilien und Infrastruktur.

### Die Aktien von KKR und Blackstone haben den Vorsprung in der Gesamtperformance von Kurs und Ausschüttungen dieses Jahr eingebüsst.

Beide Unternehmen sind einseitig auf grosse Übernahmetransaktionen ausgerichtet. Zudem verbuchen sie die mutmasslichen Ansprüche auf erfolgsabhängige Kommissionen quartalsweise – und hier mussten sie 2016 zurückbuchstabieren. KKR Kohlberg, Kravis & Roberts zehrt noch heute

vom Coup 1988, als der Mischkonzern RJR Nabisco für die damalige Rekordsumme von 25 Mrd. \$ übernommen und anschliessend aufgestückt wurde. Gründungspartner Henry Kravis und sein Team betreuen für Kunden 131 Mrd. \$.

Doppelt so gross ist Blackstone, die auf 266 Mrd. \$ Kundengeldern Gebühren vereinnahmt. Gründer Stephen Schwarzman – ein ehemaliger Investmentbanker (u.a. für Lehman Brothers) – hat die Aktivitäten weiter gefasst als die Wettbewerber, was die Ergebnisprognose erschwert.

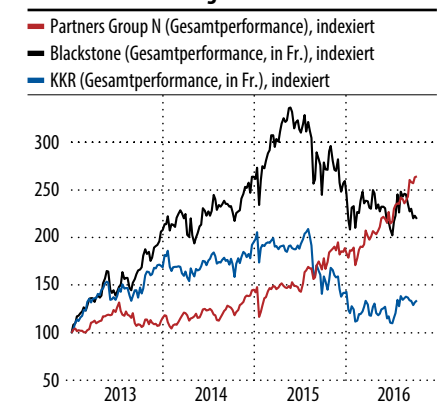
### Partners Group ist mit 55 Mrd. \$ Kundenvermögen in aufsteigender Form.

Im zweiten Halbjahr sollen gemäss Angaben der Unternehmensführung netto weitere 3 bis 4 Mrd. \$ dazukommen. Den Investitionen muss jedoch ein späterer Weiterverkauf zu einem Mehrwert folgen. Mit der teilweisen Börsenöffnung der Industriegruppe VAT dieses Jahr gelang Partners Group und weiteren Investoren ein Glanzstück.

Die Anleger trauen Partners Group viel zu. Der Börsenwert von 13 Mrd. Fr. entspricht beinahe einem Viertel der verwalteten Vermögen, während die Börsenbewertung von

Blackstone und KKR auf lediglich 10% der Kundengeldsumme steht. Die Partners-Group-Aktien sind mit dem Kurs-Gewinn-Verhältnis 2017 von 25 im Branchenvergleich teuer. Doch Anleger sind bereit, die Berechenbarkeit und Zuverlässigkeit mehr zu zahlen.

### Kotierte Fondsmanager



Alle Finanzdaten zu Partners Group im Online-Aktienführer: [www.fuw.ch/PGHN](http://www.fuw.ch/PGHN)

