



CHOM CAPITAL

PERFORMANCE DRIVEN BY SUSTAINMENTALS®



CHOM CAPITAL ANALYSE

LIQUIDE SMALL CAPS VS. ILLIQUIDE PRIVATE-EQUITY-FONDS

VERGLEICH UND AUSBLICK VOR BEGINN EINES NEUEN ZYKLUS
08 / 2024

SUSTAINAMENTALS® Insight

Liquide Small Caps vs. illiquide Private-Equity-Fonds



Paul Althans
Portfolio Manager

„DIE VORZEICHEN HABEN SICH GEDREHT: EIN INVESTMENT IN SMALL-CAP-UNTERNEHMEN SOLLTE AUF SICHT DER KOMMENDEN 5-10 JAHRE IN DER LIQUIDEN HÜLLE ATTRAKTIVER UND RISIKOÄRMER SEIN ALS MIT ILLIQUIDEN PRIVATE-EQUITY-FONDS“

Die Vorboten eines neuen Investitionszyklus werfen die Frage auf: welches Investmentvehikel ist die attraktivere Alternative, um in die Hidden Champions der europäischen Wirtschaft zu investieren. Wir vergleichen deshalb die Investmentkonzepte von liquiden Small Cap (SC) Fonds mit denen von illiquiden Private Equity (PE) Fonds.

Wir nehmen dazu in einer dreiteiligen Serie die Themen Performance, Beteiligungen und Fondshülle unter die Lupe und wollen die Frage beantworten, wohin an diesem Scheidepunkt der Kompass für die Neuallokation zeigt. Unsere Erkenntnisse lauten dabei wie folgt:

Teil I: Performance – etabliert, dass das Performancedifferential zwischen PE und SC akademisch fraglich ist – und wackeliger denn je, wenn man die Ausgangssituation für eine Neuanlage analysiert.

Teil II: Beteiligungen – erörtert, dass der Einstieg bei liquiden Small-Cap-Investments aktuell günstiger ist, ohne dafür Abschläge bei der Beteiligungsqualität hinnehmen zu müssen.

Teil III: Fondshülle – erklärt, dass die Rückflüsse der Buchgewinne von PE-Fonds stocken und mit kreativen Methoden geschönt werden, während Investoren weiter horrende Gebühren zahlen. Allesamt Faktoren, die für liquide Strategien sprechen.

INVESTMENT TEAM & CHOM-DNA



CHOM CAPITAL ist eine unabhängige, inhabergeführte Asset Management Boutique mit langfristigem, etablierten Track-Record für aktives Stockpicking in europäischen Aktien. Mit fundamentelem Fokus investieren wir in die sogenannten "Hidden Sustainability Champions" im europäischen Aktienuniversum. Wir sind als stabiler Kapitalpartner daran interessiert, Managements zu unterstützen und überlegenes, nachhaltiges Wachstum in Kapitalwertsteigerung zu überführen. Für mehr Informationen zu unseren Investmentstrategien und unserer tiefgehenden Kompetenz im europäischen Small-Cap-Markt sprechen Sie uns gerne an.

Die Fondspalette veröffentlicht nach Artikel 8 der Offenlegungsverordnung



CHOM ANALYSE: LIQUIDE SMALL CAPS VS. ILLIQUIDE PRIVATE EQUITY FONDS - VERGLEICH UND AUSBLICK VOR BEGINN EINES NEUEN ZYKLUS

Nicht alle Märkte und Investitionsphasen sind gleich und Umbrüche bieten spannende Chancen. Nach einem Jahrzehnt des leichten Geldes wurde mit der plötzlichen Zinsenwende, dem Inflationsschub und einer Zyklusabschwächung in den letzten zwei Jahren ein Paradigmenwechsel eingeleitet.

Schaut man auf die Gewinner der letzten Dekade, stechen vor allem zwei Anlageklassen hervor: Private Equity (PE) im illiquiden, und Mega Caps im liquiden Investment-universum. Liquide Small Caps (SC), deren unterliegende Beteiligungen mit denen von PE-Fonds viel gemein haben, waren dabei insbesondere in den letzten fünf Jahren eher die zweite Geige im Orchester des Eigenkapital-investments.

Mit dem Abflachen der Gegenwinde der letzten zweieinhalb Jahre drängt sich die Frage auf, wie das neue „Normal“ inmitten eines Regimewechsels aussieht. Und wichtiger noch, was bedeutet dies für das zukünftige Potential dieser Assetklassen?

Für sich allgemein hohe zweistellige Renditen beanspruchende PE-Fonds müssen sich der Frage stellen, inwieweit dieses Versprechen unter veränderten Rahmenbedingungen einhaltbar und replizierbar ist. Die Antwort darauf ist vom Timing her relevanter denn je, traut man den sich mehrenden Anzeichen eines neuen Investitionszyklus. Nach einer Dekade in der PE-Fonds den Rückenwind von Zinssenkungen, Mittelzuflüssen und Bewertungsexpansion in den Segeln hatten, weht der Wind zu Beginn eines neuen Zyklus aus einer anderen Richtung. So zumindest interpretieren wir die Anzeichen von stotternden Kapitalrückflüssen, die sich auch auf das Fundraising auswirken.

Mit ausbleibenden Exits steht mehr denn je zur Debatte, ob das vermeintlich höhere Renditepotential bei geringerer Volatilität ein Phänomen des Marktregimes der 2010er-Jahre war, und ob sich dieses auch unter aktuellen Marktbedingungen in handfesten Rückflüssen materialisieren lässt. Die Performanceuhr läuft gegen die alten Fonds, welche auf einem Rekordbestand an unverkauften Beteiligungen mit vermeintlichen Buchgewinnen sitzen.

Für Small-Caps-Fonds ist die Ausgangssituation anders gelagert. Ihr liquider Marktpreis ist ein Spiegelbild der Gegenwinde, denen das Segment in den letzten zweieinhalb Jahren ausgesetzt war. Nach der Zäsur aus Bewertungskorrektur und Mittelabflüssen kommen sie als Schnäppchen daher. Aufgrund der Divergenz, die sich dabei zu PE-Fonds aufgetan hat, lässt sich hinterfragen, ob es einen strukturellen Rechtfertigungsgrund dafür gibt.

Richtet man den Blick nach vorne, liegt in der Beantwortung dieser Fragen der Schlüssel für die Allokation. Kleinere Unternehmen, deren (relative) Bewertungen sich auf einem Rekord-Tiefstand bewegen, haben eine Historie von überlegener fundamentaler Entwicklung. Mit einem möglichen Anziehen des Zyklus nach langer Abkühlung und der Unterstützung fallender Zinsen, könnten diese Unternehmen in den kommenden Jahren wieder ein hochattraktives Investment werden.

Möchte man diese Opportunität in der Allokation abbilden, stellen wir die Frage, mit welchem Investmentansatz sich die aktuell so attraktive Einstiegschance bestmöglich in echte Wertentwicklung ummünzen lässt. Unsere Beitragsreihe durchleuchtet dafür die liquide Small-Cap-Assetklasse gegen illiquide Private-Equity-Konzepte.

private banking
magazin

Die Artikel wurden in Zusammenarbeit mit dem *private banking magazin institutionell* veröffentlicht und sind dort als Gastbeiträge zu finden. An dieser Stelle möchten wir uns für die stets gute redaktionelle Zusammenarbeit bedanken und auch auf die dreiteilige Beitragsreihe online verweisen: Sie finden [Teil 1](#), [Teil 2](#) und [Teil 3](#) auf der Webseite.

TEIL 1 VON 3: WARUM DER PERFORMANCEVERGLEICH ZWISCHEN PRIVATE-EQUITY-FONDS UND AKTIEN HINKT

Im Vergleich mit den bekannten Aktienbenchmarks wird Private Equity oft ein großer Performance-Vorsprung attestiert. Um eine faire Vergleichbarkeit herzustellen, werfen wir einen Blick unter die Motorhaube und fragen, was und vor allem wie wird Performance hier eigentlich gemessen?

Um einen fairen Vergleich der Performance herzustellen, sollte man zunächst definieren nach welchen Merkmalen selektiert wird. Breit anerkannte Aktienbenchmarks sind zusammengesetzt aus Unternehmen deren Marktkapitalisierung und Enterprise Value gleich mehrere Ligen oberhalb der üblichen Private-Equity-Targets angesiedelt sind.

Preqin, führender Anbieter von Daten und Analysen im PE-Segment, nutzt für den Performancevergleich mit europäischen Buyout-Fonds den MSCI-Europe. Dieser Index hat mit einer Durchschnittskapitalisierung von 25 Milliarden Euro (Median 10 Milliarden Euro) nicht viel mit einem typischen PE-Target gemein. Gemäß des [Bain-Private-Equity-Reports](#) wurde die Milliarden-Grenze bei der durchschnittlichen Deal-Größe nur einmal im Rekordjahr Jahr 2021 geknackt.

GEWICHTUNG VON AKTIENINDIZES UND PE-PORTFOLIEN UNTERSCHIEDET SICH STARK

Ein gewöhnlicher Aktienindex ist zudem in einigen Branchen überrepräsentiert, die bei PE-Strategien tendenziell untergewichtet sind. Ein Beispiel dafür sind die in europäischen Indizes stark vertretenen Großbanken, die auf der Performance von Vergleichsindizes in den letzten 20 Jahren gelastet haben, aber nicht in PE-Portfolien zu finden sind. Der Bain-Private-Equity-Report legt nahe, dass es sich nach Dealcount gemessen in den letzten Jahren bei etwa einem Viertel der Transaktionen um Technologieunternehmen gehandelt hat – also mehr als das dreifache Gewicht, das aktuell im MSCI Europe aus diesem Sektor vertreten ist.

Nicht weniger drastisch ist es bei den Kennzahlen zu Bewertung und Kapitalstruktur. Während die Deal-Struktur der Buyouts gemäß Bain in der Regel mit einer Nettoverschuldung vom sechsfachen der Gewinne vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA) stattfinden, sind die Unternehmen im breiten Aktienindex signifikant niedriger mit zirka der 1,5 oder zweifachen Nettoverschuldung/EBITDA verschuldet (vergleiche Bloomberg für die Fiskalperiode 2024) – mit entsprechenden Konsequenzen für die erzielbare Eigenkapitalrendite.

AKADEMISCHE ARBEITEN FINDEN KEINE OUTPERFORMANCE VON PRIVATE EQUITY

Auch die Bewertung ist selten im Einklang. Der MSCI Europe und sein [Pendant für Small Caps](#) haben laut Bain-Report bis 2021 mit teils zweistelligen EV/EBITDA-Multiplikatoren lange Zeit über den durchschnittlichen Bewertungen gehandelt. Das hat sich umgekehrt: Mit dem siebenfachen Gewinn (Small) und 9-fachen Gewinn (Europe) liegen liquide Benchmarks unter den weniger gesunkenen Bewertungen der PE-Deals, die im Schnitt noch beim etwa 10-fachen liegen (Daten gemäß Bloomberg/Bain PE Report).

Wer im Wissen um diese Verzerrungen einen Blick auf akademische Literatur wirft, die versucht systematisch Faktoren wie Größe, Sektorenzusammensetzung, Einkaufsbewertung und Verschuldung der Zielunternehmen zu berücksichtigen, gelangt zu dem Ergebnis, dass die vermeintliche Outperformance vielleicht gar nicht existiert. Akademische Arbeiten von [Chingono & Rasmussen \(2015\)](#), [L'Her, Stoyanova, Shaw, Scott & Lai \(2016\)](#) oder [Turkington \(2019\)](#) finden in ihren Datensätzen eine Replizierbarkeit der Private-Equity-Rendite vor Kosten durch eine Selektion börsennotierter Unternehmen mit gleichen Charakteristiken.



CHOM CAPITAL

SUSTAINAMENTALS® Insight

Liquide Small Caps vs. illiquide Private-Equity-Fonds



Die Frage der Outperformance ist vielmehr eine Frage der Stichprobe des Vergleichs. Korrigiert man den systematischen Style-Bias, verschwindet die vermeintliche Prämie und es bleibt die Erkenntnis, dass kleine Unternehmen mit günstiger Bewertung und Leverage ein attraktives Eigenkapitalinvestment sind – sofern die richtigen Sektoren selektiert, Verschuldung zurückgeführt wird und das unterliegende Geschäft sich belebt – was alles aber keine exklusiven Merkmale der PE-Branche sind.

WIE WERDEN DIE RETURNS GEMESSEN?

Bevor man sich mit den Daten beschäftigt, die für gewöhnlich im Performancevergleich der Assetklassen ins Feld geführt werden, gilt es einen strukturellen Unterschied zwischen Public und Private Equity zu verstehen. Die Renditemessung liquider Aktien hat sich durch die Einführung des modernen Indexings in eine objektivierbare Disziplin gewandelt. Spätestens seit der Jahrtausendwende findet man für die entwickelten Märkte daher Performanceaggregate, die gemeinhin als Gesamtmarkt-Barometer akzeptiert sind.

Für die Private Equity Branche bemühen sich Anbieter wie Preqin um eine größere Transparenz, aber jeder Indexierungsversuch hat gemein, dass er ein abstrahiertes Konstrukt aus einzelnen Fondsdaten ist und damit nicht ein wie für Investoren in liquiden Aktien investierbarer Index. Es gibt keinen ETF zu Minimalkosten, der es Investoren ermöglicht „die Marktrendite“ von Private Equity zu investieren.

DIE ROLLE DES ZEITHORIZONTS FÜR DIE PERFORMANCEMESSUNG

Ein zweiter Aspekt: Weil PE-Fonds ihre Targets nicht auf Knopfdruck akquirieren können, spielt der Zeithorizont eine besondere Rolle in der Performancemessung. Im Sinne der Textbuch-konformen Methode des internen Zinsfußes („IRR“) bedient sich die Branche daher des Ein- und Auszahlungsprofils aus Capital Calls und Distributions.

Private-Equity-Fonds blenden dabei den Zeitversatz zwischen First Close ihres Fundraisings und dem Capital Call aus und unterstellen implizit mit der IRR-Methode,

dass die zurückgeführten Cashflows zur gleichen Rendite reinvestiert werden könnten. Ist es daher fair die IRRs mit einem durchgehend vollinvestierten Investment zu vergleichen? Zum Vorhalten der Liquidität spielen schließlich notwendige Opportunitätskosten eine signifikante Rolle, insbesondere wenn im selben Moment ein mögliches Re-Investment zum Zinsfuß des Cashflow-Profils der Private-Equity-Ausschüttungen unterstellt wird.

Stellt man das Gedankenexperiment an und lässt für den Performancevergleich die Uhr ab dem First Close für das Gesamtvolumen laufen, reicht ein einfaches Rechenbeispiel, um die Illusion des IRR offenzulegen: Erwirtschaftet ein Private-Equity-Fonds das beachtliche Ergebnis einer Verdopplung des Kapitals (2x DPI) über das Auszahlungsprofil von 10 Jahren, würde man in der geometrischen Renditeberechnung eines vergleichbaren Aktienindex die Rendite als $2^{(1/10)} \approx 7\%$ berechnen. Ein Wert, der verdächtig weit weg von den systematisch zweistellig kolportierten IRRs der Branche liegt und deutlich macht, dass die Messung der Kapitalwertsteigerung mit IRR-Metrik verzerrt ist.

WARUM DIE PME-METHODE UND IHRE ANNAHMEN ZU HINTERFRAGEN SIND

Die Methode des sogenannten PME („Public Market Equivalent“) ist eine Herangehensweise, die eingeführt wurde, um diesem Messproblem Rechnung zu tragen. Indem das Investment im liquiden Markt dem unterschiedlichen Timing des Cash-Profils eines PE-Fonds angeglichen wird, habe man in der Theorie eine bessere Vergleichbarkeit. In der Praxis ist dies aus mindestens zwei Gründen zu hinterfragen.

Erstens: Warum sollte bei strukturell positiven erwartbaren Gewinnen nicht das Gesamtkapital im liquiden Markt investiert werden? Wie angeschnitten, würde durch die Angleichung an das Cash-Profil eines PE-Fonds ein Teil der positiven Performance-Kontribution einer liquiden Anlage ignoriert werden. Zur Bereinigung der Diskrepanz in der Vergleichbarkeit unterschlägt man damit eine systematisch positive Eigenschaft des liquiden Marktes zugunsten der Performancemessung des diskretionären und gestückelten Profils der Private-Equity-Branche.



CHOM CAPITAL

SUSTAINAMENTALS® Insight

Liquide Small Caps vs. illiquide Private-Equity-Fonds



Zweitens: Wenn man eine Gesamtaussage für die Branche und nicht einzelne Fonds trifft, sollte rollierend unterstellt werden können, dass das Kapital in Private Equity als gesamtinvestiert gemessen werden kann. Das PME hinkt sonst in seiner Logik gegenüber einer strukturell vollinvestierten Aktienbenchmark.

Folgt man diesem Gedanken, wäre die faire korrespondierende Rendite von Private Equity das geometrische jährliche Äquivalent aus dem TVPI (Total value to paid in capital – Berücksichtigt neben Ausschüttungen den unrealisierten Residualwert von Fonds, deren Beteiligungen noch nicht veräußert sind) aus eingezahltem und ausgeschüttetem Kapital im Start und Endjahr des Vergleichszeitraums. Das Rechenbeispiel im vorherigen Absatz hat dann bereits gezeigt, wie sich damit die tatsächliche annualisierte Verzinsung des Gesamtkapitals den durchschnittlichen Marktrenditen der gängigen adäquaten Aktienbenchmarks verdächtig annähert.

DAS SPIEL MIT DER VERZÖGERUNG DES KAPITALABRUFES

Ein weiterer Grund, warum das Auszahlungsprofil des Private-Equity-Fonds keine realitätsgetreue Messung des Gesamtinvestments darstellt, liegt in dem Trend, den Abruf des Kapitals künstlich zu verzögern. Gemeint sind damit capital call lines of credit – ein Instrument, das den Kapitalabruf von Limited Partners in PE-Fonds mithilfe einer Kreditlinie so lange hinauszögert wie möglich, um damit den gemessenen IRR des einzelnen Investments zu verbessern. Denn je früher Kapital dem Fonds zufließt, desto niedriger sind tendenziell die IRRs, da sich die Zeitspanne zukünftiger erwartbarer Cashflows vergrößert. Der General Partner (GP) erreicht eine Besserstellung des Anteils seiner Carry-Vergütung ohne einen positiven Effekt auf die tatsächliche Kapitalwertschöpfung, den Moneymultiple (MOIC – Multiple of invested capital) des einzelnen Investments beziehungsweise Gesamtfonds.

Goldman Sachs berichtet jüngst von dieser Form des Kreditgeschäfts als Wachstumsfeld. Das deutet auf eine steigende Bereitschaft unter PE-Investoren hin, einen weiten Weg zu gehen, um die Performance-Uhr zu ihren Gunsten laufen zu lassen.

Daten von MSCI zeigen, dass damit Returns zunehmend und um bis zu mehrere Prozentpunkte geschönt werden. Stellt man also einen Performance-Vergleich mit einer Branche an, die systematisch Mittel einsetzt, die eine nominale Performance-Kennzahl zu Ungunsten ihrer Investoren verschiebt, sollte man die Methodik dieser Zahlen besonders kritisch hinterfragen.

GUTE PERFORMANCE VON PRIVATE EQUITY IN DEKADE MIT HISTORISCHEM RÜCKENWIND

Die analysierbare und gute absolute Performance von vielen PE-Fonds muss letztlich auch im Kontext gesehen werden: Eine Mischung aus sinkenden Zinsen, steigenden Bewertungen und anschwellenden Fondsgrößen waren in der vergangenen Dekade optimale Bedingungen. Die Vintages dieser Zeit, also die Startjahre, in denen PE-Fonds begannen, ihre Investitionen zu tätigen, haben diesen Rückenwind zweifelsohne mit hervorragenden Ergebnissen abgebildet.

Festzuhalten ist aber, dass dies eine Funktion der systematischen Selektion von unterliegenden Beteiligungscharakteristika ist und wohlwollend gemessen wurde. Bei einheitlichen fundamentalen Faktoren kommt unter dem Strich heraus: Unternehmen im Small-Cap-Markt mit günstigen Bewertungen und etwas Leverage zu kaufen, ist der Sweetspot des Eigenkapitalinvestments mit replizierbaren Renditen, ohne die Varianz von Frühphaseninvestments und mit systematischer Performance-Prämie gegenüber etablierten Blue Chips.

FRAGEZEICHEN HINTER DER REPLIZIERBARKEIT DER PERFORMANCE

Richtet man den Blick nach vorne kommt die Frage dazu, ob vergangene Renditen im Zuge von nun schwelenden Liquidationsproblemen, systematisch gestiegenen Ausgangsbewertungen, durchkonsolidierten Ziel-Branchen und möglicherweise anhaltendem Zins- und Inflationsdruck für die Private-Equity-Branche replizierbar sind. Diesen Fragen gehen wir in Teil 2 und 3 unserer Serie nach.



CHOM CAPITAL

TEIL 2 VON 3: WARUM DIE BETEILIGUNGEN VON PRIVATE EQUITY KEINE KÜNFTIGE OUTPERFORMANCE BEGRÜNDEN

Im zweiten Teil unserer Serie richten wir den Blick auf das Herzstück der Private-Equity-Fonds – die unterliegenden Beteiligungen, die die Performance verdienen sollen.

Unter Berücksichtigung der Befunde des ersten Teils wollen wir im folgenden Beitrag die Frage der fundamentalen Qualität der Beteiligungen und ihrem Preis, also der Bewertung, stellen.

Die Fragestellung ist in zwei Blöcke aufgeteilt: Zum einen geht es darum, ob die Beteiligungen neben den strukturellen Merkmalen, die wir in der Performance-Messung beleuchtet haben, auch fundamentale Unterschiede in der operativen Geschäftsentwicklung wie Umsatzwachstum, Gewinnmargen und Cashflows aufweisen. Zum anderen werden wir die Unterschiede der Bewertungsniveaus im Einkauf und der Bewertungsmethoden im Bestand genauer unter die Lupe nehmen. Wir differenzieren dabei zwischen systematischen Faktoren und der aktuellen Marktphase.

Warum ist das relevant? Wären die Fundamentaldaten strukturell anders, würde dies auch ein anderes Performancepotenzial oder bei effizienten Märkten eine höhere Bewertung implizieren. In Teil 1 der Analyse haben wir bereits herausgearbeitet, dass es schwierig ist, einen Vergleich anzustellen, der alle Unterschiede der Beteiligungen angleicht. Dieses Problem setzt sich bei der Analyse der Fundamentaldaten und Bewertung fort. Es gilt daher wieder zunächst zu definieren, woran der Vergleich angestellt wird. Wie in Teil 1 unserer Serie gezeigt, ist der gängige Aktienindex dafür kein adäquater Vergleichsmaßstab.

Anekdotisch sei trotzdem erwähnt, dass der Vergleich der Fundamentaldaten hier am empirischen Beispiel der Perioden [2022](#) und [2023](#) eher zum Nachteil von Private-Equity-Fonds ausfällt.

Studien des US-Asset-Managers Verdad Capital verglichen die Fundamentaldaten der S&P-500-Unternehmen mit denen von PE-Beteiligungen, die kürzlich an die Börse kamen und über Minderheitsanteile noch Teil jener Fonds sind. Die Ergebnisse sprechen eine klare Sprache: In allen Kategorien außer dem Umsatzwachstum haben die PE-Beteiligungen schlechtere Kennzahlen. Während das Umsatzwachstum von 2018 bis 2022 tendenziell höher ausfiel, drehte es im Jahr der Zyklusabkühlung 2023 unter den Trend von liquiden Benchmark-Titeln, was für eine höhere zyklische Anfälligkeit spricht. Das ist besonders delikat, weil PE-Fonds im Vergleich zum Einschnitt der liquiden Marktbewertungen im Jahr 2022 relativ gesehen weniger korrigiert wurden. Ein Umstand, den sie anscheinend nicht mit fundamentaler Überlegenheit rechtfertigen konnten.

KEIN EINHEITLICHER KONSENS ÜBER DIE WERTSCHÖPFUNG DES PE-ANSATZES

Im Bemühen um eine trennscharfe Diskussion, führt uns die Suche nach adäquateren Vergleichsmethoden aber zunächst wieder in die akademische Literatur und einschlägige empirische Analysen der aktuellen Branchenberichte.

Eine Metastudie von Krysta und Kanbach (2022), die 110 empirische Paper vergleichen, lässt einen ersten Schluss zu: Es gibt keinen einheitlichen akademischen Konsens über die Wertschöpfung des PE-Ansatzes. Die Datenlage sei „unvollständig, inkonsistent und unausgeglichen“, eine Argumentationsbasis, die es schwierig macht, pauschale Argumente zu formulieren. Das ist ein Indiz, dass es an statistisch unbestreitbaren Faktoren fehlt, die mit der fundamentalen Entwicklung der Beteiligungsfirmen, die so oft anhand der IRR-Performance als höher erklärte Rendite von PE-Unternehmen belegen könnten.

SUSTAINAMENTALS® Insight

Liquide Small Caps vs. illiquide Private-Equity-Fonds



Die Researcher finden als einziges fundamentales zentrales und wiederkehrendes Element Wachstum, was sich mit der empirischen Beobachtung von Verdad Capital (siehe oben) deckt. Das wird auch von den [Daten des Bain Private Equity Report aus 2023](#) gestützt, der im Rückblick der vergangenen 10 Jahre die Wertschöpfung von PE-Transaktionen auf fundamentale Treiber herunter bricht.

WACHSTUM UND BEWERTUNGS-AUSWEITUNG ERKLÄREN WERTSTEIGERUNG

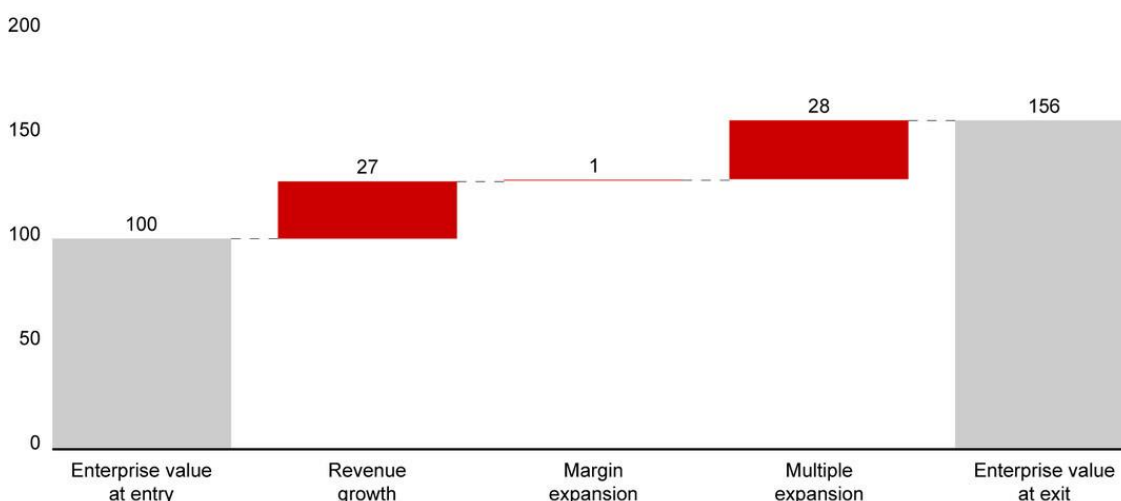
Die zwei Faktoren, die nahezu die gesamte Wertsteigerung erklären, sind Wachstum und Bewertungsausweitung, wobei wir auf Letztere später noch zu sprechen kommen. Doch woher kommt dieses Wachstum? Wir haben in Teil 1 thematisiert, dass PE-Fonds eine Präferenz für Zielunternehmen in gewissen Endindustrien haben. So das Beispiel der signifikant höher gewichteten Technologieunternehmen im Vergleich zu den großen Aktienindizes. Dies erklärt ein höheres unterliegendes Wachstum, ist aber nur die halbe Wahrheit.

Die PE-Branche wird nicht müde, ihre zunehmende operative Rolle in der Entwicklung der Beteiligungsunternehmen als Wertbeitrag zu betonen.

Die andere Governancestruktur erlaube es, konsequenter Strategiepläne umzusetzen und abseits des Kapitalmarkts und ohne den Druck aus quartalsweisen Offenlegungspflichten Unternehmen langfristig zu entwickeln. Ein Wachstumsmodell, dass die Branche dazu perfektioniert hat – schließlich ist sie gespickt mit einem Talentpool, der von ex-M&A-Bankern dominiert wird – ist die [Buy-and-Build-Strategie](#). Dieses anorganische Expansionsmodell konzentriert sich auf Unternehmenszukaufe als Wachstumstreiber. Ihre Prominenz in PE-Modellen gilt als fundamentaler Wertbeitrag, der über das reine LBO (Leveraged Buy-Out) im Sinne einer hohen Verschuldung als Treiber der Eigenkapitalrendite hinausgehen soll.

Die Frage ist also ob über Konsolidierungsstrategien gewachsene Unternehmen damit eine höhere unterliegende Wachstumsqualität der Beteiligungen erklären. [Hammer, Marcotty-Dehm, Schweizer, & Schwetzler \(2022\)](#) legen nahe, dass es tatsächlich eine im Durchschnitt höhere Rendite gibt, die sich statistisch signifikant vor allem durch ein doppelt so hohes Umsatzwachstum wie in PE-Deals ohne Buy-and-Build erklären lässt und begleitet wird von einer größeren Bewertungsexpansion.

Median indexed value creation
(Global buyouts, deal entry years 2012–22)



Notes: All calculations in US dollars; deal universe includes buyout deals globally; all deal sizes; deal entry years 2012–22; fully realized and partially realized deals
Source: DealEdge powered by CEPRES data

Abbildung 1: Median-Wertschöpfung Buyouts (indexiert), Quelle: Bain Private Equity Midyear Report 2023



CHOM CAPITAL

SUSTAINAMENTALS® Insight

Liquide Small Caps vs. illiquide Private-Equity-Fonds



NICHT ALLE BUY-AND-BUILD-DEALS HABEN EINE ÜBERLEGENE PERFORMANCE

Die bereits erwähnte Bain-Studie erklärt dabei den wichtigsten Unterschied: Jene Buy-and-Build-Deals, die auf Bewertungsarbitrage durch eine höhere Bewertung für ein größeres Gesamtunternehmen beruhen, haben im Vergleich zu jenen mit fundamentalem Rational aus Wachstums- oder Margenpotenzial eine signifikant geringere Wertschöpfung gemessen am MOIC-Multiplikator (Multiple on Invested Capital).

Eine Erklärung, die aus unserer Sicht naheliegend ist. Weshalb sollten in der Kürze der Halteperiode im Zweifel lose integrierte Unternehmen mit einem organisch nicht replizierbaren Wachstumsprofil eine Bewertungsprämie verdienen?

Während die Strategie also eine mögliche Route für eine höhere Rendite durch überlegenes Wachstum aufzeigt, ist der Knackpunkt vor allem darin zu sehen, dass sich auch hieraus offensichtlich kein Argument für die Gesamtpopulation der PE-Fonds gegenüber einer Kontrollgruppe im liquiden Markt kreieren lässt: nicht alle PE-Deals sind Buy-and-Build-Ansätze und nicht alle Buy-and-Build-Deals haben eine überlegene Performance. Kleinere Datensätze wie der von [Belyakov \(2020\)](#), der dies für den Markt in Großbritannien untersucht, deuten zudem darauf hin, dass die Inzidenz von Nachfolgeakquisitionen gar nicht unbedingt höher bei PE-Targets ist. Außerdem schränkt er ein, dass diese Strategien vor allem bei kleineren Unternehmen funktionieren, aber der Effekt bei zunehmender Größe schwindet.

BESSERES MARKTTIMING DANK EXPERTENWISSEN?

Einen interessanten [alternativen Blickwinkel gibt Gredil \(2022\)](#). Anstatt nach Erklärungen auf Ebene der Unternehmenszahlen zu suchen, fragt dieser, ob PE-Investoren aufgrund ihrer Nähe zu den Unternehmen überlegene Informationen und damit ein besseres Markttiming haben. Die Ergebnisse legen nahe, dass spezialisierte Fonds ein besseres Markttiming aufgrund von industriespezifischem Domänenwissen haben, aber am

Ende die Performance-Gebühren entscheiden, ob sie nach diesen Informationen handeln. Ein möglicher Mehrwert, aber sicher auch nicht extrapolierbar für die Assetklasse als Ganzes.

Setzt man statt der einzelnen Beteiligung beim Investmentuniversum als Ganzes an, bringt Laurens Swinkels, Finanzprofessor und ehemaliger Research-Chef beim Norwegischen Staatsfonds NBIM, einem der größten Investoren in börsennotierten Unternehmen, eine weitere wichtige Perspektive ein. Er argumentiert aus Sicht der Management-Teams und lässt sich [gegenüber der Financial Times zitieren](#), dass „Unternehmen nicht mehr an der Börse notiert sein wollen“.

ZAHL DER BÖRSENNOTIERTEN UNTERNEHMEN NIMMT AB – ABER VOR ALLEM VOR DEM PE-BOOM

Ein wichtiger Kontext dabei ist die Frage der Anreize für die handelnden Personen in den Zielunternehmen. Es ist wohl nicht von der Hand zu weisen, dass aus Sicht eines Managers, die notwendige Transparenz einer börsennotierten AG mit den Haftungsrisiken nicht unbedingt attraktiver ist. Zudem würden Vergütungsrichtlinien mit den stark incentivierten Vergütungspaketen eines „Sweet Equity“-Deals, eine besonders stark gehebelte Aktiengattung in PE-Transaktionen, mit der Führungskräfte bei Zielerreichung besonders hohe Aktienpakete realisieren können, im börsennotierten Bereich nicht jedes Aktionärsvotum überstehen.

Die Konklusion, dass sich aus einer rückläufigen Zahl der börsennotierten Unternehmen das Anlageuniversum aus den öffentlichen Kapitalmärkten in den privaten Markt verschiebt, wäre jedoch voreilig. Für die [USA zeigt McKinsey](#) auf, dass dieser Effekt eher vor 2010 stattgefunden hat, aber nicht während der vergangenen Boom-Dekade im PE-Geschäft. Auch für Europa ist laut einer [Oxera-Studie für die EU-Kommission](#) die Anzahl insgesamt zwar rückläufig, aber die der Unternehmen in institutionell investierbarer Größe sogar gestiegen.



CHOM CAPITAL

SUSTAINAMENTALS® Insight

Liquide Small Caps vs. illiquide Private-Equity-Fonds



BUY-OUT-INDUSTRIE IST AUF 5 BILLIONEN EURO ANGEWACHSEN

Folgt man trotzdem dem Gedanken, dass die Unternehmen länger in privater Hand bleiben, kommt man unweigerlich zum letzten großen kontroversen Thema der Fonds-Beteiligungen: Sogenannte Sekundäre Buy-Outs also Anschlusstransaktionen von PE-Beteiligungen, bei denen ein Asset zwischen zwei Fonds weiterverkauft wird.

Aufgrund der damit verbundenen Friktion und Transaktionskosten sowie Sorge von geringerem Wertpotenzial durch bereits realisierte Potenziale unter dem ersten Eigentümer, wurde die Praxis immer wieder kritisch besprochen. Die Daten sehen hingegen weitaus nüchterner aus: [Kick und Schwetzler \(2021\)](#) reihen sich mit ihrer jüngsten Studie in eine längere Liste an empirischen Untersuchungen ein, die sowohl für die Renditeentwicklung als auch operative Performance von Sekundärtransaktionen keine unterdurchschnittliche Entwicklung feststellen können.

Sekundäre Transaktionen sind aber sehr wohl ein Ebenbild einer anderen unweigerlichen Konsequenz des großen Wachstums der PE-Branche. Die Buy-Out-Industrie ist auf 5 Billionen Euro herangewachsen, eine Größenordnung, in der schon aus statistischer Sicht nach dem Gesetz der großen Zahlen sich ihre Durchschnittswerte der Grundgesamtheit immer weiter angleichen müssen, während die Branche nach neuen Jagdgründen sucht. Der Zielmarkt für die durchschnittliche Beteiligung ist längst nicht mehr nur Mittelstand und Nachfolgesituationen, sondern wie in den letzten zwei Jahren wieder angestiegene [Public-to-Private-Transaktionen](#) belegen, eben auch der liquide Aktienmarkt als Spezialitätengeschäft mit Sonderschlussverkaufspreisen.

LUKRATIVE EINKAUFSPREISE AM LIQUIDEN MARKT

Das bringt unweigerlich die andere Dimension unserer Fragestellung ins Spiel – das Bewertungsniveau. Sucht man nach Indizien für die Attraktivität der Bewertung, steckt darin nämlich eine relative Aussage. PE-Investoren liefern den Beleg für lukrative Einkaufspreise im liquiden

Aktienmarkt, indem sie vermehrt mit Kontrollprämien dort selbst shoppen gehen. Da der Trend in der letzten Dekade aber immer mehr zum sekundären Buy-Out ging, ist im Umkehrschluss die Bewertung dort nicht ganz so attraktiv wie davor. Es fehlt sonst an Erklärungen, warum ein rekord-großer Pool an nicht abgerufenem Kapital nach neuen Deals jagt, während ein Rekordbestand an Wert auf den Büchern von PE-Fonds liegt, und nach Exitmöglichkeiten sucht – [aber das Transaktionsvolumen im Keller bleibt](#).

Was steckt also dahinter? Eines steht fest, an den verfügbaren Mitteln kann es nicht liegen, die Branche insgesamt sitzt laut allgemein bekannter Statistiken bereits auf einem Rekordniveau an sogenanntem „Dry Powder“. Zumal von diesen [über eine Billion Euro laut Bain](#) über ein Viertel mehr als vier Jahre alt sind – so alt wie noch nie zuvor im Schnitt. Das Rekordniveau an zugesagtem, aber nicht abgerufenem Kapital muss die Frage erlauben: wenn es so viel Kapital bereits heute gibt, dass nach passenden Deals sucht und keine findet – warum einen neuen Fonds auflegen? Welches Zeichen sendet es für neues Fundraising, wenn über ein Viertel des Kapitals nach 4 Jahren nicht investiert werden konnte? Welchen strategischen Vorteil hat es heute frisches Kapital zuzusagen?

Das groteske daran: Zum Zeitpunkt der Zyklushochs in den Bewertungen sah das noch anders aus: Bis in die erste Jahreshälfte 2022 blieb die Deal-Anzahl und das -Volumen noch auf Augenhöhe mit dem Rekordjahr 2021, bevor Inflationsschock und Zinswende dem ein abruptes Ende bereiteten. Das ist [laut Bain](#) übrigens nicht zum ersten Mal der Fall: schon in 2008/09 zeigte sich dieses Muster, als das Dealvolumen um etwa 75 Prozent gegenüber 2006/07 gesunken war. Empirisch lässt sich daraus nicht ableiten, dass die PE-Branche ein besonderes Talent zum Einkauf bei niedrigen Bewertungen hat. Im Gegenteil scheinen sogar die Rekordwerte im Dealvolumen prozyklisch in jene Jahre zu fallen, als die liquiden Aktienmärkte ein größeres Top ausgebildet haben und die Referenzbewertungen am höchsten waren, wie es in den Beispielen 2007 und 2021 der Fall gewesen ist.



CHOM CAPITAL

SUSTAINAMENTALS® Insight

Liquide Small Caps vs. illiquide Private-Equity-Fonds



BÖRSENNOTIERTE SMALL CAPS SIGNIFIKANT GÜNSTIGER ALS PE-HOLDINGS

Woran liegt es also dann, dass sich das Blatt zugunsten der natürlicherweise als Mark-to-market transparent bewerteten liquiden Assets verschoben haben scheint? Die zentrale Erklärung ist darin zu finden, dass die Bewertungen von PE-Holdings deutlich weniger korrigiert wurden. Während das adäquate Vergleichssegment zu PE-Beteiligungen, die liquiden Small-Caps, eine historische Korrektur erlebt haben, sind PE-Fonds (gemäß ihrer eigenen Kalkulation) deutlich weniger gefallen.

Der breite Small-Cap-Index für Stoxx Europe TMI Small handelt gemäß Schätzdaten des Bloomberg-Konsens auf zirka 7x EV/Ebitda, signifikant günstiger als die durchschnittlichen Multiplikatoren von PE-Fonds, die laut Branchenberichten von Bain und McKinsey weiter bei 10-11x einkaufen. Das ist auch deshalb relevant, weil die Bewertungsausweitung als einer der Kernfaktoren, die PE-Fonds in der messbaren Wertschöpfung von 2012 bis 2022 laut Bain abgebildet haben, eine Einbahnstraße ist. Ein nach oben korrigiertes Ausgangsniveau bedeutet, dass sich dieser Performance-Baustein in einem neuen Zyklus so nicht wiederholen lässt.

Während es Goldman Sachs noch mit einer Gegenposition zur Bewertungsdiskrepanz in 2022 versuchte, ahnte man schon, dass der sich anbahnende Regime-Wechsel eines höheren Zinsumfelds wohl ein langfristiges Hindernis darstellen könnte. Neuere Studien deuten darauf hin, dass die Persistenz der Wertentwicklung von PE-Fonds abnimmt, so wie laut Harris, Jenkinson, Kaplan und Stucke (2020), die nur noch „wenig Anzeichen“ dafür finden.

PE-FÜHRUNGSKRÄFTE SORGEN SICH UM RENDITEKONTINUITÄT NACH ZINSSCHOCK

Diesen Trend scheinen nun auch die Protagonisten der Industrie selbst zu erkennen. Die Sorge greift um sich, ob vergangene Renditen replizierbar sind. Nehmen Sie es in den Worten der Industrie-Granden:

Man zweifelt auf dem alljährlichen Branchentreff, der Super Return Industriemesse, wo die Chefs der größten Häuser wie Apollo, Carlyle und KKR unisono warnten und ihre Bedenken vor Anbruch eines neuen Zyklus äußerten.

Das bringt unweigerlich die Frage mit sich: wie belastbar sind die Bewertungsdaten von Private Equity? PE-Fonds berichten bei einer geringeren Volatilität, dass ihre Beteiligungen weniger gelitten haben als die des liquiden Marktes – sind aber im Einstand höher bewertet und höher verschuldet, ohne pauschale operative und fundamentale Vorteile. Einen Prozess den prominente Investoren wie der Gründer und CIO von AQR Capital Management, Cliff Asness, als „Volatilitäts-Waschmaschine“ bezeichnen. Eine künstliche Renditeglättung, die die Volatilität der zugrunde liegenden Vermögenswerte stark unterberichtet.

UNTERBERICHTETE WERTSCHWANKUNGEN VON PRIVATE EQUITY ALS „VOLATILITÄTS-WASCHMASCHINE“

Die akademische Literatur hegt daher schon lange ernste Zweifel daran. Besonders markant bringt es Welch (2014) auf den Punkt, der schon vor 10 Jahren zeigte, dass die vermeintliche Portfoliodiversifikation von PE-Investments eine Funktion kreativ ausgelegter Bewertungen ist. Wenn man die zuvor ausgeführten Erkenntnisse heranzieht, erlauben wir uns das Urteil: zurecht.

Ohne erkennbare Differenz in der fundamentalen Qualität, abgesehen von akquisitiven Wachstumsstrategien als nicht-pauschalisierbare Wertschöpfungsmethoden, scheinen die Argumente bei einer aktuell höheren Einstandsbewertung fadenscheinig, warum diese Unternehmen mit mehr Verschuldung eine geringere Volatilität, aber strukturell höhere Rendite haben sollten.

Neben der Frage, was mit den unrealisierten Investments von PE-Fonds passiert, ist das besonders relevant für die Allokationsentscheidung nach vorne, wo es um die Einstandsbewertung geht. Hier sehen wir die liquiden Small Caps zum Anbruch eines neuen Zyklus vorne.



CHOM CAPITAL

TEIL 3 VON 3: WARUM ILLIQUIDITÄT UND KOSTEN MEHR DENN JE GEGEN PRIVATE EQUITY SPRECHEN

Unser dritter und letzter Teil zum Vergleich liquider Small Caps gegen illiquide Private-Equity-Fonds: fasst zum Abschluss die Allokationsimplikationen zusammen und richtet den Blick auf den Rahmen beider Anlagen: Fondsmantel, Liquidität und Kosten.

Nachdem wir im ersten Teil die Performance(-messung) unter die Lupe genommen haben, folgte im zweiten Teil der Blick in die Portfolios. In Teil 3 möchten wir nur zum Abschluss unserer Serie noch das Vehikel selbst vergleichen – wie fungibel, liquide und kostspielig ist der Fondsmantel, um in diese Unternehmensgruppen zu investieren? Welche Implikationen ergeben sich aufgrund der Eigenheiten der jeweiligen Hülle für die Allokation?

Wir gehen auf die Themen der Disponierbarkeit, Kapitalrückführung, Transparenz, Struktur sowie Kosten ein, bevor wir mit den Allokationsgedanken und einem Fazit unsere Reihe abschließen.

Oberflächlich betrachtet ist die Liquiditätsfrage der Fondshüllen zunächst eine Definitionssache. Es ist dem Geschäftsmodell inne und im Namen verankert, dass offene Fonds in liquiden Aktien einen strukturellen Liquiditätsvorteil gegenüber geschlossenen Private-Equity-Fonds mit illiquiden Mehrheitsbeteiligungen bieten.

Wendet man diese Kategorie als Gradmesser an, dann liegt es also in der Natur der Sache, dass das Urteil für die liquide Fondshülle spricht, noch bevor man die Einzelheiten diskutiert. Es wäre jedoch zu einfach zu behaupten, dass die Fonds liquide sind und damit überlegen – die Nuancen in der tatsächlichen Einhaltung dieser Versprechen sollten für Investoren eine Rolle in der Entscheidung spielen.

LIQUIDE ASSET-KLASSE IST NICHT GLEICH LIQUIDITÄT

Ein zentrales Kriterium, um die Vorteile der täglichen Liquidität bei einem liquiden Small-Caps-Konzept einzuhalten, ist die Fondsgröße. Risiken entstehen hier vor allem dann, wenn das Volumen nicht mehr im Einklang mit der Kapazität des Zielmarktes ist.

Die Konsequenz wäre sonst bei einem konzentrierten Investmentansatz ein zu hoher Anteil am Grundkapital der Beteiligungen und illiquide Einzelpositionen in einer liquiden Fondshülle.

Diesem ließe sich unter anderem durch eine Ausweitung und damit Aufweichung des Investments auf Indexbreite – bei der sich die Allokation via ETF empfiehlt – entgegenen. Mögliche Abstriche wären im Renditepotential aufgrund der in Teil 1 behandelten Unterschiede in den Beteiligungen mit Blick auf Sektorkonzentration, Einkaufsbewertung und Kapitalstruktur/Leverage hinzunehmen.

Alternativ müssten Investoren mit einer Verschiebung des Anlageuniversums weg von den kleineren Unternehmen hin zu großen Blue Chips leben. Dass dies bereits der Fall ist, zeigen unsere Daten für das Universum der europäischen Small-Cap-Fonds des Datenbankanbieters Morningstar. Nimmt man die zehn größten Fonds aus der Vergleichsgruppe per Jahresende 2023 und deren Beteiligungen unter die Lupe, dann stellt man fest, dass diese bereits zwischen einem Viertel bis zu einem Drittel an Werten halten, die Mid- bis Large-Cap-Größe haben.

Die Vorteile eines liquiden Fonds lassen sich also dann realisieren, wenn ein Small-Cap-Manager die Limitationen berücksichtigt und entsprechend keine zu großen Fondsvolumen umsetzt.

VORTEILE VON ILLIQUIDITÄT – LANGFRISTIGKEIT IN INVESTITIONEN UND INVESTORENSCHAFT

Der strukturelle, nicht von der Hand zu weisende Vorteil von Private Equity, ergibt sich auch aus diesem Punkt. Aufgrund der Volumenbeschränkung, die eine solche konzentrierte Strategie mit sich bringt, ist es nicht einfach, derartige Investments mit großen Kapitaltöpfen umzusetzen. Private-Equity-Fonds können aufgrund der geschlossenen Natur ihrer Fondshüllen ganz anders solche Summen in dem Segment kleiner Zielunternehmen



CHOM CAPITAL

SUSTAINAMENTALS® Insight

Liquide Small Caps vs. illiquide Private-Equity-Fonds



unterbringen und bieten damit jenen großen Investoren Zugang zu den spannenden Vorteilen dieser Sub-Assetklasse: Small-Cap-Unternehmen mit Leverage.

Die Private-Equity-Branche selbst zieht die Illiquidität als eine Begründung für die für sich beanspruchte, – und nach unseren Analysen in Teil 1 der Serie fragwürdige – Performance-Prämie heran. Sie hat aber auf eine ganz andere Art und Weise einen nicht zu unterschätzenden Vorteil für die Performance-Erzielung: Sie erzwingt eine Langfristigkeit der Investoren und verhindert damit, dass ein Investor durch prozyklisches Timing und kurzfristiges Handeln in Phasen von Volatilität den Wert eines Investments zunichtemacht. Blogposts wie diese von [Moonfare](#) und [Morningstar](#) fassen diese Phänomene treffend zusammen.

Dass dies überhaupt möglich ist, liegt im umgekehrten Sinne an dem anderen großen Vorteil der liquiden Natur: Investoren können in der Theorie das vollständige Kapital im Zeitpunkt t0 anlegen und abrufen. Im Gegensatz zu anderen Formen der delegierten Vermögensverwaltung besteht bei Private-Equity-Fonds im Wesentlichen keine Kontrolle über die Investitions- und Ausschüttungszeitpunkte durch die Investoren des Fonds. Die Anleger warten also teilweise jahrelang, bis Private-Equity-Fonds voll ausinvestiert sind, wie an der Problematik des Dry Powders erkennbar ist. Und auch dann sind sie selten über die Fondslaufzeit vollinvestiert.

KEINE KONTROLLE ÜBER INVESTITINGSRAD UND TIMING IN PRIVATE-EQUITY-FONDS

Weil das wie in Teil 1 beleuchtet verzerrend auf die Performanceberechnung wirkt, ist es in einem fairen Vergleich zu berücksichtigen. Aber viel mehr noch ist es im Kontext der Rückführung des Kapitals als ein veritables Problem für die Industrie zu sehen. Nicht nur hat der Limited Partner (LP) wenig Kontrolle über den Investitionsgrad während der Laufzeit, auch der General Partner (GP) hängt im Timing des Exits von den Marktbedingungen ab. In der Praxis zeigen sich im Markt einige bedenkliche Trends in Bezug auf die Realisierbarkeit der Cash>Returns.

Die versprochene Liquidität scheint sich zu verzögern und das Verhältnis an eingezahltem zu ausgeschüttetem Kapital gerät ins Ungleichgewicht. Die Private-Equity-Branche sieht sich mit dem [Problem einer ansteigenden Haltedauer ihrer Investments](#) konfrontiert. Diese Metrik ist das Spiegelbild eines komplizierten Exit-Fensters, in dem viele Fonds feststecken. Während des Zins- und Inflationsschocks in den letzten zwei Jahren sind die Deal-Volumen kollabiert und warten auf Erholung.

DAS VERHÄLTNISS VON ILLIQUIDITÄT UND PERFORMANCE – UNTERSCHÄTZTE PROBLEME

Die Performance-Uhr läuft dabei gegen sie, indem die Haltedauer hoch geht, weil Exits sich verschieben. Aus Sicht der IRR>Returns ist das ein Spiel gegen die Zeit – aus Sicht der Gesamtrendite eine Frage der Stichhaltigkeit der Buchbewertungen, wenn diese nicht liquidierbar sind. Damit die Performance nicht nur ein Papiertiger bleibt, sucht die Branche händierend nach Methoden, um die Liquidität zu kreieren.

Dabei bedient man sich zunehmend kreativer Hilfsmittel. Um die Beteiligungen durch die Phase höherer Zinsen in ein freundlicheres Umfeld bis zum Exit zu bringen, [floriert die Nutzung von PIK-Loans \(„Payment in Kind“\)](#). Bei dieser Methode kumulieren die Zinszahlungen als vorrangige Fremdkapitalposition, was in der Theorie zulasten des Eigenkapitals geht. Wenn anschwellende Zinskosten und zyklische Gegenwinde die Bedienung der Kredite zum Problem machen, ist das zwar kurzfristig attraktiver als der Default, aber die angehäuften und kapitalisierten Zinsschuld mindert laufend das realisierbare Eigenkapital. Und ob diese nun höher verschuldeten Assets für potenzielle Käufer attraktiver geworden sind, bleibt fraglich.

PERFORMANCE-PAPIERTIGER UNREALISIERTE INVESTMENTS: ZUNEHMEND KREATIVE METHODEN DER LIQUIDITÄTSBESCHAFFUNG

Einen Schritt weiter geht die [jüngst wieder boomende Methode der sogenannten „Dividend Recaps“](#) – einer Methode zur Ausschüttung durch die Hintertür. Durch die Aufnahme von Fremdkapital auf Ebene der Beteiligungsunternehmen zur Finanzierung großer Dividenden an Fonds wurde Cash an Investoren zurück-



CHOM CAPITAL

SUSTAINAMENTALS® Insight

Liquide Small Caps vs. illiquide Private-Equity-Fonds



geführt. Insbesondere angesichts des aktuellen Zinsniveaus ist dies eine kostspielige Methode, um das Exit-Problem hinauszuzögern.

Ein noch synthetischerer Weg, um diesem Umstand Abhilfe zu leisten und den Schein von echten Cashflows zu erzeugen, sind sogenannte NAV Loans. Ein Instrument, mit dem zusätzlicher Leverage in Form einer Beleihung des Fonds aufgenommen wird. Damit wird die schon signifikant gehebelte Assetklasse zu einem noch riskanteren Unterfangen.

Gemein haben die Methoden allesamt die nicht-operative Natur der Lösung über ein financial engineering. Das gibt ein bemerkenswertes Spiegelbild der Realität im Markt ab, dass nicht nur das Risiko der Illiquidität gnadenlos offenlegt, sondern auch zeigt, dass den Fonds wenig andere Möglichkeiten als schuldenfinanzierte Verzögerungstaktiken bleiben.

FINANCIAL ENGINEERING VERSCHACHTELT LEVERAGE IN HÜLLE MIT UNTERBERICHTETER VOLATILITÄT UND RISIKO

Im Kontext der vermeintlich geringeren Volatilität ist die Verschachtelung von Leverage auch als alarmierend zu sehen. Das Hauptrisiko besteht darin, dass Investoren Geld in eine Assetklasse investieren, die sie für sicher und diversifizierend halten, sich die Vermögenswerte jedoch als korreliert und riskant erweisen. Löst irgendwann in dieser Kette eine Tranche den Default aus, bringen gezwungene Verkäufer zugleich auch Druck auf die anderen Tranchen mit sich.

Was auf den ersten Blick wie unabhängige Vorgänge erscheint, erweist sich dann als eine abstrakte Kette von Zirkelbezügen auf das eigentliche Underlying – ein Investment in das operative Kapital einer Unternehmung. Die folgende Aufzählung des Bloomberg-Kolumnisten Matt Levine ist eine plastische und eindruckliche Liste an Verbriefungsmöglichkeiten, die die Industrie aus ihrem Kerngeschäft fabriziert hat:

1. *If there's a company, a private equity fund can buy it, putting up some of its own money (the equity) and borrowing the rest, secured by the assets of the company.*

2. *The private credit fund that made the loan in Step 1 can put up some of its own money and borrow the rest from a bank to fund that loan.*
3. *The private equity fund buying the company in Step 1 can temporarily borrow the money it uses to write the equity check (a "subscription line"), secured by the commitments of its investors (its limited partners) to eventually put up the money.*
4. *After buying the company, the private equity fund can take out a margin loan, secured by its equity stake in the company.*
5. *Or it can take out a net asset value loan, secured by its equity stakes in a whole portfolio of companies it owns.*
6. *Also, the company can borrow more money to pay dividends to the private equity fund.*
7. *The limited partners can sell their stakes in the private equity fund to a secondaries fund, which can borrow some of the money to buy them.*
8. *The general partners (sponsors) of the private equity fund can borrow money, "secured by management fees and carried interest income."*
9. *Or other funds can borrow money to buy the general partners' stakes in their firms.*

Quelle: [Bloomberg Opinion, Matt Levine, 24. Juli 2024](#)

Für LPs in den Fonds kann dieses Zusammenspiel schon früher toxisch werden, sollte man in der geschlossenen Struktur gezwungen werden aus Liquiditätsnot in den Sekundärmarkt verkaufen zu müssen. Ein solches Szenario ergab sich, nachdem 2022 die Bewertungen des liquiden Markts drastisch zurückgekommen waren und eine historische Korrektur am Anleihenmarkt dessen zinsloses Risiko offenlegte, während die NAVs bei Private-Equity-Fonds deutlich weniger korrigiert wurden. Weil in der Folge das Gewicht von PE-Investments in den Portfolios der Investoren überproportional anstieg, gerieten damit insbesondere regulierte Anleger in die Bredouille.



CHOM CAPITAL

SUSTAINMENTALS® Insight

Liquide Small Caps vs. illiquide Private-Equity-Fonds



Abseits der Frage der Stichhaltigkeit dieser Bewertungen waren sie gezwungen, dieses Übergewicht kurzfristig zu erheblichen Abschlägen im Sekundärmarkt umzuplatzieren, um die Struktur der Portfolien instand zu halten. Ein kostspieliges Unterfangen, dass die Idee der Illiquiditätsprämie endgültig konterkariert. Dass der Bain-Private-Equity-Report einen deutlichen Anstieg dieser Secondaries im Jahr 2023 verzeichnete, ist die logische Konsequenz dieser Zäsur.

Dass das Liquidations-Problem nicht besser wird, wenn man diese illiquiden Vermögenswerte in eine liquide Hülle packt, zeigen die Immobilienvehikel der großen Private-Equity-Häuser. Nach jahrelanger Einbahnstraße steigender Assets, zeigte die zinsinduzierte Umkehr der Mittelflüsse, dass es nicht besser darum bestellt ist. Die Saga der Immobilien-Vehikel des Private-Equity-Giganten Blackstone erzählen diese Geschichte, indem sie die Abflüsse regulieren und Fonds schließen mussten.

ALTERNATIVES BEI INSTITUTIONELLEN INVESTOREN BEREITS HOCH ALLOKIERT – DIE SUCHE NACH NEUEN MITTELN WIRD SCHWERER

Mit fehlenden Cash Flows bleiben die Investoren, bei denen sich die Assetklasse besonderer Beliebtheit erfreut hat, nervös. Kapitalgeber wie Pensionskassen mit laufenden Verpflichtungen sind auf die Rückführung angewiesen und bleiben daher zurückhaltend im Fundraising. Bei nach neuesten Studien 39 Prozent Portfolioallokation in Alternatives drängt sich die Frage auf – wie soll die Branche darüber hinauswachsen?

Ohne Exits aus den alten Fonds scheinen die Investoren zumindest nicht gewillt, neue Commitments abzugeben. Eine Rolle spielen dabei auch die in Teil 2 analysierten Sekundärverkäufe von Portfoliounternehmen zwischen Private-Equity-Fonds. Wenn das Fundraising ins Stottern gerät, können Private-Equity-Fonds nicht so kaufkräftig wie bisher diese Assets aus alten Fonds herauskaufen. Die in der Folge anhaltende Konzentration im Fundraising auf wenige große Fonds verstärkt dieses Dilemma eher noch.

PRIVATANLEGER ALS NEUER DARLING: EIN KRITISCHER BLICK AUF DIE „DEMOKRA- TISIERUNG“ DER PRIVATE-EQUITY-BRANCHE

Auf der Suche nach Mittelzuflüssen wendet sich die Branche daher wie nie zuvor an Privatanleger. Während wir es begrüßen, einen offenen und fairen Kapitalmarkt zu gestalten, der gleichmäßigen Zugang und Partizipation an Investmentopportunitäten ermöglicht, kommen wir nicht umhin, das Timing zu kommentieren. Zynisch gefragt: Steckt hinter dem Trend der „Demokratisierung“ der Assetklasse, der aktuell in einem Versuch über Eltifs das Ganze am Ende im großen Stil auf Retailinvestoren auszuweiten gipfelt, eher ein trojanisches Pferd?

Zu einem Zeitpunkt, an dem viele institutionelle Investoren bereits die Obergrenze für ihre Maximalallokationen in illiquiden Investments erreicht haben, sind die Mittel der Privatanleger begehrt wie nie. Neben dem anekdotisch schlechten Timing-Track-Record von Privatanlegern im Finanzmarkt, ist es aus unserer Sicht eher ein Warnsignal, wenn im großen Stile illiquide Investments neu verpackt und mit Modebegriffen garniert durch Vertriebsanreize in der Hand von Retailinvestoren landen.

Es existieren in der Form liquider Small-Cap-Fonds bereits vielfältige Möglichkeiten, in die unterliegenden Unternehmen mit disponierbarer Liquidität, laufenden Ausschüttungen und ohne die Risiken eines Abschlags zu investieren. Auch Transparenz und Aktualität sind dabei nicht zu ignorieren. Während Mark-to-market und Prospektregulierung die Anbieter von liquiden Fonds dazu anhalten, hier die Investorenschaft einheitlich und durch aktuelle Marktpreise zu informieren, ist das für Private-Equity-Fonds keinesfalls einheitlich. Die Frequenz, Transparenz und die Wertstellung von Private Equity vor allem in einer Zeit, wo die Rückführungen und Buchwerte so weit auseinander liegen, bleibt also eine Vertrauenssache mit zweifelhaftem Fundament.



CHOM CAPITAL

SUSTAINAMENTALS® Insight

Liquide Small Caps vs. illiquide Private-Equity-Fonds



DIE UNBESTREITBARE PRÄMIE: KOSTEN & GEBÜHRENMODELLE, DIE IN LIQUIDEN MÄRKTEN KEINE AKZEPTANZ FÄNDEN

Neben der dominanten und facettenreichen Liquiditätsfrage, die wir aus ihren verschiedenen Blickwinkeln beleuchtet haben, sind auch die Kosten ein zentrales Element in unserem angestrebten Vergleich. Während sich die Private-Equity-Industrie noch hartnäckig an das etablierte 2/20-Gebühren-Modell klammert, haben die liquiden Pendanten einen markt- und regulierungsgetriebenen kontinuierlichen Rückgang von Verwaltungsvergütungen gesehen. Investoren im aktiven und liquiden Markt vergleichen sich dabei rigoros mit Indexprodukten und unterliegen strengen Offenlegungspflichten für alle im Fonds belasteten Kostenpositionen.

Auch – oder gerade – für Private Equity gibt es diese Such- und Transaktionskosten, die sich in teuren Beraterkosten für aufwändige Due-Diligence-Prozesse und signifikanten Transaktionskosten kulminieren. Die Billigung und Ignoranz dieser ist im Kontext der in Teil 1 besprochenen systematischen Methoden, mit denen die Private-Equity-Industrie Performancekennzahlen zu ihren Gunsten durch Methoden wie Capital-Call-Lines-of-Credit beeinflussen, bemerkenswert. Solche Performancegebühren, auch bei einer fairen Aufteilung mit dem Investor, werden häufig von institutionellen Anlegern im liquiden Markt gar nicht mehr akzeptiert.

ILLIQUIDITÄT, RENDITEZWEIFEL UND EINKAUFSKONDITIONEN – MIT NEUEM BLICK AUF DEN MARKTZYKLUS HEIßT DIE ANTWORT LIQUIDE SMALL CAPS

Gerade nach den in diesem dritten Teil unserer Serie beleuchteten Problemen von Illiquidität erscheinen die unrealisierten Gewinne und die wohlwollende Performancemessung von Private-Equity-Fonds in einem neuen Licht. Richtet man den Blick nach vorne, ist schwer zu verargumentieren, dass man diese Aspekte zum Anbruch eines neuen Marktzyklus als gegeben akzeptieren sollte.

Zu präsent sind in Anbetracht ausbleibender Kapitalrückführung und ihrer Konsequenzen die berechtigten Zweifel an der Rendite. Ohne erkennbaren Mehrwert aus den operativen Beteiligungen ergibt sich die Chance, die Unternehmen zu günstigerer Einstandsbewertung im liquiden Mantel zu erwerben und nicht in einen geschlossenen Mantel bei substanziellen Mehrkosten zu investieren.

Für uns scheinen die Argumente auf der Hand zu liegen – Investoren sollten den Blick auf die unterliegenden Beteiligungen legen und sich die Frage stellen, wie sie den bestmöglichen Zugang zu diesen erhalten. Die geringere berichtete Volatilität mag bequem erscheinen, könnte aber aufgrund der Ausgangsbedingungen ein hoher Preis für die Hülle sein, die am Ende nicht die Performance verdient. Das Ziel sollte die schnörkellose Beteiligung am produktiven Kapital der besten Unternehmen Europas und nicht die Verpackung dieser sein – und die scheint es so deutlich wie nie zuvor bei den liquiden Small-Caps-Fonds zu geben.

Als **Konklusion unserer Serie** folgt: wenn Investoren die Vorteile eines gehebelten Investments in kleine Unternehmen ausnutzen möchten, tun sie dies **in der Neuanlage am besten in einem liquiden Vehikel**.

- Kein Performancenachteil & mit günstigerer Einstiegsbewertung ohne Abstriche in der Beteiligungsqualität
- Mit Vollinvestment in t0, transparenter Wertstellung und frei disponierbarer Liquidität
- Bei günstigeren Kosten & laufenden Ausschüttungen



CHOM CAPITAL

SUSTAINAMENTALS® Insight

Liquide Small Caps vs. illiquide Private-Equity-Fonds



Herausgeber

CHOM CAPITAL GMBH
NEUE MAINZER STR. 52-58
60311 FRANKFURT A.M.
WWW.CHOMCAPITAL.COM

© Copyright

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine komplette oder auszugsweise Vervielfältigung dieser Publikation ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen zulässig. Zuwiderhandlungen können zivil- und strafrechtliche Folgen nach sich ziehen.

Haftungsausschluss

Die Informationen in dieser Publikation wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; wir übernehmen jedoch weder Haftung noch eine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen.

Obwohl wir diese Publikation mit Sorgfalt erstellt haben, ist nicht auszuschließen, dass sie unvollständig ist oder Fehler enthält. Der Herausgeber, dessen Geschäftsführer, leitende Angestellte oder Mitarbeiter haften deshalb nicht für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Etwaige Unrichtigkeiten oder Unvollständigkeiten der Informationen begründen keine Haftung, weder für unmittelbare noch für mittelbare Schäden.

Die enthaltenen Aussagen zur Marktlage stellen unsere eigene Ansicht der geschilderten Umstände dar. Hiermit ist weder eine Allgemeingültigkeit noch eine Empfehlung beziehungsweise Anlageberatung verbunden. Die in der Publikation gemachten Aussagen bzw. die Anlagestrategie des Fonds können innerhalb der jeweiligen vertraglichen und gesetzlich zulässigen Grenzen jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden.

Diese Publikation genügt zudem nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Die genannten Produkte oder Finanzinstrumente unterliegen nicht dem Verbot des Handels vor Veröffentlichung von Finanzanalysen.

Diese Publikation ist eine werbliche Darstellung, die ausschließlich der individuellen Information dient. Dies darf weder als Empfehlung noch als Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren oder Fondsanteilen verstanden werden. Anlageentscheidungen sollten nur auf der Grundlage der aktuellen Verkaufsunterlagen (Wesentliche Anlagerinformation, Verkaufsprospekt (der auch die allein maßgeblichen Anlagebedingungen enthält), Jahres- und Halbjahresberichte) getroffen werden. Die Verkaufsunterlagen sind kostenlos erhältlich bei Universal-Investment-Gesellschaft mbH, Kreissparkasse Köln, CHOM CAPITAL GmbH und auf der Internet-Seite <http://www.universal-investment.com>.

Verwendete Auszeichnungen und Logos

Das Europäische Transparenzlogo für Nachhaltigkeitsfonds kennzeichnet, dass CHOM CAPITAL sich verpflichtet, korrekt, angemessen und rechtzeitig Informationen zur Verfügung zu stellen, um Interessierten, insbesondere Kunden, die Möglichkeit zu geben, die Ansätze und Methoden der nachhaltigen Geldanlage des jeweiligen Fonds nachzuvollziehen. Ausführliche Informationen über den Europäischen Transparenz Kodex finden Sie unter www.eurosif.org. Der Transparenz Kodex wird gemanagt von Eurosif, einer unabhängigen Organisation. Das Europäische SRI Transparenz-Logo steht für die oben beschriebene Verpflichtung des Fondsmanagers. Es ist nicht als Befürwortung eines bestimmten Unternehmens, einer Organisation oder Einzelperson zu verstehen.

Risikohinweise

Es ist zu beachten, dass Investments in Fondsanteile neben den Chancen auf Kurssteigerungen auch Risiken enthalten. Anteilspreise von Fondsanteilen können gegenüber dem Einstandspreis steigen oder fallen. Dies hängt insbesondere von der Entwicklung der Kapitalmärkte ab oder von besonderen Entwicklungen der jeweiligen Aussteller, die nicht immer vorhersehbar sind. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass die Ziele der Anlagepolitik erreicht werden. Auch kann nicht zugesichert werden, dass im Falle einer Rückgabe von Anteilen der Anteilinhaber den Wert seiner ursprünglichen Anlage zurückerlangt. Detaillierte Hinweise zu den einzelnen Anlagerisiken entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Performance und keine Garantie für Erfolge in der Zukunft. Fondsanteile der Gesellschaft sollten nur von institutionellen Investoren oder erfahrenen (advised, sophisticated) Investoren gekauft werden, die sich über die Risiken bei Anlagen in Aktien, Aktienzertifikate, sonstige Beteiligungspapiere an Unternehmen und Derivate bewusst sind. Es wird vorausgesetzt, dass die Investoren durch ihre eigene wirtschaftliche Erfahrung alle zu erwartenden Risiken beurteilen können und im Rahmen ihres Investitionsentscheidungsprozesses berücksichtigen.