



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

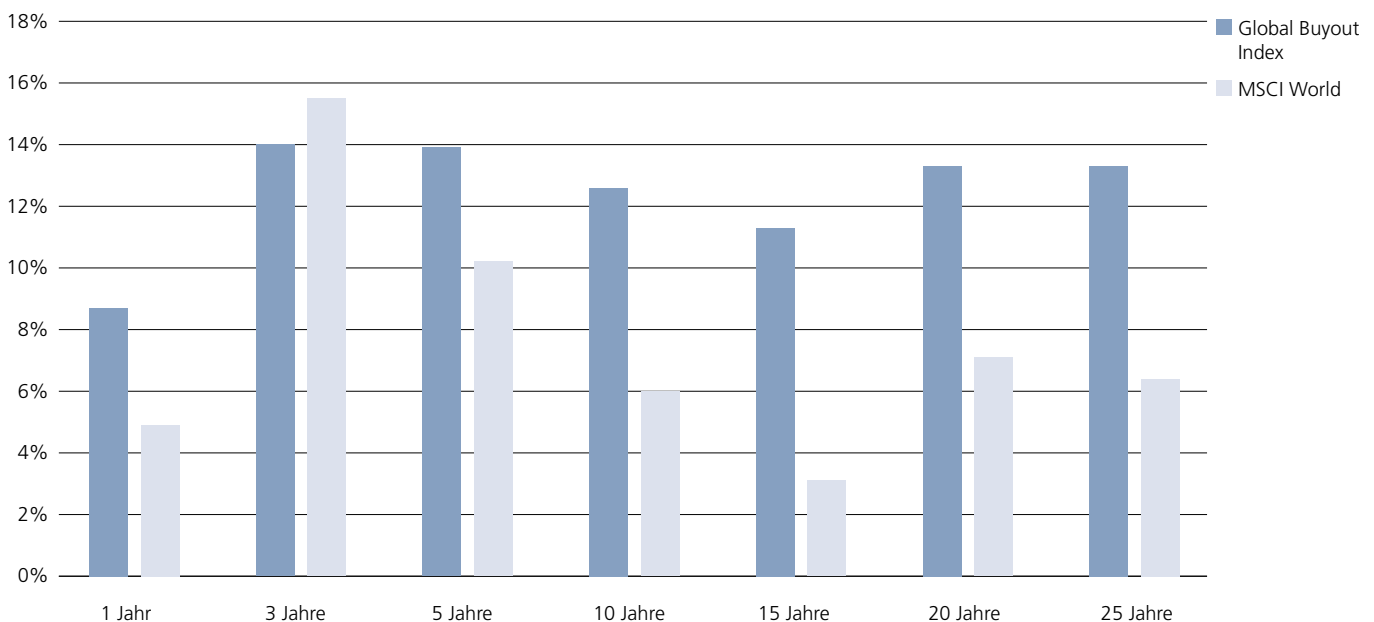
Private Equity ist eine Form der Beteiligung an Unternehmen, die in der Regel nicht an einer Börse notiert sind. Die Beteiligungsmanager begleiten die Unternehmen, in die sie investieren, aktiv und verfolgen dabei das Ziel, innerhalb von vier bis sechs Jahren einen deutlichen Wertzuwachs zu generieren. 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 8000 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.

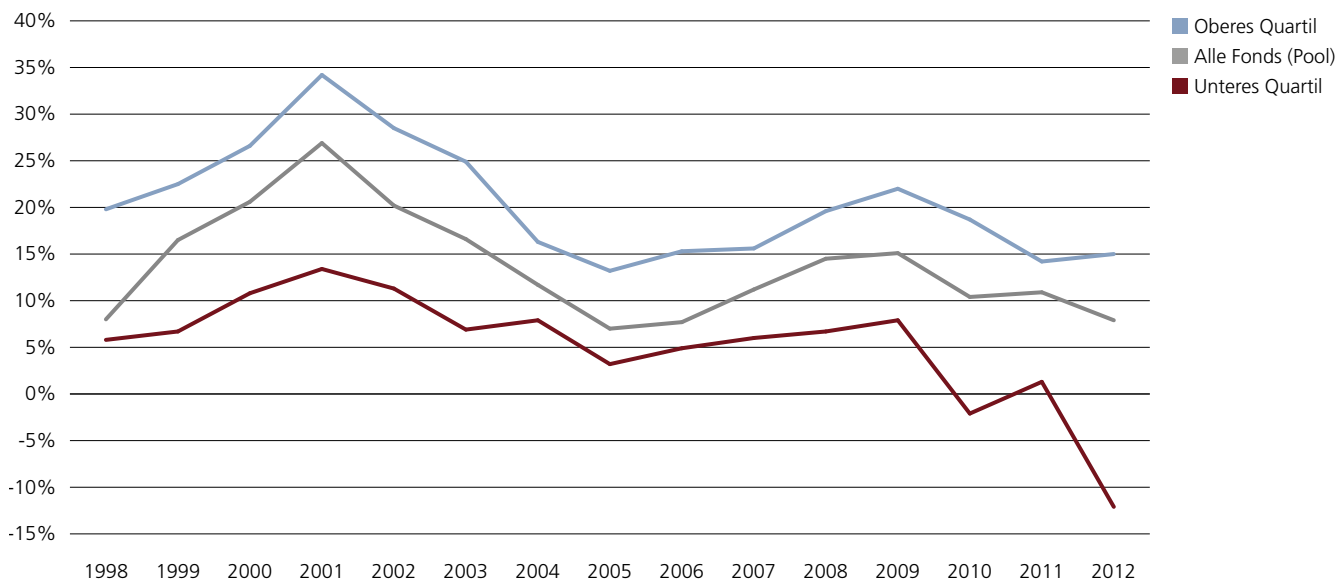
Diese Überrendite wird zumeist als «Prämie» (gegenüber einer vergleichbaren Börseninvestition) betrachtet, die Private Equity-Investoren im Gegenzug für ihr langfristiges Engagement in einen illiquiden Vermögenswert erhalten.

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 liquidierten 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. Davon 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

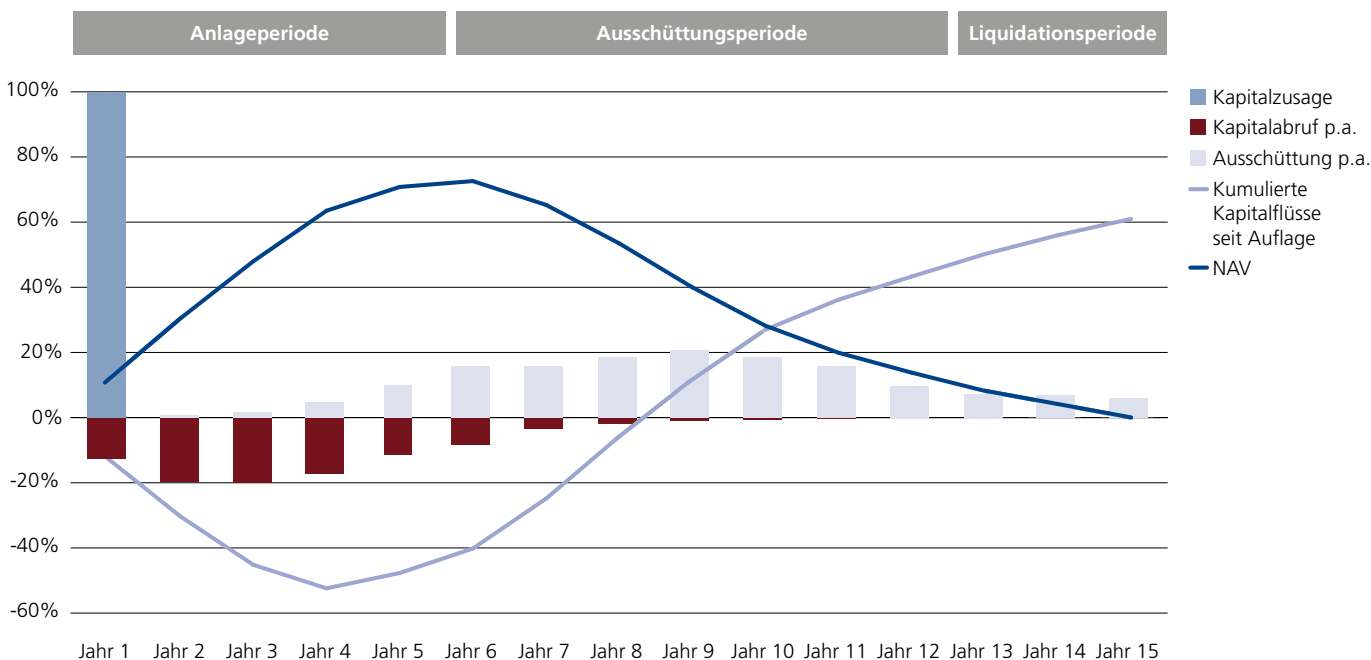
Private Equity erfordert Geduld und die Bereitschaft, gestaffelte Kapitalströme zu verwalten. Die Beteiligungsmanager setzen das ihnen zugesagte Kapital nur dann ein, wenn es für die Finanzierung neuer Investitionen in Portfoliounternehmen benötigt wird. Zudem handelt es sich um langfristige Anlagen, 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.

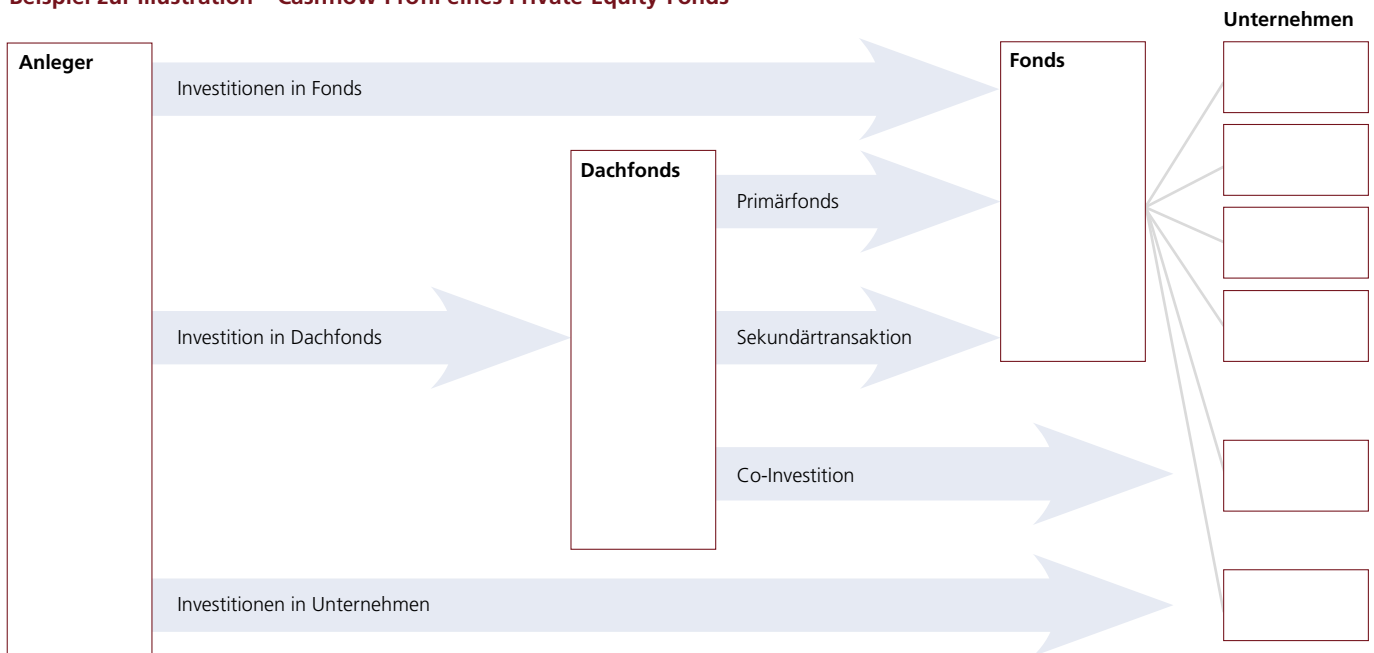
Der Limited Partnership-Vertrag regelt die Bedingungen der Beteiligungen.

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 Pfäffikon (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

