



# STAR RESEARCH

Rising STAR ist einer der führenden Anbieter unter den bankenunabhängigen Spezialisten für Alternative Investments und bietet Geschäftspartnern und Investoren eine Vielzahl überlegener Lösungen bei unternehmerischen Beteiligungen, Hedgefonds, Immobilien und Rohstoffen.



## Studie zum intelligenten Investmentverhalten

---

# STUDIE ZUM INTELLIGENTEN INVESTMENTVERHALTEN

Die Ereignisse der Jahre 2008 und 2009 haben dazu geführt, manch grundsätzliche Investitionsprinzipien zu hinterfragen. Ansätze wie Buy & Hold oder die Diversifikation gemäß der Portfoliotheorie von Markowitz sind kurzerhand für unbrauchbar erklärt worden. Gleiches gilt für die über verschiedene Anlageklassen diversifizierte Anlagestrategie von Yale und anderen Elite-Universitäten der Ivory League. Es fand eine Generalabrechnung mit langfristigem Investitionsdenken im Allgemeinen statt. Als Folge davon sollte Markt-Timing die neue Handlungsmaxime werden. Folgerichtig lauten die neuen Paradigmen Transparenz, Liquidität und Regulierung. Denkt man langfristig, so könnte man sich bereits jetzt fragen, wann diese Paradigmen ihrerseits unter dem Druck künftiger Ereignisse weichen werden müssen.

Im Grunde genommen hat ein Risikotransfer stattgefunden. Der Investor bevorzugt nun mehr Transparenz und Liquidität und trägt damit deutlich mehr Verantwortung. Der Nutzen von Transparenz erschließt sich nur, wenn der Investor die zusätzlichen Informationen auch verarbeiten und beurteilen kann. Doch nur die wenigsten Investoren haben die dafür erforderlichen Prozesse implementiert. Diejenigen, bei denen dies der Fall ist, benötigen prinzipiell keinen externen Portfolio- und Risikomanager. Ihnen würde ein externer Berater für die Formulierung der Anlagestrategie genügen.

Im Sinne einer Anlagestrategie werden aktuell liquide Vermögenswerte bevorzugt. Der Grund liegt darin, dass man in der Liquiditätskrise 2008 nur hochliquide Vermögenswerte verkaufen konnte, um sich vor möglichen weiteren Verlusten zu schützen. Der nun hauptsächlich liquide investierende Investor hat sich also eine weitere Bürde auferlegt. Er muss künftig im richtigen Moment verkaufen, um dann später zu günstigen Konditionen wieder einzusteigen. Liquidität soll also gutes Timing der Märkte zulassen. Damit hat sich der Investor bereits auf eine Anlagestrategie festgelegt, und somit den externen Berater für die Formulierung der Anlagestrategie eingespart.

Zieht man Bilanz, so reduzieren sich die neuen Paradigmen auf Do It Yourself und Regulierung. Doch so einfach ist es nicht. Regulierung ist ein politischer Prozess, der nicht immer zu den gewünschten Ergebnissen führt. Zu viele gegensätzliche Interessen müssen oft zu einem Konsens finden. Gerade die außerbilanziellen Risiken, die die Krise bei Banken zu Tage gefördert hat, sind eine Folge von Basel II.

Um die Bankbilanzen zu entlasten, versteckte man die Risiken einfach. Insofern ist es für den Investor einigermaßen riskant, die ultimative Verantwortung für seine Investments zu übernehmen und sich dabei auf ein unzuverlässiges Regularium zu verlassen.

Deshalb werden wir Hinweise für Investoren und Berater geben, die wichtige Handlungsansätze determinieren. Ausgehend von den vergangenen Ereignissen wird ein Ausblick gegeben und in Bezug zur Analyse gesetzt.

## ► RÜCKBLICK 2009

### Allgemeine Entwicklung

2009 stellte sich als gutes Jahr an den Finanzmärkten heraus, alle gängigen Assetklassen konnten sich mehrheitlich überdurchschnittlich entwickeln. Dies galt vor allem für genau die Anlagen, die in 2008 besonders gelitten hatten und umgekehrt. Überraschend war diese Entwicklung für die Marktteilnehmer, die im ersten Quartal 2009 noch Weltuntergangsszenarien oder Parallelitäten zu der großen Depression Ende der 20 Jahre des letzten Jahrhunderts gepflegt hatten.

Geht man davon aus, dass in einem solchen Umfeld die Erwartung des Untergangs auch weitgehend in den Preisen enthalten ist, war zu erwarten, dass von diesem Punkt ausgehend durchweg die Wahrscheinlichkeit für Gewinne an den Finanzmärkten sehr hoch war. Denn die Welt ist nicht untergegangen und die Rezession in den meisten Wirtschaftsregionen der Welt hat nicht in eine Depression geführt. Im historischen Vergleich sind auf schwache Marktphasen immer Zeiten inhärenter Chancen auf hohe Erträge gefolgt.

Der Pessimismus und die Gerüchte um den bevorstehenden Finanzkollaps und anschließende Depression im Stil der dreißiger Jahre waren jedoch bis Anfang März 2009 allgegenwärtig. Dann begannen vor allem Risikotitel und Aktien zu steigen – der Weltuntergang war spontan abgesagt worden.

# RÜCKBLICK 2009

Aus Investorenperspektive stellt sich das Jahr 2009 wie folgt für die einzelnen Anlageklassen dar:

**Tab. 1** ▶ *Assetklassen 2009*

Assetklasse	Index/Datenquelle	Veränderung
Aktien weltweit	MSCI World Total Return	+ 26,6%
Private Equity	LPX50 Value Weighted Total Return Index	+ 47,6%
Government Bonds	JPM GBI Global	- 1,3%
Corporate Bonds	Barcleys Corporate Bond Index	+ 15,5%
Hedgefonds (Investable)	HFRX Global Hedge Fund Index	+ 10,3%
Managed Futures	CS/Termont Managed Futures Index	- 6,7%
Rohstoffe	Rogers International Commodities Index	+ 22,9%
Wandelanleihen	UBS Convertible Global EUR Index	+ 37,8%
US-Dollar vs. Euro	Bloomberg	- 2,7%
Gold	Bloomberg	+ 21,0%
Rohöl (Dated Brent)	Bloomberg	+ 80,0%

Wir betrachten daher für einen Investor, der ein diversifiziertes Portfolio verwaltet, die einzelnen Anlageklassen und nehmen eine Einordnung von Private Equity Investments im Anlage-spektrum vor. Gemessen am MSCI World Total Return Index in Euro gewannen Aktien rund 26 % hinzu.

Europa konnte sich bisher nicht von den USA abkoppeln. In den Emerging Markets sieht es dagegen anders aus. Nach einem kurzen aber heftigen Einbruch von August bis Oktober 2008 konnten deren Aktienmärkte inzwischen 70 % der alten Höchststände von Oktober 2007 aufholen. Der Absturz kam später als in den Industrienationen, die Erholung früher, beides aber volatil. Bei aggregierter Betrachtung der globalen Aktienmärkte zeigt sich ein verbleibender Aufholbedarf von knapp 40 % zu den früheren Höchstständen vom Oktober 2007.

Neben den guten absoluten Zahlen fiel das Jahr 2009 aber auch durch exzellente relative Resultate auf. Während es in 2008 im Umfeld liquiditätsgetriebenen Ausverkaufs kaum möglich war, einen Mehrertrag über dem Markt zu generieren, änderte sich die Situation bei der Rückkehr zur Normalität.

Die in emotionsgetriebenen Marktphasen ausgeblendete Differenzierung zwischen unter- und überbewerteten Titeln führte in 2008 zu einem Domino-Effekt, da nicht nur überbewertete Titel verkauft worden waren, sondern alles und egal zu welchem Preis. Dass die Märkte in 2009 die Fähigkeit zur Differenzierung und damit Manager mit gutem Bottom-Up-Ansatz honorierten, war es diesen möglich deutlichen Mehrwert zu erzeugen. Diese generelle Erkenntnis hat für die Anlageklasse Private Equity besondere Relevanz. Deshalb konnten die erfolgreichen Private Equity Manager deutlich die Konkurrenz deklassieren. Investoren der STAR Private Equity Serie zählten somit durch Zugang zu den international erfolgreichen Größen der Branche zu den deutlichen Gewinnern des Jahres 2009.

## Die Währungsentwicklung

Der US-Dollar verlor gegenüber dem Euro über das Jahr 2009 lediglich 2,51 %. Interessant ist jedoch der Verlauf über das Jahr. So stieg der US-Dollar in den ersten neun Wochen des Jahres von 1,40 auf 1,25 je Euro. Seit Anfang März fiel sein Kurs in die Entspannung hinein dann wieder bis auf 1,51, um Anfang Dezember abrupt auf 1,43 zu steigen. Dies veranschaulicht die Rolle des Dollar als weltweite Leit- und Ankerwährung und damit antizyklischer Indikator: In Phasen steigender Risikoaversion wird im Dollar Unterschlupf gesucht (Januar/Februar: Bankenkrise, Dezember: Schuldenkrise Dubai und Griechenland) und in Phasen der Entspannung folgt die Gegenbewegung. Die Beziehung des US-Dollar zum japanischen Yen verhielt sich dagegen etwas anders. Bis Anfang Februar stieg der Yen gegenüber dem US-Dollar. Von da entwickelte er sich ähnlich wie der Euro zum US-Dollar und fiel bis auf seinen Jahrestiefstand von 100,99 im April, um dann wieder kontinuierlich bis Anfang Dezember anzuziehen. Im Dezember gab auch der Yen gegenüber dem US-Dollar wieder leicht nach. Die Währungen der Schwellenländer bildeten konsequent den Gegenpol zum US-Dollar hinsichtlich seiner Safe-Heaven-Funktion, entwickelten sich also spiegelbildlich.

In 2010 wird der Währungsmarkt weiterhin geprägt vom Kräfte-messen zwischen Euro und US-Dollar, der vom Ausland herbeigesehnten Renminbi-Aufwertung und der Konjunkturerwartung der Schwellenländer, also im Rohstoffsektor. Große Veränderungen an der Zins-Front mit ihren Auswirkungen auf das Währungsgefüge sind dagegen – zumindest in den Industrienationen – eher unwahrscheinlich. Die Regierungen müssen nun alle Register ziehen, um die bevorstehende Fiskalkrise zumindest zu dämpfen, daher die intrinsische Motivation für niedrige Zinsniveaus.

---

Schließlich wird am Ende des Tages die Bonität der Schuldner an der Fähigkeit gemessen, Schuldendienst zu leisten, also die Schuldzinsen zu entrichten.

Doch anstatt sich an dieser Stelle in den harten Fakten der Märkte zu verlieren, betrachten wir doch einmal die Entwicklungen der Investment-Industrie hinsichtlich der Beziehung zwischen Investor und Investment Manager.

### **Forderung nach Transparenz und Liquidität**

Im Jahr 2009 sahen sich Investment Manager im Allgemeinen mit der Forderung nach mehr Transparenz und vor allem Liquidität der Portfolios konfrontiert. Erstere Forderung ist durchaus nachvollziehbar, auch wenn die Forderung nach Transparenz nur vorgeschoben ist. Eigentlich realisieren die Investoren, dass sie alle mühsam aufgebauten Vertrauensbeziehungen nach Madoff in Frage stellen. Transparenz soll stellvertretend sein für eine solide Vertrauensbasis. Doch einerseits bringt Transparenz immer die Diffusion von Wissen mit sich, also die Erosion von Wettbewerbsvorteilen. Gleichzeitig kann ein wie auch immer geartetes Niveau von Transparenz eine solide Vertrauensbasis nicht ersetzen. Ganz im Gegenteil, Transparenz bringt je nach Tiefe eine ungeahnte Verantwortung hinsichtlich Kontrolle der Investment Manager mit sich. Ohne entsprechende Kontrolle erübrigt sich die Sinnhaftigkeit der Transparenz. Es findet also die Verlagerung des Risikomanagements vom Investment Manager zum Investor statt, bzw. es wird doppelt kontrolliert. Diese Situation ist nicht nur ineffizient, sie wiegt den Investor auch ungerechtfertigt in subjektiver Sicherheit. Die meisten Investoren sind schließlich gar nicht in der Lage diese Kontrollfunktion auszuüben, weil die entsprechenden Prozesse nicht implementiert sind. Ganz extrem gilt dies für Privatinvestoren, kleinere Vermögensverwalter und Family Offices. Die Rising STAR Gruppe hat im Vorgriff auf diese sich abzeichnende Entwicklung weitere Ressourcen für das Risikomanagement aufgebaut.

Die Branche der Investment Management Dienstleister muss also ihre Kundenbeziehungen auf den gemeinsamen Pfad des gegenseitigen Vertrauens und Zutrauens zurückführen. Einen funktionstüchtigen Stellvertreter für Vertrauen gibt es nicht, in keiner Beziehung.

Und wie steht es um die Forderung nach mehr Liquidität der Investments? Nun, es passt nicht zu allen Investments, sie möglichst liquide zu gestalten. Insbesondere für Private Equity Investoren ist die Illiquidität eine systemische Komponente, durch die ein Renditepremium im Vergleich gegenüber börsennotierten Aktieninvestment generiert wird.

Betrachten wir die Forderung doch einmal im Kern, fragen uns wo ihr Ursprung liegt. Nach den Ereignissen im September und Oktober 2008 haben Investoren zwei prägende Erfahrungen gemacht: Es ist unkomfortabel einem Vermögenswert beim Wertverfall nur zusehen zu können; manche Investments besitzen gar nicht immer die Liquidität, von der man ausgegangen war. Es ist zwar schon häufiger vorgekommen, dass die Märkte ausgetrocknet sind und im liquiditätsgetriebenen Ausverkauf alle Anlagegüter hochkorreliert ins Rot rutschten, um danach – ebenfalls korreliert, jedoch unter der bereits angesprochenen Differenzierung hinsichtlich der Bewertung – die Verluste wettzumachen. Doch diese Erfahrung will man irgendwann nicht mehr machen. Aus unserer Sicht ist es nicht notwendig, dass alle Investitionsformen höchstliquide sind, aber die Liquidität, die draufsteht, muss auch drin sein. Es ist zwar verlockend, langfristige Investments mit liquiden zu mischen, um die Erträge mit etwas Liquiditätsprämie zu verschönern, aber es ist kein nachhaltiges Wirtschaften. Ein Etikettenschwindel kommt spätestens in der nächsten Liquiditätskrise ans Tageslicht und bedingt massive Vertrauensschäden. Ein prominentes Beispiel lieferten in letzter Zeit Offene Immobilienfonds. Diese Konstrukte sind per se ineffizient, da sie niemals voll investiert sein können. Eine gewisse Barkomponente muss immer vorgehalten werden, um gegebenenfalls Rückgaben bedienen zu können, die aus den laufenden Einnahmen nicht bezahlt werden können. Doch ein deutlich schwerwiegenderer Nachteil als diese Renditebremse ist die Kombination der Illiquidität von Immobilien mit einer liquiden rechtlichen Hülle. Die Abverkäufe von Anteilen an Offenen Immobilienfonds waren in 2008 so hoch, dass jeweils das Portfolio zu großen Teilen zum Verkauf angeboten werden musste, um Rückgaben bedienen zu können. In einem Umfeld von generellem Liquiditätsmangel an den Märkten kein leichtes Unterfangen, wenn man Preise erzielen möchte, die annähernd den Wert der Liegenschaften widerspiegeln. Im Ergebnis kam es zu Korrekturen der Portfoliobewertungen von -50% und mehr. In diesem Bereich ist noch Raum für Verbesserungen.

Den guten Vorsatz, künftig sofort beim ersten Anzeichen abnehmender Liquiditätspegelstände im Markt der Erste des neuen Abverkauf-Dominos zu sein, der sein vollständig jederzeit liquidierbares Portfolio abstößt, wird man garantiert später bereuen. Man muss mit Liquidität umzugehen wissen, da sie in bestimmten Zeiten eine gefährliche Versuchung darstellt: Auf den Tiefstständen zu verkaufen.

Investoren der STAR Private Equity Serie sind dagegen ein langfristiges Engagement eingegangenen. Dies war nicht nur ein Schutz, eine Fehlentscheidung durch versuchtes Markettiming zu treffen; vielmehr konnten wir, wie später aufgezeichnet, das Marktumfeld für unsere Investitionsprogramme nutzen antizyklisch zu investieren.

Erfolgreiches Investieren hat nichts mit Trading, häufigem Einlenken oder der Antizipation von Zufallsvariablen zu tun. Es setzt vielmehr ein kontrolliertes Denken in langen Zeiträumen voraus. Diese Investitionsmuster sind bei Private Equity Investoren inhärent verankert, weshalb die Beimischung dieser Anlageklasse das Gesamtvermögen stabilisieren und in der Renditeentwicklung katalysieren.

Dieses kontrollierte Denken in langen Zeiträumen ergibt Allokationen, die mit Disziplin an Stabilität gewinnen. Dies sei das Gerüst, das dann opportunistisch um antizyklisches Investitionsverhalten und temporäre Ausnahmen bei fundiert erkennbaren Preisverzerrungen modifiziert werden darf. Besonders erfolgreich ist diese Herangehensweise, wenn sie mithilfe erstklassiger Manager umgesetzt wird. Deshalb lautet das Grundprinzip der Rising STAR Gruppe: Invest with the best. Bereits seit Unternehmensgründung haben wir Kooperationen mit Managern etabliert, die im internationalen Kontext zu den erfolgreichsten ihrer Zunft zählen. Investoren der STAR Private Equity Serie wurde somit der Club zur Elite der Manager offeriert - mit zählbaren Erfolgen.

### **Diversifikation und Prognoseunabhängigkeit**

Ein über viele Assetklassen und Manager diversifiziertes Vermögen ist zwar per se noch kein Garant für stets positive Wertentwicklung, doch das wäre auch vermessen. Ohne eine gewisse Portion Risiko sind keine Erträge zu erzielen, lediglich eine Liquiditätsprämie für den Verzicht auf permanente Verfügbarkeit des investierten Kapitals. Das erstrebenswerte Ziel sollte also sein, die mittel- bis langfristige Durchschnittsrendi-

te bei angemessenem Risiko zu maximieren. Undiversifizierte Portfolios bringen grundsätzlich eine breitere Streuung der Renditen mit sich, als dies bei einem ausreichend diversifizierten Portfolio der Fall ist. Auch wenn in 2008 die Diversifikation während der Talfahrt zeitweilig nicht funktioniert hat, ist dies in der Langfristbetrachtung mehrheitlich doch feststellbar.

Die Unvorhersagbarkeit der Zukunft ein gutes Stück weit zu erkennen und zu akzeptieren, führt unmittelbar zu einem Investmentstil, der nicht auf konkrete Börsenprognosen angewiesen ist. Doch wie kann man überdurchschnittliche Resultate erzielen, wenn man auf Prognosen verzichtet und sich - vermeintlich passiv - treiben lässt? Ist das kein Widerspruch? Nein, denn vom Fortbestand folgender Wahrheiten, auf die zu wetten sich lohnt, ist auszugehen:

Fehlbewertungen an den Finanzmärkten werden über kurz oder lang von einem unsichtbaren Gravitationsfeld auf ihren fairen Wert zurückbefördert. Ein guter Manager kann diesen fairen Wert ungefähr bestimmen und darauf vertrauen, dass er sich mit etwas Geduld schließlich auch einstellt. Konjunkturprognose überflüssig.

Kluge und erfahrene Manager erwirtschaften auf Dauer überdurchschnittliche Resultate. Der Renditepool, um den sich alle bemühen, ist fix und deswegen fließt das Geld in einem Umverteilungsprozess zwangsläufig und unabhängig vom regulatorischen Umfeld von den schlechten zu den guten Managern. Konjunkturprognose überflüssig.

Menschen überschätzen ihre Fähigkeit, die Zukunft vorherzusehen und lassen sich viel häufiger als bewusst durch Emotionen anstecken und leiten. Dies führt zu berechenbaren Überreaktionen an den Kapitalmärkten, die durch antizyklisches Verhalten ausgenutzt werden können. Konjunkturprognose überflüssig.

Obwohl Einzelrenditen bestimmter Titel und Assetklassen von Jahr zu Jahr in schwer zu berechnender Abfolge streuen - u.a. weil sie von so vielen psychologischen Faktoren überlagert werden - stellen sich auf die Dauer Durchschnittswerte ein, die relativ zuverlässig eingegrenzt werden können. Kombiniert man mehrere Assetklassen miteinander, wird diese Zuverlässigkeit weiter erhöht. Der Diversifikationseffekt greift bereits, wenn sich zwei Kategorien nicht perfekt parallel bewegen. Dies ist eine mathematische

Notwendigkeit. Konjunkturprognose überflüssig.

Und schließlich lässt sich mit hoher Wahrscheinlichkeit prognostizieren, dass Investoren, die ihre Vermögensstruktur „dynamisch“ an Prognosen und das eigene Bauchgefühl anpassen, am Ende eines langen Zeitraums ein vollkommen unprognostizierbares Ergebnis erhalten. Sie opfern die Zuverlässigkeit der Ergebnisse ihrem inneren Drang, permanent zu intervenieren. Da diese Interventionen typischerweise prozyklisch und systematisch zum falschen Zeitpunkt erfolgen sind sie auf langfristige Wertsteigerung ausgerichteten Strategien, wie sie von Private Equity Managern verfolgt werden, systematisch unterlegen.

Ein über ganz viele Assetklassen und erstklassige Manager gestreutes Portfolio hätte über die letzten, so ausnehmend schwierigen, zehn Jahre immer noch jährliche Durchschnittsergebnisse zwischen etwa 5 und 8% geliefert. Erstens lagen die Renditen bei festverzinslichen Wertpapieren, Private Equity, Hedgefonds, Managed Futures und Rohstoffen allesamt höher als bei Aktien, und zweitens hätten die beauftragten Manager die Indexrenditen - insbesondere im Aktienbereich - mit hoher Wahrscheinlichkeit noch um einige Prozentpunkte geschlagen. Diversifikation funktioniert und aktives Management durch exzellente Manager kann sich auszahlen!

Erfahrene Manager konstatieren also: Nach der Krise ist vor der Krise. Professionalität ist ein Diversifizierungsmerkmal, das besonders unter Extrembedingungen sichtbar wird. Als Teil der Masse gleichgerichtet optimistisch oder pessimistisch zu sein ist leicht, und katalysiert die Spirale ihrer prozyklischen Verhaltensmuster. Die Gewinner historischer Krisen sind disziplinierte Langzeitstrategen. Diese Erkenntnis wird sich für disziplinierte Investoren in Private Equity Beteiligungen insbesondere dann überproportional auszahlen, wenn konstant in diese Anlageklasse investiert wird und dadurch die spezifischen Investitionsoportunitäten in Krisen konsequent genutzt werden.

### Conclusio

Da die Prognosefähigkeit der Marktbewegungen überschätzt wird, kann man als Investor von der disziplinierenden Illiquidität von Private Equity Investments stark profitieren. Die meisten Anleger waren in 2008 bei den Panikverkäufen dabei,

jedoch nur teilweise in der Erholungsphase 2009. Das Ergebnis sind Verluste und weitere durch Zögern verpasste Chancen. Im Nachhall der Liquiditätskrise 2008 hinterfragten die Investoren ihre Handlungsmaximen, um simple Stellräder zu identifizieren, die – wenn sie korrekt kalibriert sind – künftig vor massiven Verlusten schützen sollen. Die daraus resultierende Forderung nach Transparenz, Liquidität und Regulierung bedeutet in erster Linie die Verlagerung des Risikomanagements und der Investmentkompetenz, also der ultimativen Verantwortlichkeit, vom Investment Manager zum Investor und den Regulierungsbehörden. Dabei sind die Anreize, riskantere Geschäfte außerhalb der Bilanzen durchzuführen, erst durch Regulierungsmaßnahmen geschaffen worden. Gleichzeitig ist ein hoher Anteil der Verluste in 2008 durch panikartiges Verhalten entstanden. Im Auge des Orkans trifft man immer die falsche Entscheidung, und ist damit selten allein. Deshalb muss man sich als Individuum jeweils vor emotionalem Panik- und Herdenverhalten schützen. Nur so kann emotional getriebene Massenphänomene vorgebeugt werden, die Szenarien wie die letzte Liquiditätskrise hervorbringen. Diszipliniertes Investieren setzt jedoch voraus, professionellen Investment Managern vertrauen zu können. Dabei ist es essenziell, durch ausgereifte Managerselektion die Spreu vom Weizen zu trennen.

Dieser „Invest with the best“-Ansatz ist gerade dann entscheidend, wenn man in Anlageklassen investiert, in denen die Erträge je nach Manager breit gestreut sind.

## ► DISZIPLINIERTES INVESTIEREN - STAR PRIVATE EQUITY

### Zusammenfassung

1. Die STAR Private Equity Serie hat in der Finanzkrise der Jahre 2008 und 2009 das Anlagekapital erhalten.
2. Der langfristige Investitionshorizont der STAR Private Equity Serie und das disziplinierte Investitionsverhalten hat sich in dem turbulenten Marktumfeld ausbezahlt und Fehlentscheidungen durch Markttiming verhindert

3. Der Zugang zur Elite der Private Equity Manager hat zu deutlich attraktiveren Ergebnissen als im Branchenschnitt geführt.

4. Das antizyklische Investitionsverhalten der STAR Private Equity Serie wird zukünftig weitere Anlageerfolge generieren.

Ein gutes Beispiel dafür, wie der Zwang zur Disziplin, den die Illiquidität eines Investments ausüben kann, ex post zu erfreulichen Ergebnissen führen mag, ist die STAR Private Equity Serie. Die Private Equity Beteiligungsprogramme der Rising STAR Gruppe zeigen sich von den Folgen der Finanzkrise weiterhin weitgehend unbeeindruckt. Da grundsätzlich kein Fremdkapital auf Dachfondsebene zur Anwendung kommt, um künstlich die Investitionsquote und damit die Renditen zu erhöhen, ergab sich auch kein Zwang zum Abbau der Fremdkapitalquote. Auch müssen die Erfolgsprognosen nicht aufgrund veränderter Finanzierungsmöglichkeiten revidiert werden, wie es bei Fonds mit geplanter Fremdfinanzierung auf Dachfondsebene der Fall ist. Banken sind immer noch zurückhaltend mit risikobehafteten Finanzierungslinien, da bildet die Private Equity Branche keine Ausnahme. Ein weiterer positiver Effekt der reinen Eigenkapitalfinanzierung ist, dass es keine negativen Liquiditätseffekte durch gestiegene Risikoaufschläge seitens finanzierender Banken geben kann.

Die Zielmärkte unserer Private Equity Programme befinden sich konjunkturell deutlich auf dem Wege der Besserung. Die Bewertungskorrekturen der Beteiligungen waren somit nur vorübergehend und sind inzwischen wieder vollständig aufgeholt. Anzumerken ist dazu eine generelle Bewertungsproblematik nicht-gelisteter Unternehmen: Um den theoretischen Marktwert der Unternehmensanteile festzustellen, müssen Vergleichsmodelle angewandt werden, die die allgemeinen Marktbewertungen mithilfe verschiedener Unternehmensmerkmale passend auf das betrachtete Unternehmen „übersetzen“. Dies sind Näherungsverfahren, die vor allem in Krisenzeiten den Portfoliowert tendenziell eher unterschätzen. Zumindest ist dies der Fall, wenn das Beteiligungsportfolio von erfahrenen und hervorragenden Managern verwaltet wird.

Das bedeutet: Aufgrund der exzellenten Managerselektion unserer Managementpartner ist der Portfoliowert während 2008 und 2009 durchgehend höher gewesen, als dies von den Näherungsverfahren zur Bewertung reflektiert worden wäre. Dies gilt allerdings nicht für alle Private Equity Beteiligungen am Markt. Die Expertise bei der Auswahl der Zielinvestments

ist hier maßgeblich. Durch die noch verfügbaren freien Mittel profitieren unsere Private Equity Programme jedoch auch von den aktuellen Bewertungsniveaus. Ein gewissenhafter Auswahlprozess über den gesamten Investitionsprozess hilft, unter den sich bietenden Gelegenheiten die Spreu vom Weizen zu trennen. Im Ergebnis herrscht eine Situation vor, die es ermöglicht, zu besonders günstigen Konditionen Engagements einzugehen. Wenn die konjunkturelle Erholung fortgeschritten sein wird, und sich auch die Kreditmärkte ausreichend normalisiert haben werden, ist mit zunehmend aggressiver Investitionstätigkeit zu rechnen. Die opportunistische Natur von langfristigen Private Equity Investments kann hier ihre Stärken voll ausspielen.

Eine individuell als negativ einschätzbare Konsequenz der Ereignisse in 2008 ist auch für die STAR Private Equity Serie zutreffend, nämlich die voraussichtliche Verlängerung der durchschnittlichen Haltedauer der Beteiligungen. An den Erfolgsprognosen in ihrer Höhe wird dabei grundsätzlich festgehalten. Mit der längeren Haltedauer wird deshalb gerechnet, weil der Markt für Übernahmen und Fusionen nun knapp zwei Jahre pausiert hat und erst wieder Fahrt aufnehmen muss. Dies ist die Grundvoraussetzung für die erfolgreiche Realisierung von Unternehmensverkäufen der Portfoliounternehmen aus den jeweiligen Private Equity Fonds. Dieser Prozess ist bereits im Gang, es lassen sich vermehrt Aktivitäten beobachten, die jedoch im Vergleich zu vor der Krise deutlich geringere Fremdkapitalquoten aufweisen. Im Bereich der Mid-Size Buyouts, in dem unsere Beteiligungsprogramme aktiv sind, ist die Situation relativ zu den anderen Private Equity Segmenten noch komfortabel. Bei geringerem Volumen sind Fusionen und Übernahmen auch ohne hohe Fremdfinanzierungsquote zu stemmen, vorausgesetzt einer der Partner verfügt über hohe Eigenmittel. Im Bereich Large Buyouts ist die Situation noch recht angespannt, hier dominieren die Finanzierungsengpässe noch das Geschehen.

In der vorherrschenden Lage kehren viele Privatinvestoren zu unrecht Private Equity Investments den Rücken. Institutionelle Investoren sind demgegenüber der Meinung, die opportunistische Natur von langfristigen Private Equity Investments kann ihre Stärken aktuell voll ausspielen. Dem trägt das Ergebnis einer kürzlichen Umfrage von Preqin Rechnung. Nur 3% der befragten Investoren planen eine Reduzierung ihrer langfristigen Private Equity Engagements. Demgegenüber wollen 33% der Befragten das attraktive Umfeld nutzen und hoffen durch

---

ein Ausbauen der Private Equity Positionen von als historisch überdurchschnittlich erwarteten Renditen zu profitieren.

Diesen Ausblick teilen wir und unsere Management Partner ebenso. Für Private Equity Beteiligungen gilt noch viel mehr als für Aktienportfolios, dass Zeiten der Unsicherheit und schwacher Konjunktur im historischen Vergleich die besten Investitionsphasen waren. Das Timing der Investitionsphase für die STAR Private Equity Serie ist also dahingehend sehr gut diversifiziert, um möglichst umfangreich die niedrigen Bewertung im Krisenumfeld in bare Münze umzuwandeln.

### **Literaturempfehlungen**

STOLBERG Investment Governance AG: „Letter to Investors 2009“

Erfolgreich investieren – Strategien für Privatanleger, David F. Swensen 2007

# MARKTAUSBLICK FÜR 2010

## Die Weltwirtschaft erholt sich schneller als erwartet.

Die Rezession in den Industriestaaten hat früher geendet als in den meisten Konjunkturprognosen erwartet. Das Wirtschaftswachstum in den USA und in Europa wird allerdings 2010 dennoch zu schwach sein, um einen signifikanten Rückgang der Arbeitslosenraten einzuleiten. Das trifft auch für die Schweiz zu, dem Heimatmarkt der Rising STAR Gruppe, die für dieses Jahr mit einer Zunahme des Bruttoinlandprodukts um 0,9 Prozent rechnen kann. Viele Länder haben bereits wieder positive Wachstumskurven. Das gilt nicht nur für die europäischen OECD-Staaten sondern auch für die USA, die von der sehr schnellen Rückkehr Chinas und anderer asiatischer Staaten zu Wachstumsraten wie vor der internationalen Finanzkrise profitieren. Die Volksrepublik China kann bereits 2009 mit einer kräftigen BIP-Zunahme um 8,3% und mit mehr als 10% im kommenden Jahr rechnen. Für die Euro-Zone dürfte nächstes Jahr ein noch bescheidenes Wachstum von 0,9% resultieren, das gegenüber den -4% für das laufende Jahr trotzdem die positive Tendenzwende verdeutlicht. Gleichzeitig soll auch die US-Wirtschaft schneller zulegen, und zwar mit 2,5% statt wie bisher erwartet nur mit 1,5%. Deutschland verzeichnet für 2009 mit -4,9% eine deutliche Rezession, kann dank seiner Exportwirtschaft ab 2011 auf eine markantere Zunahme (1,9% im Vergleich zu 1,7%) hoffen.

## Beschäftigung wird noch nachziehen

Trotz absehbarem Ende der Rezession sinkt die Arbeitslosigkeit noch nicht unter Vorkrisenniveau. Sowohl in Europa wie auch in den Vereinigten Staaten wird die zunächst noch schleppende Erholung jedoch nicht ausreichen, um einen ausreichenden Rückgang der Arbeitslosigkeit einzuleiten. Während die Zahl der Stellensuchenden in den USA ihren Höhepunkt bereits erreicht hat, wird die Arbeitslosigkeit in der EU-Zone noch bis mindestens 2011 weiter steigen. Der Arbeitsmarkt reagiert grundsätzlich verzögert auf Konjunkturschwankungen. Die Firmen stellen in der Regel nicht gleich beim ersten Windstoß Personal auf die Straße. Sie warten, bis sich ein Abschwungstrend erhärtet hat, sie fangen erste Flauten mit dem Abbau von Überzeit und mit Kurzarbeit auf, bei Entlassungen gelten zudem Kündigungsfristen. So auch bei einem Wirtschaftsaufschwung: die Unternehmen werden mit neuen Anstellungen warten. Die Arbeitslosigkeit könnte daher 2010 noch weiter steigen. Der aggregierte Index der Wochenarbeitsstunden in

den USA ist nach seinem Tief im Oktober 2009 wieder leicht gestiegen. Dies kann als Zeichen für steigende Auslastung gewertet werden, was wiederum eine Entlastung des Arbeitsmarktes nach sich ziehen kann.

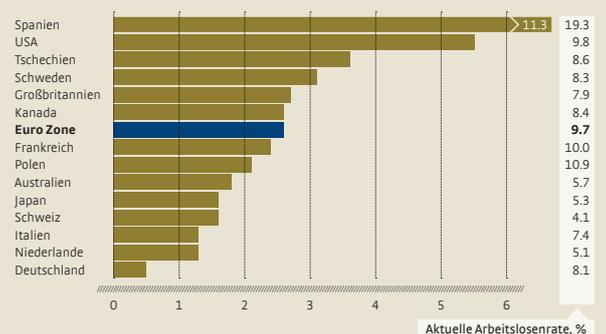
**Abb. 1** ► Aggregierte Wochenarbeitsstunden Total



Die Arbeitslosigkeit in der Eurozone ist um 30% von dem Niveau vor der Krise gestiegen, während Amerikas Arbeitslosenquote sich mehr als verdoppelt hat. Die Vereinigten Staaten haben wohl ein kräftiges Konjunkturpaket eingerichtet, aber relativ wenig von diesem Geld ist zur Unterstützung der Arbeitsmarktpolitik verwendet worden. In Europa dagegen wurden staatliche Gelder verwendet, um eine verkürzte Arbeitswoche zu subventionieren und die Schaffung neuer Arbeitsplätze zu unterstützen. In vielen europäischen Ländern ist es vom Arbeitsgesetz her für Unternehmen teuer, Mitarbeiter zu entlassen und neue Arbeitslose erhalten eine staatliche Unterstützung für ihre verlorenen Gehälter.

**Abb. 2** ► Der Preis der Flexibilität

Zunahme der Arbeitslosenrate seit Tiefständen vor der Krise, in %



### **Kurzfristig sinnvoll, langfristig problematisch**

Mit Subventionen und Arbeitslosenunterstützungen haben die europäischen Regierungen den Anstieg der Arbeitslosigkeit verlangsamt und dazu beigetragen, das Vertrauen der Verbraucher zu stärken und damit die Nachfrage zu stützen. In einer Wirtschaftsrezession, die von einer Kreditkrise und dem Zusammenbruch der weltweiten Ausgaben getrieben wird, machen solche Maßnahmen kurzfristig Sinn. Längerfristig reduzieren sie aber die Flexibilität des Arbeitsmarktes und verhindern die Verlagerung von Arbeitskräften aus Branchen mit Überkapazitäten zu weiteren vielversprechenden Sektoren. In einer Volkswirtschaft wie die Amerikanische, die große strukturelle Änderungen braucht, wären die langfristigen Folgen dieser Entwicklung eher negativ.

### **Steigende Inflation im OECD-Raum**

Nach einem konstanten Rückgang der Inflation auf den tiefsten Stand seit Jahrzehnten, der sich in einigen Industrieländern gar in negativer Kerninflation äußerte, haben die Konsumentenpreise im OECD-Raum wieder leicht angezogen. Beim Anstieg um 0,2% im Oktober vergangenen Jahres handelt es sich um die erste Bewegung mit positivem Vorzeichen seit dem Mai 2001. Die Energiepreise, die im September 2009 noch um 13,9% unter dem Niveau des Vorjahresmonats lagen, notierten zwar auch im Oktober mit 9,2% im Minus, doch legte der Warenkorb unter Ausschluß von Energie und Nahrungsmitteln um 1,6% (September 1,5%) zu. Damit scheint sich auch bei dieser als Kerninflation umschriebenen maßgebenden Größe eine Trendwende abzuzeichnen. In der EU weist Ungarn mit 6,3% die höchste Kerninflation auf und wird in dieser Beziehung nur vom Sonderfall Island (9%) übertroffen.

### **Höhere Preise von Vermögenswerten lösen Inflationsängste aus**

Die Zentralbanken müssen zwischen den kurzfristigen Deflationsrisiken und der längerfristigen Gefahr einer Beschleunigung der Verbraucherpreise lenken. In der jüngsten Zeit ist ein neues Problem aufgetaucht: die Lockerung der monetären Bedingungen schafft gefährliche Blasen in allen Arten von Vermögenswerten, vom Ölpreis bis zu den asiatischen Ferienwohnungen, was die weltweite Erholung negativ beeinflussen könnte. Während 2009 vor allem durch Bemühungen von

Regierungen und Notenbanken geprägt war, die Rezession zu stoppen und das Finanzsystem vor dem Kollaps zu bewahren, wird künftig der Ausstieg aus der expansiven Finanz- und Geldpolitik das dominierende Thema sein. Regierungen und Notenbanken müssen sich nun überlegen, wann und wie schnell sie die vielen Maßnahmen zur Bekämpfung der Krise wieder zurückfahren wollen. Dies wirft Fragen nach dem Vorgehen auf. Ereignisse wie aktuell in Griechenland sowie die Situation mancher anderer Mitgliedsstaaten des Euro tragen dabei nicht unbedingt zur Erleichterung bei. Die zunehmende Einflußnahme der Politik in die Entscheidungssphäre der Zentralbanken könnte über kurz oder lang ein Opfer fordern: die Geldwertstabilität. Die Notenbanken werden in dem höchst politisierten Umfeld ihre Unabhängigkeit gegenüber den wahlorientierten Politikern hart zu verteidigen haben. Die aktuelle Entwicklung der EZB Schrottanleihen aus Griechenland zu erwerben unterstreicht diese Befürchtung. Vor dem Ausstieg müssen die Notenbanken daher sicherstellen, dass der Aufschwung wirklich da ist. Das heißt aber auch, dass der Exit aus ihrer Perspektive lieber etwas zu spät als etwas zu früh erfolgen sollte. Der Druck zum erneuten Beweis der Unabhängigkeit obliegt vor allem den Zentralbanken, die den Weg der quantitativen Lockerung eingeschlagen haben und bei den Aufkäufen von Staatsanleihen eng mit den Schatzämtern kooperieren.

### **Verschiedene Wege zurück zur Normalität:**

Viele "Emerging Markets" entkamen der Rezession oder erlebten nur eine leichte Abschwächung der Wirtschaft. Die Nachfrage aus diesen Ländern für Rohstoffe und Öl hat Australien und Norwegen geholfen. In den beiden Ländern haben die Zentralbanken ihre Zinserhöhungen mit der niedrigeren Arbeitslosigkeit und einer höheren Inflation gerechtfertigt. Im Gegensatz dazu haben sich die meisten Industrieländer kaum von der schweren Rezession erholt. In diesen Ländern bedeutet allerdings ein möglicher Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik nicht unbedingt einen sofortigen Anstieg der Leitzinsen. Dies zuerst weil die konjunkturelle Erholung in den Industriestaaten immer noch nur langsam abläuft. Zudem haben die Notenbanken in der jüngsten Vergangenheit ihr geldpolitisches Instrumentarium stark erweitert und verfügen heute auch über andere wenig auffällige Maßnahmemöglichkeiten, um die Liquiditätspolitik zu normalisieren. Die Notenbanken einzelner Länder dürften mit vorausseilenden Schritten zögern, da diese einen verstärkten Kapitalzufluss und gegebenenfalls einen Aufwertungsdruck auf ihren Währungen zur möglichen Folge hätte.

### Die Risiken für 2010 und die folgenden Jahre

Die gute Nachricht über 2010 ist, dass die Welt aus der Rezession kommt und die wirtschaftliche Landschaft klarer wird. Weniger fröhlich ist wie diese Landschaft aussehen wird. Die reiche Welt, belastet durch Schulden und hohe Arbeitslosigkeit, steht einer schwierigen Zeit entgegen. Regierungen werden mit der Entscheidung konfrontiert, wie sie ihre Unterstützung normalisieren wollen, während die Wähler ihren Zorn in politischen Entscheidungen zum Ausdruck bringen werden. Unternehmen werden sich kaum besser fühlen. Sie können aber mindestens anfangen, ihre langfristigen Wachstumsstrategien zu überprüfen, anstatt sich mit ihrer kurzfristigen Überlebensaktik zu beschäftigen. Da Private Equity Manager im Grundsatz eine langfristige Unternehmenswachstums- und Wertsteigerungsstrategie verfolgen, stehen die Zeichen weiterhin als renditestärkste Anlageklasse zu fungieren auf grün.

### EU-Staaten gewährten 2008 viermal so viel Beihilfen wie im Vorjahr

Die eingetretene und sich zukünftig abzeichnende Staatsverschuldung ist längerfristig nicht haltbar. Die Versuchung wird deshalb zunehmen, das Gewicht der Schulden durch Maßnahmen abzubauen, die man als höchst unkonventionell bezeichnen sollte. Zu diesen Maßnahmen gehört unter anderem der Verzicht auf den weiteren Schuldendienst. Wahrscheinlicher ist jedoch - zumindest bei Industriestaaten - ein Schuldenabbau durch zusätzliche Besteuerung und zusätzliche Inflation. Dieser Handlungsdruck ist durch den aktuell verabschiedeten Rettungsschirm für die EU-Staaten zusätzlich verschärft worden.

### Protektionismus, um die Heimmärkte von der ausländischen Konkurrenz zu schützen.

Der Welthandel brach während der Wirtschaftskrise massiv ein. Im April 2009 lag das weltweite Handelsvolumen knapp 20% unter dem Vorjahreswert. Die starke Vernetzung der Weltwirtschaft hat dazu geführt, dass viele Handelsgüter im Laufe ihres Produktionsprozesses verschiedene Länder durchlaufen und entsprechend mehrfach in den Handelsstatistiken erfasst werden. Dies erklärt die hohen Kontraktionsraten. Unter dem Einbruch des Welthandels litten vor allem exportorientierte Staaten. In immer mehr Staaten lässt sich nun eine wirt-

schaftliche Erholung erkennen. Seit Juni 2009 weitet sich das Handelsvolumen wieder aus. Davon profitieren vor allem Länder mit einer strukturell hohen Exportquote wie Deutschland und die Schweiz. Unlängst sind neidinduzierte Forderungen aus dem EU-Raum laut geworden, Deutschland möge seine Exportquote reduzieren. Dies ist ein qualitativer Hinweis auf protektionistische Gefahren.

### Übertriebene Regulierung und mehr Staat

Die Finanzkrise ist kaum vorbei und die unmittelbaren Ursachen verlieren an Bedeutung. Viele mögliche Ursachen wurden genannt: Geldpolitik, Verbriefung, Rating-Agenturen, Deregulierung, Globalisierung, irrationales Verhalten und ein generelles Versagen des gesamten kapitalistischen Systems ganz allgemein. Die Industrie- und Schwellenländer arbeiten nun an einer neuen Finanzmarktordnung, um die Stabilität des Finanzsystems zu verbessern und künftige Finanzkrisen zu verhindern. Die neuen Reformen können allerdings ihr Ziel verfehlen oder sogar kontraproduktiv wirken.

Die Regulierungen unter Basel I und II haben zum Beispiel zu unbeabsichtigten Anreizen für risikoreiches Verhalten im Finanzsektor geführt. So haben die Eigenkapitalvorschriften unter anderem zur Verbriefung und Auslagerung von Kreditforderungen in nicht regulierte Zweckgesellschaften geführt. Die Systemrisiken (Problem, dass eine große, stark vernetzte Bank das ganze System gefährdet) wurden nicht berücksichtigt. Dies hatte die Bildung von sehr großen Banken mit nicht internalisierten Systemrisiken und mehr Macht für das Management zur Folge. Zudem kann die Regulierung prozyklisch wirken, indem der Aufschwung durch einen Anstieg der Eigenkapitalbasis und eine veränderte Risikoeinschätzung verstärkt wird. Das galt zum Beispiel mit der Risikoklassifizierung der Aktiva durch Ratings von Agenturen und bankinternen Risikomodellen. Auch die staatliche Garantie für alle Einlagen kann negativ wirken, da Banken keine Anreize haben, die Liquidität und Solvenz gebührend zu beachten.

Die Risiken werden durch den Staat getragen, private Verluste werden sozialisiert. Zudem ist das «Moral-Hazard»-Problem durch die verschiedenen Rettungen viel gravierender geworden. Der Staat, der in der Vergangenheit nicht transparent machte, welche Unternehmen eigentlich eine Staatsgarantie besitzen, steht heute für alle Bank oder Versicherung da, welche glaubhaft machen können, systemrelevant zu sein.

---

Damit haben diese Institute heute noch mehr als früher einen starken Anreiz, riskante Strategien zu verfolgen. Angesichts der Erfahrung heutiger Regulierungen und Staatsinterventionen scheinen die hohen Erwartungen an den Staat als Garanten für die Vermeidung von Finanzkrisen verfehlt.

### **Resümee**

1. Der Aufschwung ist bereits erfolgt und weiterhin im Gange. Die Depression wurde im Jahr 2009 an den Finanzmärkten ausgepreist.
2. Das globale Wachstum kommt zum großen Teil aus den dynamischen Volkswirtschaften der Emerging und Frontier Markets. Davon profitieren auch die Investoren der STAR Private Equity Serie, insbesondere im Fondsprogramm Asia-Pacific.
3. Zukünftige Belastungsfaktoren sind der Schuldenabbau des öffentlichen Sektors und dessen Auswirkungen auf die Realwirtschaft und die Finanzmärkte.





**RISING STAR**  
Management GmbH

Impressum

**Rising STAR Management GmbH**  
Müligässli 1  
8598 Bottighofen  
Switzerland

Phone +41 71 6869-400  
Fax +41 71 6869-415

E-Mail [info@risingstar.ch](mailto:info@risingstar.ch)  
[www.risingstar.ch](http://www.risingstar.ch)

**Disclaimer:** Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen stellen keine Empfehlungen für den Kauf, Verkauf oder das Halten von Wertpapieren, Fonds oder sonstigen Vermögensgegenständen dar. Die Informationen sind nach bestem Wissen geprüft und aktualisiert. Dennoch kann es zu unbeabsichtigt fehlerhaften Darstellungen kommen. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen kann daher nicht übernommen werden. Die Rising STAR AG lehnt jegliche Haftung für unmittelbare, konkrete oder sonstige Schäden, die im Zusammenhang mit den angebotenen oder sonstigen verfügbaren Informationen entstehen, ab.