



Standpunkt

April 2005

Private Equity als
Alternative Assetklasse

©2005. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Private Equity als Alternative Assetklasse

- ◆ Private Equity steht als Oberbegriff für alle Typen von Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Finanzierungsmitteln, die (meist) nicht börsennotierten Unternehmen in unterschiedlichen Entwicklungsstufen oder für spezielle Finanzierungsanlässe mittel- bis langfristig ohne bankübliche Sicherheiten zur Verfügung gestellt werden.
- ◆ Alle alternativen Anlageformen in Private Equity wie Direktbeteiligungen, Private Equity Funds, Funds of Private Equity Funds, Private Equity-Aktien oder Private Equity-Zertifikate haben spezielle Charakteristika, die sich der Investor vor Eingehen des Investments genau vor Auge führen muss.
- ◆ Private Equity verspricht Returns, die trotz niedrigerer Volatilität über denen traditioneller Assetklassen liegen und mit Aktien und Staatsanleihen gering korreliert sind.
- ◆ Es gibt eine ganze Reihe von Gründen, warum historische Datenbanken die Ertragsersparungen an Private Equity für die Zukunft überschätzen sowie Volatilitäten und Korrelationen zu den traditionellen Assetklassen unterschätzen.
- ◆ Die Risiken von Private Equity werden durch Volatilitäten und Korrelationen unzureichend erfasst. Private Equity ist durch eine geringe gesetzliche Regungsdichte, geringe Liquidität, eine hohe Markttransparenz und einen sehr langen Anlagehorizont gekennzeichnet. Zudem fallen keine laufenden Erträge an, und die tägliche Bewertung ist aufwändig, so dass Anlagen in Private Equity komplexer als die in klassischen Assetklassen sind.
- ◆ Trotz dieser Probleme kann Private Equity für langfristig kalkulierende Investoren wie Stiftungen, Pensionskassen, Versorgungswerke und Versicherungen eine hochinteressante Anlagealternative sein.

Diese Publikation ist ein Auszug aus dem Buch „Praktiker-Handbuch Alternatives Investmentmanagement“, herausgegeben von Dietmar Peetz, das im Mai 2005 erscheint.

Private Equity als Alternative Assetklasse

Die Baisse an den weltweiten Aktienmärkten von 2000 bis 2003 und die seit Jahren anhaltende Niedrigzinsphase haben bei den Kapitalanlegern bei der Festlegung ihrer Strategischen Asset Allocation ein Umdenken eingeleitet. Da es angesichts eines nur begrenzt vorhandenen Risikokapitals schwieriger geworden ist, die in der Vergangenheit für selbstverständlich gehaltene jährliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals von 6-8 % zu erreichen, sehen sich viele Anleger gezwungen, die langfristigen Ertragserwartungen ihrer Kapitalanlagen nach unten zu revidieren; gleichzeitig suchen sie verstärkt nach alternativen Anlagemöglichkeiten, die den Renditeverfall bremsen sollen.

Entscheidend für diese neuen Überlegungen zur Strategischen Asset Allocation ist die Erkenntnis, die durch die Kapitalmarktentwicklung der letzten Jahre deutlich wurde: Diversifikation ist der Schlüssel zum Anlageerfolg. Aus diesem Grund gingen Anleger vermehrt dazu über, ihre Diversifikation in Ergänzung zu ihren traditionellen Anlagen durch den Einsatz Alternativer Assetklassen zu verbessern. Der Anteil von Hedge Funds, Venture Capital und Private Equity in den Portfolios von Stiftungen, Pensionskassen und Versicherungen, aber auch bei Privatanlegern und Family Offices, ist deutlich gestiegen, allerdings ausgehend von einer niedrigen Basis.

Merkmale Alternativer Assetklassen

Der Begriff „Alternative Assetklasse“ wird meist über das Ausschlussprinzip definiert. Alternativ sind alle Assetklassen, die sich nicht in das traditionelle Anlageuniversum Aktien, Renten, Immobilien und Liquidität einordnen lassen. Alternative Investments versuchen generell, von Marktineffizienzen zu profitieren.¹

Die aus dieser Begriffsbestimmung abgeleitete Produktfamilie „Alternative Assetklassen“ kann

man in zwei Segmente unterteilen. Man unterscheidet alternative Strategien wie Hedge Funds und Managed Futures, denen überwiegend marktgängige Anlageformen zu Grunde liegen, von alternativen Anlagen wie beispielsweise Private Equity, Rohstoffen oder Wertgegenständen wie Kunst oder Schmuck, bei denen die zugrunde liegende Anlage eine neuartige Investitionsform im Vergleich zu den traditionellen Assetklassen darstellt.²

Die Alternativen Assetklassen haben weitere gemeinsame Merkmale: Sie versprechen einen Return, der mit den klassischen Vermögensanlagen Aktien und Staatsanleihen gering oder sogar negativ korreliert ist. Gleichzeitig zielen einige Alternative Investments wie die Hedge Funds auf einen absoluten Ertrag ab, was in Zeiten fallender Aktienindizes und niedriger Zinsen für den Anleger besonders attraktiv erscheint. Die Anleger suchen mit Alternativen Assetklassen also Investmentvarianten, deren Ergebnisse weitgehend unabhängig von den Ergebnissen an den Kapitalmärkten sind.³

Das Anlageuniversum Alternativer Assetklassen ist durch eine geringe gesetzliche Regelungsdichte, geringe Liquidität und eine hohe Markttransparenz gekennzeichnet. Aus dieser Konstellation resultieren Besonderheiten bei der Rendite und der Risikoanalyse, die einen entscheidenden Einfluss auf die Integration dieser Assetklassen in die Strategische Asset Allocation haben. Die Standardmodelle der Portfoliotheorie stoßen vor diesem Hintergrund schnell an ihre Grenzen. Insbesondere die Frage der Bestimmung eines neutralen Portfolioanteils Alternativer Investments wirft viele Fragen auf.⁴

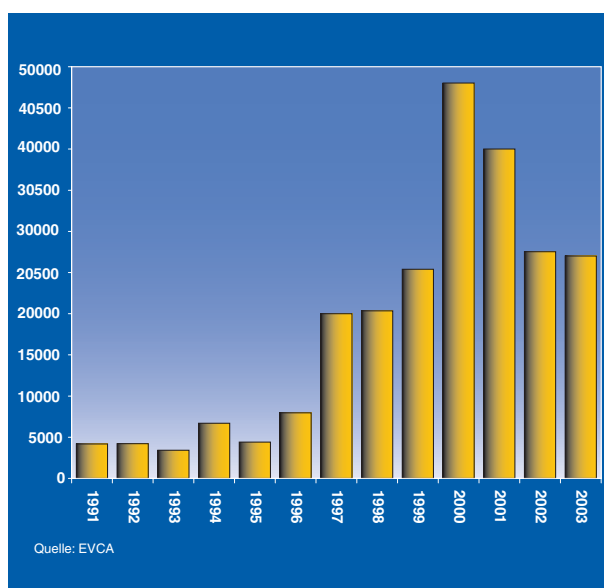
Private Equity in Europa

Im Gegensatz zur Situation in den USA, wo privates Beteiligungskapital von Unternehmen seit vielen Jahrzehnten eine wichtige Rolle spielt, hat sich der Markt für Private Equity in Europa erst während

des Aktienmarktbooms der 80er und 90er Jahre entwickelt. In dieser Phase hat der Markt einige Dynamik entfaltet, aber die Aktienbaisse 2000-2003 dämpfte die Marktentwicklung deutlich und veränderte den Charakter und die Strukturen des Marktes.⁵ Einige Investoren, die Ende der 90er Jahre erstmals in Private Equity investiert haben, würden die Erfahrungen der Baissejahre wohl gerne aus ihrem Gedächtnis streichen.⁶

Dennoch erlebte der Private Equity-Markt im Jahr 2004 weltweit mit einem Neugeschäft in der Größenordnung von rund 300 Mrd. USD eines seiner besten Jahre und auch in Europa (insbesondere in Großbritannien) konnten in den letzten Jahren trotz aller Skepsis Gelder für den Private Equity-Markt akquiriert werden (vgl. Abbildung 1).⁷

Abbildung 1: Europäische Private Equity-Investitionen in Mio. EUR



Angesichts der Entwicklung in Deutschland waren viele Beobachter in den letzten Jahren ernüchtert. In der Vergangenheit wurde oft darauf hingewiesen, dass die schwelende Nachfolgeproblematik im Mittelstand, die erhoffte „Zerschlagung der Deutschland AG“ und die immer neuen Insolvenzrekorde Deutschland zu einem El Dorado der Private Equity-Branche machen könnten.⁸ Die Enttäuschung folgte jedoch auf dem Fuß. Nach recht erfolgreichen Jahren um die Jahrtausendwende hat Deutschland zuletzt aufgrund großer Unsicherheiten bei den Rahmenbedingungen den Anschluss verloren.

Dabei haben insbesondere steuerliche Fragen immer wieder für Verunsicherung gerade bei ausländischen Initiatoren geführt, z.B. bei der Frage, ob Beteiligungsgesellschaften als vermögensverwaltend oder als gewerblich eingestuft würden (Gewerbesteuerproblematik). Die regulatorischen und steuerlichen Unklarheiten haben Deutschland als Private Equity-Standort im paneuropäischen Wettbewerb deutlich zurückfallen lassen, speziell was den Bereich Venture Capital angeht.⁹ So erhielt Deutschland in der Benchmarkstudie der EVCA (European Venture Capital and Private Equity Association, Vereinigung der europäischen Private Equity-Gesellschaften), in welcher die mangelnde Harmonisierung der Rahmenbedingungen für Private Equity geißelt wurde, ein besonders schlechtes Zeugnis ausgestellt.¹⁰

So ist es zu erklären, dass Private Equity-Aktivitäten in Deutschland im Jahre 2004 zwar die Schlagzeilen der Presse bestimmten, aber die dominierenden Akteure Private Equity-Häuser aus den USA waren. Kontinentaleuropa und speziell Deutschland als Private Equity-Standort gerieten hingegen ins Hintertreffen. Dies trug zu einem beträchtlichen internationalen Konzentrationsprozess in der Private Equity-Industrie bei. Die großen amerikanischen Private Equity-Häuser wurden in 2004 zur entscheidenden Triebfeder des industriellen Wandels in Euroland. Manch einer sagt mit Recht, dass Private Equity-Unternehmen inzwischen im Zentrum des kapitalistischen Systems stehen.¹¹

Der deutsche Immobilienmarkt und der deutsche Mittelstand erleben geradezu revolutionäre Entwicklungen.¹² Ob die Öffentliche Hand Immobilienportfolios verkauft, der Müll-Monopolist Duales System Deutschland (DSD) an die Börse gebracht werden soll, die deutschen Banken unter dem Druck von Basel II sogenannte „Non-Performing Loans“ ausgliedern oder sich Industriekonglomerate von Randbeteiligungen trennen wollen; wo große Veränderungsprozesse anstehen, spielen US-Private Equity-Beteiligungen wie Blackstone, Carlyle, KKR, Oaktree, Lone Star oder TPG Partners eine maßgebliche Rolle – Zeichen allerdings auch dafür, dass der Kapitalmarkt an einigen Stellen nicht optimal funktioniert.¹³ Auch einige Europäische Private Equity-Häuser wie Apax, Permira, CVC, BC Partners, Terra Firma und Cinven konnten sich mittlerweile am Markt etablieren. Erfolgreiche Private

Equity-Deals wie Tank & Rast, Debitel, Grohe, Celanese, Wincor Nixdorf, Auto-Teile-Unger, MTU oder Beru sind in Deutschland in aller Munde. So wurden Private Equity-Unternehmen zum Modernisierer traditioneller Branchen und ganz entscheidender Teil der Finanzinfrastruktur.¹⁴

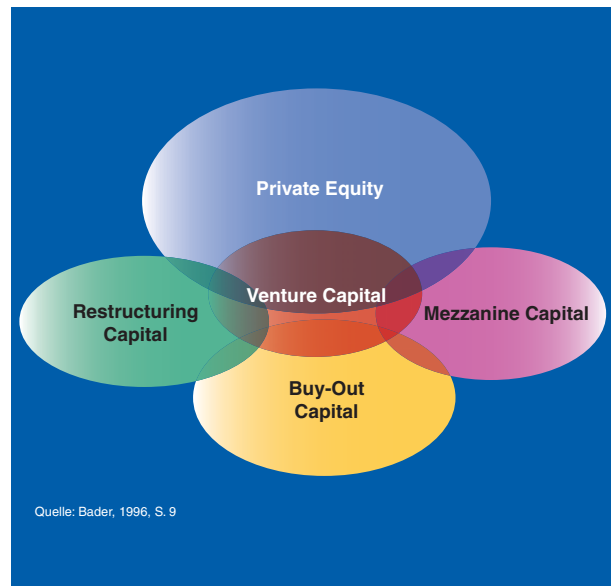
Definition und Kennzeichen von Private Equity

Die begrifflichen Abgrenzungen im Bereich der Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen gehen etwas durcheinander. Man spricht von Wagniskapital, Private Equity, Venture Capital, Beteiligungskapital, Risikokapital, Mezzanine-Finanzierungen und anderen Finanzierungstypen, ohne dass so richtig klar wird, wie die einzelnen Bereiche gegeneinander abgegrenzt werden.

Wir wollen im folgenden Private Equity gewissermaßen als Oberbegriff für alle Typen von Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Finanzierungsmitteln verstehen, die (meist) nicht börsennotierten Unternehmen in unterschiedlichen Entwicklungsstufen oder für spezielle Finanzierungsanlässe mittel- bis langfristig ohne bankübliche Sicherheiten zur Verfügung gestellt werden. Private Equity steht also kurz für außerbörsliches Eigenkapital und dient allgemein der Finanzierung von Unternehmen in Phasen, in denen diese aufgrund relativ hoher Risiken oder unsicherer Zukunftsaussichten von den herkömmlichen Finanzierungsquellen über Banken oder den Kapitalmarkt ausgeschlossen sind.¹⁵

Der Begriff Venture Capital ist in unserem Sinne ein Teilsegment von Private Equity, nämlich das Beteiligungskapital, das der Eigenkapitalfinanzierung junger Wachstumsunternehmen in der Frühphase der Unternehmensentwicklung zur Verfügung gestellt wird. In Teilen kann man unter dem Begriff Private Equity auch die verschiedenen neuen Finanzierungsformen subsumieren, mit denen das Kapital für Private Equity-Finanzierungen beschafft oder phasenweise ersetzt wird. Dazu zählen Wandel- und Optionsanleihen, nachrangiges Fremdkapital und High Yield-Anleihen sowie Hybridkapital wie Mezzanine-Darlehen, die durch viele Elemente gekennzeichnet sind, die den Charakteristika von Private Equity entsprechen (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2:

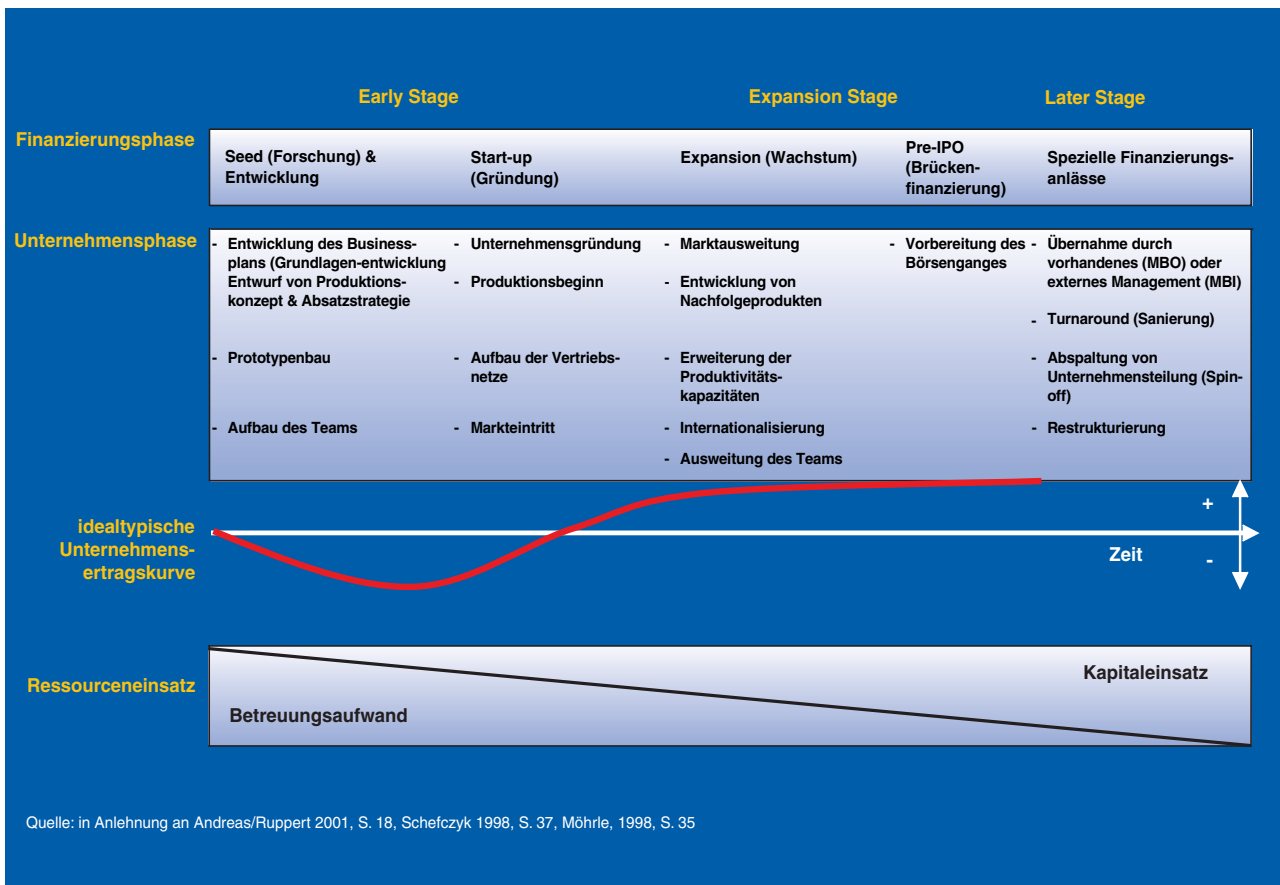


Generell werden Private Equity-Investitionen vom Investor als zeitlich begrenzt angesehen. Sie sollen lediglich so lange angelegt sein, bis das Unternehmen kapitalmarktfähig ist oder einfachen Zugang zum Bankensystem erhält.¹⁶ Mit dem dann erfolgreichen „Exit“ strebt der Investor einen möglichst hohen Ertrag aus der durch seine Investitionen und die (meist) aktive Managementunterstützung generierten Steigerung des Unternehmenswertes an. Die Planung eines Private Equity-Investments umfasst also neben den Modalitäten der Finanzierungsphase inklusive des Anlagehorizonts und möglicherweise einem Managementunterstützungskonzept auch eine Exit-Strategie.

Finanzierungsphasen von Private Equity

Die Literatur zu Private Equity befasst sich intensiv mit den unterschiedlichen Finanzierungsphasen und -anlässen zur Unterscheidung der Private Equity-Konzepte, da diese ganz maßgeblich für die Beurteilung des Risikos und der Ertragschancen der jeweiligen Investitionen sind.¹⁷ Die idealtypischen Finanzierungsphasen von Private Equity-Investitionen zeigt Abbildung 3.

Abbildung 3:



Generell teilt man die Finanzierungsphasen in die drei Gruppen Frühfinanzierungen (Early Stage), Expansionsfinanzierungen (Expansion Stage) und Spätfinanzierungen inkl. spezielle Finanzierungsanlässe eines Unternehmens (Later Stage) auf. Der Begriff Venture Capital bezeichnet in der Regel Private Equity in der Verwendung bei Frühfinanzierungen.¹⁸

Frühfinanzierungen

Frühfinanzierungen können in zwei unterschiedliche Finanzierungsphasen eingeteilt werden. Die früheste Phase der Entstehung eines Unternehmens ist die, in der nur eine Geschäftsidee besteht, es aber an Kapital zum Testen der Idee, für Marktanalysen oder zur Entwicklung eines Unternehmenskonzepts fehlt. Diese Phase wird mit Seed-Phase bezeichnet. Finanzierungen von Seed-Konzepten (Seed Money) sind mit hohen Risiken behaftet, denn weder die Geschäftsidee, noch der Manager oder Unternehmer noch der Markt sind

erprobt und bieten daher ein großes Potential des Scheiterns.

Finanzierungen in einem etwas späteren Stadium der Frühphase eines Unternehmens bezeichnet man mit Start Up-Finanzierung oder Gründungsfinanzierung. Dies ist die Phase, wenn das Unternehmen gerade gegründet wird oder gerade besteht. Mit Start Up-Kapital wird der Aufbau der Produktionskapazitäten, der Vertriebskanäle und der sonstigen Betriebsinfrastruktur finanziert. Das Risiko dieser Art der Finanzierungen ist noch sehr hoch, denn die Geschäftsidee ist zwar (theoretisch) überprüft, aber es bleibt fraglich, ob der Markteintritt praktisch gelingt. Zudem ist das Management in der Unternehmenspraxis noch immer ungetestet.¹⁹

Expansions- bzw. Wachstumsfinanzierungen

Dabei geht es um die Finanzierung von Unternehmen in Phasen stark steigenden Wachstums, die kurz vor der Erreichung der Gewinnzone stehen

oder sogar schon kleinere Gewinne erwirtschaften, während die Möglichkeiten der Innenfinanzierung noch begrenzt sind. Um das Wachstum des Unternehmens auf einen stabilen Pfad zu bringen, wird Expansionskapital benötigt, um Produktionskapazitäten zu erweitern, sich einen breiteren Markt zu erschließen oder ein besseres Branding aufzubauen. In dieser Phase rücken die Managementrisiken in den Vordergrund, denn es muss sich zeigen, ob eine Technologieführerschaft oder eine innovative Geschäftsidee in ein langfristig betriebswirtschaftlich stabiles Konzept umgesetzt werden kann. In dieser kritischen Phase stellen Private Equity-Geldgeber Kapital zur Wachstumsfinanzierung zur Verfügung. Dies ist für sie insbesondere dann attraktiv, wenn das Unternehmen nicht mehr weit von der Planung eines Börsengangs entfernt ist und nur noch eine vorübergehende Brückenfinanzierung (Bridge Financing in der Pre-IPO-Phase) zur Erhöhung der Eigenkapitalquote benötigt.

Spätphasenfinanzierungen und Finanzierung spezieller Finanzierungsanlässe

Frühfinanzierungen und Expansionsfinanzierungen erlebten in Europa während der Aktienhausse der 80er und 90er Jahre ein starkes Wachstum. Diese Entwicklung ist in den Jahren der weltweiten Aktienmarktbaiss von 2000-2003 weitgehend zum Stillstand gekommen. Stattdessen haben sich Private Equity-Geldgeber stärker auf den Bereich der Spätphasenfinanzierungen und der Finanzierung besonderer Finanzierungsanlässe konzentriert, der in den letzten Jahren weltweit stark expandiert ist. Auslöser solcher speziellen Finanzierungsanlässe sind Unternehmensrestrukturierungen, Sanierungen, Kauf von Wendeunternehmen (Distressed oder Turnaround-Investitionen), Management Buy Outs (MBO), Management Buy Ins (MBI), Leveraged Buy Outs (LBO), Verkäufe von Unternehmensanteilen (Spin Offs), Zukäufe und Fusionen von Unternehmen, generell also alle Formen von M&A-Aktivitäten sowie das Going Private von ehemals börsennotierten Unternehmen. Die größte Gruppe dieses Segments sind Buy Out-Investitionen reifer Unternehmen aller Art, so dass manche Autoren die Investmentklasse Private Equity in Spätphasen und für spezielle Anlässe vereinfachend einfach als Buy Out-Investitionen bezeichnen. Dieser Typ von Private Equity ist immer dann gefragt, wenn Unter-

nehmen, Branchen oder ganze Wirtschaftssysteme (beispielsweise aufgrund der Erfordernisse der Globalisierung) gezwungen sind, sich zu restrukturieren und zu reorganisieren, um wieder wettbewerbsfähig zu werden.²⁰ Einige Studien haben gezeigt, dass Private Equity Investments in solchen Phasen zum Startmotor neuen Unternehmenswachstums werden können.²¹

Exit-Kanäle

Private Equity-Finanzierungen sind von vornherein auf eine zeitliche Begrenzung angelegt. Dem Ausstieg aus dem Investment, dem so genannten Exit über die Veräußerung der Beteiligung, kommt bei Private Equity-Anlagen eine fundamentale Bedeutung zu. Bereits bei der Planung des Investments sollten konkrete Konzepte bzgl. der Art und des Zeitpunkts der Veräußerung existieren, denn letztlich entscheidet der Exit über die Rentabilität von Private Equity. Es ist nicht auszuschließen, dass es auch zu einem Totalausfall des eingesetzten Kapitals kommen kann, wenn keine Exit-Planung vorliegt.

Man unterscheidet vier Strategien des Ausstiegs aus Private Equity-Finanzierungen (wenn man von ungewollten Abschreibungen absieht).²²

Börseneinführung

Ideal und als logischer Schritt wird von vielen der Ausstieg über einen Börsengang (IPO) betrachtet, der in der Phase der Aktienhausse die höchsten Erträge erzielt hat. Man kann argumentieren, dass nur bei einem Börsengang eine objektive Bewertung des Unternehmens durch den Markt erfolgt. Positiv bei dieser Art des Exits ist daher, dass das Unternehmen Zugang zum breiteren Kapitalmarkt und einer breit gestreuten Anlegerschicht erhält sowie Liquidität und Transparenz gesteigert werden. Die Erfahrungen während der Aktienbaiss 2000-2003 haben aber deutlich gemacht, dass diese Exit-Strategie nur in einem günstigen Marktumfeld möglich und sinnvoll ist.

Verkauf an ein anderes Unternehmen

Den Verkauf an ein anderes Unternehmen, meist einen strategischen Investor in derselben Branche, Lieferanten oder Kunden bezeichnet man auch als Trade Sale.²³ Bei dieser Exit-Strategie kann der Private Equity-Investor unter Umständen mit einem IPO vergleichbare Erträge erzielen, wenn das strategische Interesse des Käufers entsprechend hoch ist. Bei Akquisitionen wird typischerweise eine Prämie für Synergien, Marktanteile oder den Markteintritt bezahlt, insbesondere wenn durch rentabilitätssteigernde Maßnahmen eine Neubewertung des Unternehmens angestrebt wird. In diesen Fällen kann der Käufer durchaus zur Zahlung einer Prämie für die alleinige Kontrolle über das Unternehmen bereit sein. Dabei ist der Kaufpreis beim Trade Sale üblicherweise direkt nach Vertragsabschluss fällig, wodurch die Risiken zukünftiger Entwicklungen entfallen.

Trade Sales sind einer der am häufigsten genutzten Exit-Kanäle. Dieser Trend wurde in Europa durch den Boom an den Neuen Märkten nur kurz unterbrochen. Nach dem Kollaps dieser Märkte blieben Trade Sales insbesondere am deutschen Beteiligungsmarkt fast der einzig verbleibende Königsweg.

Verkauf an andere Finanzinvestoren

Den Verkauf an andere Finanzinvestoren bezeichnet man auch als Secondary Sale.²⁴ Diese Exit-Strategie bietet sich an, wenn das Beteiligungsunternehmen nicht mehr in die Gesamtstrategie des Private Equity-Investors passt, ein IPO aber noch nicht möglich und andere strategische Investoren nicht in Sicht sind, weil ihnen das Kapital fehlt. In diesem Fall würde ein anderer Finanzinvestor das Beteiligungsunternehmen beispielsweise über eine Privatplatzierung in sein Portfolio übernehmen, wenn es in sein strategisches Konzept oder seine Managementkonzeption besser passt als in das des ursprünglichen Käufers.

Sekundärmarkttransaktionen als Exit-Strategie haben aufgrund der problematischen Situation an den Kapitalmärkten in den letzten Jahren enorm an Bedeutung gewonnen. Insbesondere hat sich ein spezieller Markt für Secondary Funds im Sinne spezialisierter Investoren etabliert, der vom

Nischendasein zu einem prominenten Subsegment innerhalb der Private Equity-Branche geworden ist. Dieser Sekundärmarkt stellt der Private Equity-Branche gerade in schwierigen Zeiten eine erweiterte Liquidität zur Verfügung. Secondary Investments sind sozusagen eine Funktion der Primäraktivitäten der Vergangenheit. Nach Schätzungen machen weltweite Sekundärtransaktionen einen Anteil von 3-4 % am Gesamtvolumen des Primärmarktes aus.²⁵

Rückkauf der Anteile durch den ursprünglichen Eigentümer

Den Rückkauf der Anteile durch den ursprünglichen Eigentümer des Beteiligungsunternehmens bezeichnet man als Company Buy Back. Diese Strategie bietet sich insbesondere für Unternehmen mit bereits stabilem Cash Flow an, die aber weder für ein IPO noch für eine der anderen Exit-Strategien in Frage kommen, während gleichzeitig ein finanzkräftiger ehemaliger Eigentümer zur Verfügung steht.

Man muss aber zugeben, dass sich insbesondere in den Jahren der Aktienbaisse 2000-2003 gezeigt hat, dass die beste Planung wenig nutzt, wenn das Marktumfeld die Strategien verhängelt. So war in diesen Jahren in Deutschland die ungewollte Exit-Strategie „Abschreibung“ die dominierende Exit-Variante (Tabelle 1).²⁶

Tabelle 1:

| Exit-Statistik für Deutschland | | | | |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Volumen in Mio. Euro | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
| Trade Sales | 492,4 | 379,1 | 651,6 | 146,1 |
| IPOs | 116,3 | 7,3 | 0 | 8,6 |
| Desinvestments nach IPO | 40,4 | 138,5 | 122,3 | 56,3 |
| Abschreibungen | 232,1 | 673,8 | 941,2 | 330,2 |
| Sonstige | 380,3 | 656,4 | 416,8 | 279,3 |
| Summe | 1261,5 | 1855,1 | 2131,9 | 820,5 |
| Anzahl | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
| Trade Sales | 192 | 131 | 97 | 43 |
| IPOs | 66 | 8 | 0 | 1 |
| Abschreibungen | 212 | 443 | 491 | 245 |
| Sonstige | 348 | 491 | 569 | 229 |
| Summe | 870 | 1186 | 1225 | 518 |

Quelle: EVCA, Stand Ende 2003

Investitionsalternativen in Private Equity

Neben der Direktbeteiligung bieten sich dem Investor eine Fülle von Anlagealternativen, wie er in Private Equity investieren kann. Alle alternativen Anlageformen wie Private Equity Funds, Fund of Funds, Private Equity-Aktien oder Private Equity-Zertifikate haben spezielle Charakteristika, die sich der Investor vor Eingehen des Investments sehr genau vor Augen führen muss.²⁷

Direktbeteiligung

Es geht dabei um die direkte (Teil-)Finanzierung eines Beteiligungsunternehmens. Im Bereich des Venture Capitals werden Direktinvestoren als Business Angels bzw. Business-Inkubatoren bezeichnet, denn dort ist die Direktbeteiligung meist mit unmittelbarer Managementunterstützung und Einflussnahme auf die Geschäftspolitik verbunden. Gefordert ist bei der Direktbeteiligung (speziell im Bereich Venture Capital, aber nicht nur dort) der Branchenspezialist, der Managemententscheidungen mit beeinflusst, denn direkte Private Equity-

Beteiligungen sind zumindest im Bereich Venture Capital meist mehr als nur Finanzbeteiligungen („active ownership“). Das Mindestvolumen von Direktinvestitionen beläuft sich in der Regel auf fünf Millionen Euro, was den Anlegerkreis naturgegeben beschränkt. Letztlich kommen Direktbeteiligungen meist nur für den wirklichen Private Equity-Spezialisten in Frage.

Private Equity Funds

Erwirbt der Investor Anteile an einem Private Equity Fund, erfolgt die Auswahl und das Portfolio Management der Investments in die Beteiligungsgesellschaften durch eine spezialisierte Fondsgesellschaft, die das Kapital der Geldgeber bündelt und in ein Portfolio von in der Regel 10-50 Beteiligungen investiert. Die Private Equity Funds sind keine Fonds-Sondervermögen im rechtlichen Sinne, sondern meist als geschlossene, gewerbliche oder vermögensverwaltende Kommanditgesellschaften bzw. als „Limited Partnerships“ konzipiert. Die Investoren werden zu teilhaftenden Gesellschaftern (Kommanditisten). Den vollhaftenden Gesellschafter (Komplementär) stellt meist eine speziell für

diesen Zweck gegründete Einzweckgesellschaft dar. Zusätzlich weisen Private Equity Funds oft relativ hohe Fremdfinanzierungsquoten auf (Leverage).²⁸ Bei Investitionen in Private Equity Funds wird das Risiko breiter gestreut als bei der Direktbeteiligung. Auf Private Equity-Beteiligungen spezialisierte Fondsmanager sind für die Auswahl der Einzelbeteiligungen, das aktive Management des Private Equity-Portfolios, die Unterstützung der Managemententscheidungen in den Beteiligungsunternehmen und die Beeinflussung der Unternehmenspolitik zuständig. Auch das Beteiligungscontrolling spielt bei den Private Equity Funds eine wichtige Rolle.²⁹ Die meisten Private Equity Funds verfolgen eine im Vorfeld definierte systematische Investmentstrategie, beispielsweise indem sie ihre Investitionen auf bestimmte Länder, Branchen oder Finanzierungssituationen fokussieren.

Ein wichtiger Vorteil für den Investor im Vergleich zur Direktbeteiligung ist neben der Risikostreuung und dem aktiven Management des Beteiligungsportfolios die niedrigere Mindestanlagesumme, da sie nicht mehr an ein Einzelinvestment gebunden ist. Üblich sind Beteiligungsbeträge an Private Equity Funds ab 1 Million Euro.

Vor dem Investment in einen Private Equity Fund sind aus Sicht des Investors jedoch eine Reihe von Besonderheiten zu beachten, da sich diese Art von Funds stark von klassischen Investmentfonds unterscheidet, was die Modalitäten in Bezug auf die Einzahlungen, die Auszahlungen, die Managementvergütung und die Laufzeiten des Engagements betrifft.³⁰

Einzahlungsmodalitäten

Die Einzahlungen in einen Private Equity Fund erfolgen nicht auf einmal bei Eingehen des Engagements, sondern Zug um Zug mit dem Fortgang der Investitionen des Private Equity Funds. Dieser ruft die zugesagten Gelder (sogenannte Commitments) je nach Kapitalbedarf schrittweise für die Investments ab. Es kann unter Umständen einige Jahre dauern, bis die ganze geplante Investitionssumme angelegt ist.

Auszahlungsmodalitäten

Der Private Equity-Kapitalgeber erhält keine laufende Verzinsung, sondern erzielt seine Rendite durch die Wertsteigerung der Beteiligung während der Zeit der Investition. Die Erlöse fallen erst bei der Veräußerung der Beteiligung an. Diese fließen direkt an den Anleger zurück und werden nicht re-investiert. Dies bedeutet, dass die Rückflüsse zum Investor nicht von vornherein sicher, sondern vom Verlauf der Beteiligungsveräußerungen abhängig sind.

Management Fee

In der Regel setzt sich die Management Fee eines Private Equity Funds aus einer fixen jährlichen Gebühr von ca. 2 % des gezeichneten Kapitals und einer zusätzlichen Performance Fee (man spricht auch von „Carried Interest“) zusammen. Die fixe Gebühr deckt die Kosten für die Verwaltung des Fonds inklusive der Administration ab. Die Performance Fee stellt eine Gewinnbeteiligung der Fondsgesellschaft dar, die sich im Durchschnitt auf 20-25 % der realisierten Gewinne belaufen. Die Performance Fee ist zur Motivation des Fondsmanagers gedacht. Sie soll die Interessen von Investor und Fondsgesellschaft stärker in Übereinstimmung bringen. Dabei wird die Performance Fee in der Regel erst dann fällig, wenn zusätzlich zur vollständigen Rückzahlung des Kapitals eine Mindestverzinsung, die sogenannte Hurdle Rate, erzielt wurde. Zusätzlich wird in der Regel auch eine Eigenbeteiligung des Initiators des Private Equity Funds erwartet. Der Fondsmanager muss also selber mit ins Risiko gehen.

Fondslaufzeit und Anlagehorizont

Die Laufzeit der Funds beträgt meist zehn bis zwölf Jahre. Sie kann verlängert werden, wenn dadurch ein günstigerer Exit-Zeitpunkt erreicht wird. Bis zum Exit-Zeitpunkt werden Private Equity Funds weder an der Börse gehandelt noch können Anteile zurückgegeben werden. Private Equity Funds sind eine äußerst illiquide Anlageform mit stark eingeschränkter Fungibilität.

Funds of Private Equity Funds

Für Anleger, die ihr Risiko noch weiter streuen wollen, stellen Funds of Private Equity Funds eine Alternative dar. Diese Funds of Funds investieren nicht direkt in Beteiligungsunternehmen, sondern indirekt in meist 10-50 Private Equity Funds mit unterschiedlichen Investmentstrategien, um eine noch breitere Diversifikation in Bezug auf Branchen, Länder, Finanzierungsmodelle, Anlagestrategien und Fondsmanager zu erzielen. Wie im Hedge Fund-Bereich kommt es auch bei Funds of Private Equity Funds entscheidend auf die professionelle Verwaltung der Funds, das aktive Management, an. Dies erfordert eine gute Marktkenntnis, Analysetechniken und proaktives Managen des Beteiligungsportfolios. Ein enger Kontakt zu den Managern der Private Equity Funds bis hin zur Einflussnahme auf deren Vergütungsregelungen und Vertragsgestaltungen sind dabei unerlässlich.

Bei einer Investition in Funds of Private Equity Funds fallen zusätzliche Verwaltungsgebühren und meist eine erfolgsabhängige Vergütung an, was den Gesamtertrag des Investments im Vergleich zu den reinen Private Equity Funds reduziert. Auf der anderen Seite verringert die breitere Diversifikation das Risiko.

Ein Vorteil von Funds of Private Equity Funds ist die im Vergleich zur Direktbeteiligung und einer Beteiligung an Private Equity Funds meist reduzierte Mindestbeteiligungssumme, die zwischen 50.000 und 250.000 Euro liegt.

Private Equity-Unternehmen

Durch den Kauf von Aktien eines Private Equity-Unternehmens beteiligt sich der Investor direkt an der Private Equity-Gesellschaft und geht damit im Gegensatz zu den sonstigen Private Equity-Beteiligungen eine von der Grundidee her zeitlich unbegrenzte Beteiligung ein. Vorteile dieser Art der Private Equity-Investition sind die kleine Stückelung und die Existenz eines börsentäglichen Marktpreises für das Investment, so dass die Liquidität und Fungibilität dieser Private Equity-Anlagen sie deutlich von Direktbeteiligungen oder Fondsinvestments unterscheidet.

Der Aktienerwerb ist aber lediglich eine indirekte Investition in Private Equity. Auch wenn der Anleger über den Aktienerwerb generisch einen Anteil an den Private Equity-Investitionen des Unternehmens hält, muss der aktuelle Aktienkurs keineswegs den tatsächlichen Wert der Beteiligungen widerspiegeln. Der Marktpreis der Aktien wird vielmehr durch die generelle Marktstimmung, die Schwankungen der Erwartungen, andere psychologische Einflussfaktoren und Angebots-Nachfrage-Konstellationen bestimmt, so dass nur ein vager Zusammenhang zwischen dem Aktienkurs und dem tatsächlichen Wert der Private Equity-Beteiligungen besteht.

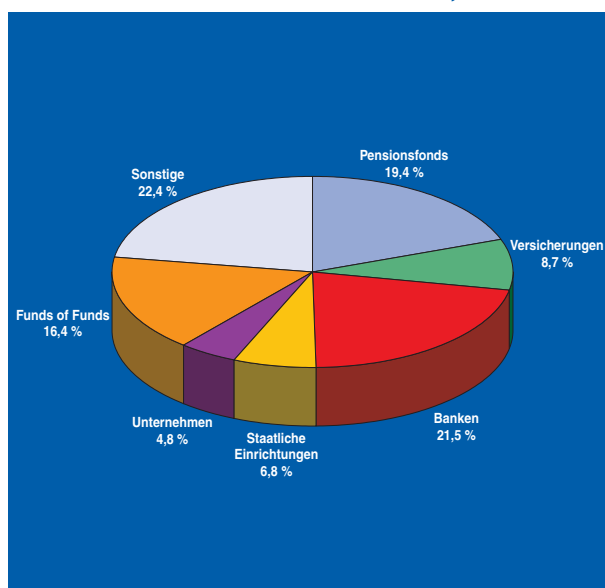
Private Equity-Zertifikate

Die Etablierung eines Marktes für von Banken emittierte Private Equity-Zertifikate, die in der Regel eine Mindestbeteiligung von lediglich 10.000-20.000 Euro aufweisen, soll den Private Equity-Bereich einem breiteren Anlegerkreis öffnen. Underlyings, auf die sich die Zertifikate beziehen, können entweder aus einem Korb börsennotierter Private Equity-Unternehmen oder aber aus einem Portfolio von Private Equity Funds oder Private Equity-Direktbeteiligungen bestehen. Insbesondere die zweite Form würde relativ nahe einem „richtigen“ Private Equity-Investment entsprechen. Zusätzlich hat die Zertifikatslösung den Vorteil der Existenz eines Sekundärmarktes, einer höheren Liquidität und natürlich einer recht breiten Diversifikation des Investments.

Private Equity als Assetklasse

In den letzten Jahren hat sich Private Equity als Diskussionsthema bei vielen institutionellen Investoren trotz der Aktienbaisse behauptet. Insbesondere Stiftungen, Versicherungen, Pensionskassen, aber in Europa auch Banken haben Allokationen in Private Equity vorgenommen, weil sie die Assetklasse langfristig als attraktiv erachten (vgl. Abbildung 4).³¹

Abbildung 4: Europäische Private Equity-Investoren nach Institutionen 2003, in %



Untersucht man die Eigenschaften von Private Equity als einer geschlossenen Assetklasse, muss man akzeptieren, dass es sich bei dieser Klasse nicht um eine homogene Produktfamilie handelt, sondern dass man im Prinzip Teilsegmente und Anlagekategorien unterscheiden muss, die durch unterschiedliche Risiko-Ertrags-Konstellationen gekennzeichnet werden können. Wie bereits diskutiert, muss der Anleger bei Private Equity-Investments im ersten Schritt danach unterscheiden, in welche Finanzierungsphasen und -anlässe investiert wird. Im zweiten Schritt müssen die verschiedenen Investitionsarten voneinander unterschieden werden. Schließlich sind die einzelnen Kategorien im dritten Schritt in ihren Eigenschaften gegen traditionelle Assetklassen abzugrenzen, um die Risiko-Ertrags-Eigenschaften von Private Equity im Portfoliozusammenhang zu diskutieren.³²

Risiko-Ertrags-Eigenschaften in Abhängigkeit von den Finanzierungsphasen/-anlässen

Frühphaseninvestitionen wie Seed Money und Gelder für die Start Up-Phase sind mit dem höchsten Risiko gekennzeichnet und haben einen stark spekulativen Charakter. Der Erfolg des Unternehmens ist kaum abzuschätzen, Geschäfts- und Managementrisiken sind am ausgeprägtesten. Da der geplante Exit zeitlich sehr weit entfernt ist und die Bewertungsunsicherheiten besonders groß sind,

sind Beteiligungen in den Frühphasen besonders illiquide. Im Gegensatz dazu nehmen die Risiken in späteren Phasen der Unternehmensbeteiligung deutlich ab, da Geschäfts-, Management-, Markt- und Produktionsrisiken nicht mehr so ausgeprägt sind. Spätphasen-Investitionen, Buy Outs und Finanzierungen besonderer Anlässe sind daher weniger riskant als Venture Capital.

Spiegelbildlich nehmen mit dem fallenden Risiko in späteren Finanzierungsphasen aber auch die Gewinnchancen ab. Erfolgreiche Unternehmen werden im Zeitverlauf immer höher bewertet, so dass Neuinvestitionen in späteren Finanzierungsrunden eines Unternehmens weniger Ertrags- und Höherbewertungspotential aufweisen. Erfolgreiche Venture Capital-Investitionen versprechen also langfristig eine höhere Rendite, gerade wenn sie in Zukunftsmärkten stattfinden, wo Innovationen und ganz neue Geschäftsideen zunächst meist niedrig bewertet werden, aber im Falle eines Marktdurchbruchs besonders chanceträchtig sind und Aufwertungspotential bieten.

Idealtypisch weisen Private Equity-Investitionen im Zeitverlauf einen markanten J-Kurvenverlauf auf (vgl. Abbildung 3). Der Unternehmensertrag ist in der Frühphasenfinanzierung zunächst negativ, weil hohe Kosten und Anfangsinvestitionen anfallen, aber noch keine Erträge erwirtschaftet werden. Die Erreichung der Gewinnzone wird generell erst in der Expansionsphase erwartet. Dieser Ertragsverlauf zwingt Investoren in den Frühphasen automatisch zu einem sehr langen Anlagehorizont.

Betreuungsbedarf und Finanzierungsbedarf entwickeln sich genau entgegengesetzt. Bei der Frühphasenfinanzierung ist der Betreuungs- und Beratungsaufwand der Unternehmen extrem hoch, während sich der Finanzierungsaufwand noch in Grenzen hält. Im Laufe der Entwicklung des Unternehmens nimmt der Finanzierungsbedarf insbesondere während der Expansionsphase immer mehr zu, während der Betreuungsbedarf aufgrund der wachsenden Eigenenerfahrung des Unternehmens abnimmt. Reine Finanzinvestoren investieren daher eher in Spätphasen oder in spezielle Anlässe, während im Venture Capital-Segment stärker der unternehmerische Investor gesucht ist. Aufgrund dieses Ertrag-Risiko-Tradeoffs der Investitionen in die verschiedenen Private Equity-Klassen empfiehlt es sich für

die meisten Investoren, durch eine aktive Asset Allocation der verschiedenen Beteiligungsmöglichkeiten Diversifikationsvorteile anzustreben, um Risiken zu reduzieren, aber Ertragspotential zu erhalten.

Risiko-Ertrags-Eigenschaften in Abhängigkeit von den Investitionsvehikeln³³

Die Risiko-Ertrags-Konstellationen von Private Equity werden maßgeblich davon beeinflusst, auf welches Investitionsvehikel der Investor zurückgreift, denn die Art der Anlageform spiegelt wider, ob der Anleger bewusst unsystematisches (einzelinvestitionsspezifisches) Risiko wie beim Direktinvestment zu nehmen bereit ist, oder ob er quasi nur in ein breit gefächertes Marktportfolio von Private Equity investieren will, wie es beispielsweise über Anlagen in Funds of Private Equity Funds erfolgt. Auch die Mindestanlagevolumina, das zur Verfügung stehende Kapital und sein Anlagehorizont bestimmen die für ihn passende Anlageform.

Die am Private Equity-Markt international dominierende Anlegergruppe sind neben Stiftungen und Versicherungen vor allem Pensionsfonds, die von ihren langfristigen Anlagehorizonten und den geringen Liquiditätserfordernissen her für Private Equity-Anlagen prädestiniert sind. Ihnen kommen die hohen Ertragserwartungen und die Art der Zahlungsströme, die durch regelmäßige Neuengagements in eine (einigermaßen) steuerbare Rückzahlungsstruktur umgewandelt werden können, entgegen. Die großen internationalen Pensionsfonds investieren bevorzugt in diversifizierte Portfolios von Private Equity Funds, die sie selber aufgrund ihrer Anlagebedürfnisse individuell selektieren. Sie nutzen allerdings Funds of Private Equity Funds, um sich Märkte zu erschließen, in denen sie sich weniger gut auskennen, sei es regional, sektoral oder technologisch.³⁴ Kleinere Pensionsfonds investieren aus Kapazitätsgründen generell eher in Funds of Private Equity Funds.

Für Privatanleger sind dagegen allein schon wegen der Mindestanlageerfordernisse und der vorzeitigen Veräußerbarkeit Private Equity-Zertifikate und möglicherweise Aktien von Private Equity-Unternehmen die einzig sinnvolle Wahl.

Empirische Risiko-Ertrags-Eigenschaften von Private Equity

Will man Ertragschancen und Risiken von Private Equity mit der von typischen traditionellen Aktien- und Rentenanlagen vergleichen, stößt man auf das Problem, dass Direktinvestitionen und Private Equity Funds nicht börsennotiert sind. Daher stehen keine permanenten Preisdaten zur Verfügung und somit auch keine allgemein zugänglichen historischen Preis- oder Performancedatenzeitreihen. Der Erfolg von Private Equity-Direktinvestitionen oder Private Equity Funds wird letztlich erst bei deren Veräußerung nach längeren Zeiträumen bestimmt.

Die EVCA hat sich daher bemüht, die Performancemessung und die Bewertung von Private Equity-Investments transparenter und einheitlicher zu machen. Bei der Bewertung wurde bisher ausgenutzt, dass Private Equity-Investitionen in Art und Cash Flow-Struktur im Zeitverlauf der J-Kurvenstruktur einer typischen Unternehmensinvestition entsprechen. Die EVCA hat durch eine Modifikation der traditionellen Internen Zinsfußmethode der Investitionsrechnung einheitliche Richtlinien für Performancemessung und Bewertung von Private Equity erlassen. Man spricht von der Pooled IRR-Methode der Renditeberechnung (internal rate of return = interner Ertragsatz). Auf der Basis dieser Standardmethodik wurde eine statistische Basis der Renditen von Private Equity-Anlagen in Europa erstellt, welche die wichtigsten Direktinvestitionen und Funds umfasst. Die EVCA-Datenbank liefert eine Möglichkeit, um Brutto- und Nettorenditen von Private Equity in einer mit der Rendite anderer Assetklassen (in etwa) vergleichbaren Form zu erhalten.

Um eine Übersicht über mögliche Ertragschancen von Private Equity zu erhalten, werfen wir einen Blick auf die Ergebnisse der EVCA-Datenbank. Die EVCA-Statistik liefert eine Übersicht über die jährliche Rendite der verschiedenen Arten von Private Equity-Investments seit den ersten europäischen Emissionen im Jahre 1980 sowie über ein, drei, fünf und zehn Jahre (vgl. Tabelle 2).³⁵

Tabelle 2:

| Jährliche Performance von europäischen Private Equity-Funds | | | | | |
|--|---------------|----------------|----------------|-----------------|------------------|
| Gerechnet mit Pooled IRR | | | | | |
| | 1 Jahr | 3 Jahre | 5 Jahre | 10 Jahre | seit 1980 |
| Early Stage Venture Capital | -13,1 | -11,1 | -1,8 | 1,3 | 1,9 |
| Later Stage Venture Capital | -7,2 | -4,8 | 4,6 | 10,7 | 9,0 |
| Balanced Venture Capital | -5,4 | -10,2 | 4,2 | 12,3 | 9,0 |
| All Venture Capital | -7,5 | -9,0 | 2,3 | 8,3 | 7,2 |
| Buy Outs | 1,6 | 1,0 | 9,6 | 12,7 | 12,2 |
| Generalist | 2,4 | -10,7 | 7,8 | 14,6 | 9,1 |
| All Private Equity | -0,6 | -3,8 | 7,3 | 11,9 | 9,9 |

Quelle: EVCA, Stand Ende 2003

Insgesamt zeigt die Datenbank, dass die hohen durchschnittlichen Erträge seit 1980 sowie über einen Zehnjahreszeitraum Private Equity rechnerisch zu einer attraktiven Assetklasse machen. Europäische Private Equity Funds erzielten seit 1980 eine durchschnittliche jährliche Rendite von 9,9 %, Buy-Outs waren mit 12,2 % am erfolgreichsten. Insgesamt lagen die Erträge von Private Equity damit oberhalb der Returns, die in diesem Zeitraum mit traditionellen Assetklassen erreichbar gewesen wären.

Die für den Anleger entscheidende Frage ist die, wie attraktiv Private Equity-Anlagen als Teil eines Portfolios zusammen mit den traditionellen Anlagen Aktien und Renten sind. Zur Beantwortung dieser Frage setzen wir uns mit Ertrag und Risiko von Private Equity im Vergleich zu Aktien und Renten sowie mit der Korrelation zwischen den einzelnen Assetklassen noch weiter auseinander. Dabei kommt es wegen des Langfristcharakters von Private Equity stets auf die langfristige Betrachtung an, denn für kurzfristig orientierte Anleger ist Private Equity von vornherein keine Anlagealternative.

In der Literatur gibt es neben den bereits zitierten Analysen von EVCA eine Fülle von empirischen Untersuchungen, welche die Zusammenhänge von Private Equity-Investments im Vergleich zur Wertentwicklung der üblichen Benchmarkindizes für

Blue Chips, Small Caps und Rentenanlagen untersucht haben. Wir wollen die Aussagen am Beispiel der für diese Untersuchungen typischen Analysen von M. Bauer / S. Bilo / H. Zimmermann zum US-Markt aus dem Jahr 2001 darstellen, weisen aber vorab darauf hin, dass die berechneten Renditezahlen in allen Assetklassen durch den fulminanten Bullenmarkt der 90er Jahre im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt nach oben verzerrt sind.³⁶ Dies gilt allerdings als Einschränkung für alle größeren Untersuchungen zum Private Equity-Markt. Die Tabelle bestätigt die EVCA-Zahlen und zeigt, dass die Performanceentwicklung von US-Private Equity in den letzten Jahrzehnten leicht über der Performance von Aktien lag, während Rentenanlagen deutlich darunter lagen. Die gezeigten Volatilitätszahlen von Private Equity liegen etwa auf dem Niveau von Aktien (vgl. Tabelle 3)

Tabelle 3:

| Rendite-Risiko-Charakteristik von Assetklassen | | | | | | | | | |
|---|--------------|------------------|---------------|-------|-------|-------|--------|------|----|
| US Assets, 1988-2000 | | | | | | | | | |
| | Rendite p.a. | Volatilität p.a. | Korrelationen | BCA | SCA | KLA | LLA | PE | HF |
| Blue Chips Aktien | 15,7 | 14,47 | BCA | 1 | | | | | |
| Small Caps Aktien | 13,16 | 15,58 | SCA | 0,731 | 1 | | | | |
| Kurzlaufende Anleihen | 5,02 | 3,85 | KLA | 0,191 | 0,046 | 1 | | | |
| Langlaufende Anleihen | 8,49 | 5,74 | LLA | 0,192 | 0,017 | 0,909 | 1 | | |
| Private Equity | 18,26 | 14,25 | PE | 0,225 | 0,332 | 0,032 | -0,011 | 1 | |
| Hedge Funds | 10,92 | 9,18 | HF | 0,47 | 0,28 | -0,03 | 0,05 | 0,18 | 1 |

Quelle: Bauer/Bilo/Zimmermann

Tabelle 3 liefert ein ganz entscheidendes Argument für die Inklusion von alternativen Assetklassen in traditionelle Aktien-Renten-Portfolios. Die historische Korrelation von Private Equity ist, wie in allen Analysen bestätigt wird, ungewöhnlich niedrig, im Zusammenhang mit Rentenwerten sogar nahe Null.³⁷

Das Zahlenwerk der Datenbanken scheint die These zu unterstützen, dass alternative Strategien wie Private Equity aufgrund niedriger Korrelationen mit traditionellen Assetklassen ein hervorragendes Diversifikationspotential eröffnen. Darüber hinaus liegen die Ertragszahlen von Private Equity auf lange Sicht über der von traditionellen Aktien- und Rentenanlagen, und die (historisch gemessene) Volatilität liegt sogar noch leicht unter der von Aktien. So verwundert es nicht, dass eine standardmäßig angewandte Portfoliooptimierung über traditionelle und Alternative Assetklassen zu erstaunlichen und von Private Equity-Anbietern gerne zitierten Ergebnissen kommt.

Portfolios unter Einbezug von Private Equity dominieren sämtliche traditionellen Portfolios im Rendite-Risiko-Diagramm, indem sie bei gleichem Risikoniveau eine höhere Renditeerwartung und eine niedrige Korrelation aufweisen. Ein Investor hätte durch den Einbezug von Private Equity in sein Anlageuniversum eine höhere Renditeentschädigung bezogen auf das eingegangene Risiko erhalten.³⁸

Die Problematik dieser (naiven) Interpretation der historischen Daten wird deutlich, wenn man sich anschaut, welche Portfolioanteile für Private Equity eine „naive“ Optimierung aufgrund der historischen Renditezahlen der Assetklassen hervorbringt. Ausgehend von traditionellen Portfolios von etwa 20-25 % Aktien und 75-80 % Renten würden sich die Portfoliogewichte bei Berücksichtigung von alternativen Assetklassen insbesondere zu Ungunsten von Aktien deutlich verschieben. Der Aktienanteil im optimalen Portfolio unter Einbezug von alternativen Assetklassen wie Private Equity fiel weit unter 5 % und auch der Anteil von Renten im Portfolio ginge zurück, während die alternativen Assets 15-25 % Portfolioanteil erhielten. Andere Untersuchungen ermitteln sogar noch einen höheren optimalen Anteil von Private Equity und anderen Alternativen Assetklassen in den Portfolios. Diese Ergebnisse erscheinen vielleicht für den einen oder anderen US-Anleger wie Stiftungen und Pensionskassen gerade noch akzeptabel, aber die wirklichen in der Realität anzutreffenden Gewichtungen sind weit entfernt von den Empfehlungen der einfachen Optimierung aufgrund der historischen Renditen. Anscheinend stehen die Investoren der Repräsentativität historisch ausgewiesener Rendite-Risiko-Kennzahlen insbesondere im Bereich der Alternativen Assetklassen doch mit einiger Skepsis entgegen. Wir wollen im folgenden diskutieren, warum diese Skepsis im Bereich Private Equity berechtigt ist.

Kritik an der historischen Rendite-Risiko-Betrachtung

Ein Grundproblem der Analysen unter Verwendung historischer Renditezahlen von Private Equity-Investments ist bereits die Art der Ermittlung der Renditen selbst. Trotz des Versuchs der Standardisierung und Objektivierung der Renditerechnung von Private Equity-Anlagen durch die EVCA bleiben viele Fragen offen, denn bei der Beurteilung von Private Equity-Anlagen bei laufenden Projekten müssen nicht realisierte Cash Flows in Form der Unternehmensanteile, für die kein liquider Markt besteht, bewertet werden. Dies eröffnet unvermeidlich Interpretationsspielräume bei der konkreten Anwendung der Bewertungsmethoden, die dazu verführen können, nicht immer das kaufmännische Vorsichtsprinzip in den Vordergrund zu stellen. Vor diesem Hintergrund muss der Anleger den Aussagegehalt von berechneten Renditen von Private Equity-Investments immer kritisch hinterfragen, und dies umso kritischer, je mehr unrealisierte Vermögenspositionen in die Bewertung eingehen.

Zusätzlich muss erwähnt werden, dass die in Datenbanken in Form von Indizes dargestellten errechneten Renditen im Private Equity-Bereich nach oben verzerrt sind. Dies liegt wie auch im Hedge Funds-Segment vielfach diskutiert daran, dass gescheiterte Funds in der historischen Datenbank aus den Zeitreihen eliminiert werden (Survivorship Bias).³⁹

Neben der Überzeichnung der Renditen in der historischen Datenbank der Private Equity-Anlagen sind auch die sehr niedrigen historischen Volatilitäten mit Misstrauen zu beäugen. Die niedrigen historischen Volatilitäten täuschen über die Risiken hinweg. Die aufgrund der fehlenden Handelbarkeit von Private Equity nicht existenten Marktpreise erlauben den Private Equity-Managern eine gewisse Flexibilität bei der Bewertung des Portfolios. Dabei entstehen Möglichkeiten, die (rechnerischen) Renditeschwankungen zu glätten (man spricht von einem Glättungseffekt). Da Bewertungsanpassungen normalerweise nur am Anfang einer Finanzierungsrunde, einer Beteiligungsrealisierung oder einer gravierenden Wertänderung vorgenommen werden, entwickelt sich der Portfoliowert nicht stetig, sondern in Sprüngen, was eine stetige Kennzahl wie Volatilität nicht erfassen kann. Zusätzlich ist zu beachten, dass im Private Equity-Bereich eine Bewer-

tung meist nur auf monatlicher Basis erfolgt. Das hat zur Folge, dass kurzfristige Marktschwankungen in der Statistik eliminiert werden. Die Bewertungsverfahren führen dazu, dass die Schätzungen für die Volatilität künstlich reduziert werden.

Dies bedeutet insgesamt, dass die historischen Volatilitäten bei Private Equity nicht die wahren Risiken messen. Die schwache Performance von Private Equity über die kürzeren Zeiträume, insbesondere die starken Verluste im Bereich Frühfinanzierungen, machten bereits deutlich, dass die hohen langfristigen Erträge mit hohen Risiken erkaufte wurden.⁴⁰

Risiken von Private Equity

Wo liegen die wirklichen Risiken von Private Equity?⁴¹ Erstens ist festzustellen, dass Private Equity einem nicht zu unterschätzenden Liquiditätsrisiko ausgesetzt ist, da die Marktgängigkeit eingeschränkt bzw. nicht vorhanden und der Anlagehorizont sehr lang ist. Ein Investor ist über mehrere Jahre an sein Private Equity-Investment gebunden, und es besteht für ihn keine Möglichkeit, seine Portfoliostruktur an neue Marktentwicklungen anzupassen. Private Equity-Anleger verlangen daher Liquiditäts- bzw. Rebalancing-Prämien.

Zweitens sind die Ertragsunterschiede der einzelnen Private Equity-Anlagen und Private Equity Funds untereinander enorm. Das aktive Management des Fondsmanagers und die Managementqualität stellen entscheidende Faktoren dar. Es gibt riesige Unterschiede zwischen den einzelnen Managern. Das Risiko der Einzelanlagenselektion bei Private Equity ist groß. Eine Due Diligence-Prüfung vor einem Investment in Private Equity ist zentraler Kern des Investmentprozesses. Wer kein unnötig hohes unsystematisches Risiko tragen will, sollte in jedem Falle auf eine Streuung der Fonds setzen oder direkt auf Funds of Private Equity Funds zurückgreifen.

Drittens sind die Ertragsschwankungen von Private Equity-Investitionen im Zeitverlauf sehr groß. Die zu erwartenden Erträge im Private Equity-Bereich sind extrem stark vom Marktumfeld und den möglichen Exit-Strategien abhängig. Die Gestaltung des Exits wird zum kritischen Faktor. Die starke Ab-

hängigkeit von den Exit-Möglichkeiten zu bestimmten Zeitpunkten führt daher zu enormen Schwankungen der durchschnittlichen Fund-Erträge in Abhängigkeit vom Fund-Gründungsjahr (da diese im gleichen Zeitraum in die Exit-Phase kommen). Dieses Risiko wird durch Streuung über verschiedene Funds des gleichen Gründerjahres nicht reduziert, denn diese werden mit dem gleichen Exit-Problem behaftet sein. Es empfiehlt sich eine zeitliche Streuung der Private Equity-Investitionen im Zeitverlauf in Funds unterschiedlicher Gründerjahre. Dies impliziert ein hohes Risiko, denn der Erfolg der Investition wird in starkem Maße vom Kapitalmarktumfeld in zehn und mehr Jahren bestimmt, wenn der Exit geplant ist. Die erreichbaren zukünftigen Renditen einer Investition sind kaum prognostizierbar und alles andere als statisch. Die Übertragung historischer Performancedaten auf zukünftige Erwartungen ist in diesem Marktsegment noch schwieriger als bei anderen Investments, denn die zyklischen Schwankungen sind enorm.

Viertens können Risiken auch aus dem Hebel der Fremdfinanzierungen kommen, wenn fremdfinanzierte Investitionen nicht aufgehen. Es gilt der entscheidende Satz: „Leverage works both ways“.

Schließlich führt die Liquiditäts- und Bewertungsproblematik bei Private Equity auch zu einer Unterschätzung der Korrelation mit den traditionellen Assetklassen. Die Tatsache, dass die Marktschwankungen bei der Bewertung von Private Equity zeitlich verzögert oder gar nicht nachvollzogen werden, senkt automatisch den Gleichlauf, also die Korrelation, mit den mit dem Markt schwankenden traditionellen Assetklassen. Der Diversifikationseffekt zwischen Private Equity und traditionellen Assetklassen wird systematisch überzeichnet. Die ökonomische Betrachtung würde dagegen wesentlich höhere Korrelationen zumindest mit dem Aktienmarkt wegen seiner großen Bedeutung für die Exit-Strategien erwarten lassen. Dies hat die schwache Entwicklung von Private Equity während des Platzens der New Economy-Blase 2000-2003 eindrucksvoll bestätigt. Es scheint daher recht sicher zu sein, dass die Korrelation zwischen Private Equity und traditionellen Anlagen höher liegt und das Diversifikationspotential geringer ist, als historische Daten ausweisen. „Das Einzige, was in der Baisse steigt, ist die Korrelation.“⁴²

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass man bei der Bewertung statistischer Daten von intransparenten, illiquiden und volatilen Märkten nicht zu blauäugig agieren darf. Das Zahlenmaterial ist nicht mit dem von liquiden und transparenten „wirklichen“ Märkten wie Blue Chip-Aktien und Staatsanleihen zu vergleichen. Die Volatilität ist bei nicht markt-gängigen Produkten nicht in der Lage, die Risiken akkurat abzubilden. Damit wird das wirkliche Risikopotential systematisch unterschätzt. Historische Renditen erscheinen als zu attraktiv. Das attraktive Renditeniveau spiegelt wie im Hedge Fund-Segment implizite Prämien auf Risikofaktoren wider, welche nicht in den traditionellen Risikomaßen abgebildet werden, beispielsweise Liquiditätsprämien oder Marktsegmentierungsprämien.⁴³ Schließlich werden die Korrelationen mit den liquideren traditionellen Märkten systematisch unterschätzt. Entscheidungen über Portfoliogewichtungen sind aufgrund einer theoretischen einfachen Optimierung wegen der verzerrten historischen Daten der Portfoliooptimierungs-Parameter nicht möglich. Der Anleger ist gezwungen, zu komplizierteren quantitativen Schätzmethoden überzugehen, die in der Literatur verschiedentlich vorgeschlagen werden, um mit Hilfe eines approximativen Vorgehens zu einer sachgerechteren Integration Alternativer Assetklassen in traditionelle Portfolios zu kommen.⁴⁴

Private Equity im Portfoliozusammenhang: Die Praxis

Generell hängt der Anteil Alternativer Assetklassen wie Private Equity, der sich aus institutioneller Sicht rechtfertigen lässt, prinzipiell von der Risikotoleranz bzw. der regulatorisch bedingten Risikotragfähigkeit des Investors ab. Es wird trotz der Datenproblematik aber allgemein akzeptiert, dass Private Equity für viele langfristig ausgerichteten Anleger wie Pensionsfonds, Versicherungen, Stiftungen und Versorgungseinrichtungen eine sinnvolle Ergänzung für ein gemischtes Portfolio darstellt und zu einer Verbesserung der Rendite-Risiko-Konstellation beitragen kann. Von manchen Investmenthäusern werden daher tatsächlich Zielallokationen in Private Equity in Höhe von 10-15 % empfohlen.⁴⁵

Um eine allgemeine Vorstellung über mögliche Allokationen in die Alternativen Assetklassen zu geben, wollen wir zum Abschluss einen Blick auf die bei verschiedenen Institutionen umgesetzten Portfolioanteile werfen. Im Jahre 2001 beispielsweise betrug die Allokation der großen Schweizer Pensionskassen in Hedge Funds 1,8 % und in Private Equity 2,5 % des verwalteten Vermögens. Zählt man andere alternative Investments wie Rohstoffe hinzu, kommt man auf rund 10 % Portfolioanteil alternativer Assetklassen.⁴⁶ US-amerikanische Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen und Stiftungen, die meist seit vielen Jahren Erfahrung mit Private Equity gesammelt haben, investieren durchschnittlich 8 % ihres Vermögens in Private Equity, um die Performance ihres Gesamtportfolios zu erhöhen.⁴⁷ Bekannte Beispiele sind CalPERS mit einer Private Equity-Zielallokation von 5-6 % und der Yale University Endowment Fund mit einer Private Equity-Allokation von 16-17 %. Auf Versicherungsseite werden in den USA ähnliche Größenordnungen vermeldet.⁴⁸ In Deutschland sind institutionelle Anleger in deutlich geringerem Umfang in Private Equity investiert. Dort liegen die Allokationen institutioneller Anleger eher im 1 %-Bereich, so dass sich Deutschland in diesem Bereich tatsächlich als Entwicklungsland fühlen kann.

Zusammenfassung

Die Aktienbaisse von 2000-2003 und das andauernde Niedrigzinsumfeld haben die Investoren in den letzten Jahren dazu bewegt, sich verstärkt auf die Suche nach Alternativen Investments zu machen, um die langfristigen Erträge ihrer Kapitalanlagen zu steigern und die jährlichen Returns zu stabilisieren. Zur Klasse der Alternativen Assetklassen gehört neben Hedge Funds und Rohstoffen insbesondere Private Equity.

Wir verstehen Private Equity als Oberbegriff für alle Typen von Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Finanzierungsmitteln, die (meist) nicht börsennotierten Unternehmen in unterschiedlichen Entwicklungsstufen oder für spezielle Finanzierungsanlässe mittel- bis langfristig ohne bankübliche Sicherheiten zur Verfügung gestellt werden. Private Equity steht also kurz für außerbörsliches Eigenkapital und dient allgemein der Finanzierung von Unternehmen in Phasen, in denen diese aufgrund relativ

hoher Risiken oder unsicherer Zukunftsaussichten von den herkömmlichen Finanzierungsquellen über Banken oder den Kapitalmarkt ausgeschlossen sind.

Für den Investor attraktiv wird Private Equity insbesondere vor dem Hintergrund von Portfolioüberlegungen in Ergänzung zu den traditionellen Assetklassen. Wie alle Alternative Investments verspricht Private Equity einen Return, der mit den klassischen Vermögensanlagen Aktien und Staatsanleihen gering korreliert ist und damit im Portfoliozusammenhang mit Aktien und Renten risikosenkend wirkt. Die Anleger suchen mit den Alternativen Assetklassen Investmentvarianten, deren Ergebnisse weitgehend unabhängig von den Ergebnissen an den Kapitalmärkten sind. Zusätzlich zeigen historische Datenbanken, dass der langfristige Ertrag von Private Equity in den vergangenen zwanzig Jahren in Europa über der von Aktien oder Renten lag. Im Rahmen der klassischen Portfoliooptimierungsmodelle ergeben sich für Private Equity erstaunliche Anteile an optimalen Portfolios.

An Vermögensanlagen in Alternative Investments darf man aber nicht blauäugig herangehen. Es gibt eine ganze Reihe von Gründen, warum historische Datenbanken die Ertragserwartungen an Private Equity für die Zukunft überschätzen sowie Volatilitäten und Korrelationen zu den traditionellen Assetklassen unterschätzen. So hat Private Equity trotz der in der Vergangenheit niedrigen Korrelation zu den traditionellen Märkten stark unter der Baisse an den Aktienmärkten gelitten. Die Risiken von Private Equity werden durch Volatilitäten und Korrelationen unzureichend erfasst. Das Anlageuniversum Private Equity ist durch eine geringe gesetzliche Regelungsdichte, geringe Liquidität, eine hohe Markttransparenz und einen sehr langen Anlagehorizont gekennzeichnet. Zudem fallen keine laufenden Erträge an und die tägliche Bewertung ist aufwändig, so dass Anlagen in Private Equity komplexer als die in klassischen Assetklassen ist. Viele Investoren sind daher heute unsicher, ob diese Assetklasse Bestandteil ihres Portfolios sein soll und welches Ertrags- und Risikopotential zu erwarten ist.

Trotz dieser Probleme kann Private Equity für langfristig kalkulierende Investoren wie Stiftungen, Pensionskassen, Versorgungswerke und Versicherungen eine hochinteressante Anlagealternative

sein, wie auch das Anlageverhalten vieler Investoren in angelsächsischen Ländern zeigt. So hat der Myners-Report in England beispielsweise jüngst den Weg für ein zunehmendes Engagement der öffentlichen Pensionskassen in Private Equity geebnet. Eine Umfrage von Heissmann Consultants unter institutionellen Anlegern in Deutschland, die insgesamt 200 Mrd. Euro verwalten, ergab dann auch folgerichtig, dass diese Investoren ihre Private Equity-Allokation mittel- bis langfristig auf 1,6 % von derzeit 0,6 % ihres Anlagevermögens aufstocken wollen.⁴⁹ Generell wird in Deutschland ein steigendes Investoreninteresse vermerkt.⁵⁰ Entscheidend für alle Investments in Private Equity und eine unumgängliche Grundlage des Erfolgs ist dabei eine sorgfältige Due Diligence-Prüfung.

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 141

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- ¹ F.X. Lilly: Introduction to Private Equity and Alternative Investments, Präsentation der Independent Fiduciary Services, New York 2001.
- ² A. Grünbichler / S. Graf / C. Wilde: Private Equity und Hedge Funds in der Strategischen Asset Allocation, in: H. Dichtl / J.M. Kleeberg / C. Schlenger, Handbuch Asset Allocation, Bad Soden 2003, S. 571-599.
- ³ T. Schneeweis / R. Spurgin / V.N. Karavas: Alternative Investments in the Institutional Portfolio, AIMA Paper, 2000.
- ⁴ B. Bretzler / D. Rudolph: Hedge Fonds und Alternative Investments, Frankfurt 2004.
- ⁵ D.H. Heilmann: Das Seil wird dünner – Der Goldrausch auf dem Wagniskapitalmarkt ist verfliegen, in: Investor, Beilage des Handelsblatts, 12.5.2001, S. 6f.
- ⁶ D. Mackewicz / H.P. Bader: Private-Equity-Investments über den Sekundärmarkt, in: AbsolutReport, 12/2004, S. 47.
- ⁷ EVCA: The Annual EVCA Symposium, Berlin 2004; P. Smith: Private equity deals close to \$300bn for year, in: FT, 23.12.2004, S. 29.
- ⁸ V. Veitch: Private Equity – Groß und Stark, in: Sonderbeilage Finance, Oktober 2003, S. 18f
- ⁹ H. Frommann: Deutschland verliert den Anschluss, Teil 1 und 2, in: Finance, September 2003, S. 44f und Finance, Oktober 2003, S. 66f.
- ¹⁰ EVCA: European Private Equity and Venture Capital – Benchmarking European Tax and Legal Environments, EVCA Sonderstudie, Berlin 2004.
- ¹¹ The Economist: Kings of capitalism, A survey of private equity, The Economist, 27. November 2004.
- ¹² M. Hesse: Späte Krisengewinnler, in: Süddeutsche Zeitung, 8.1.2005, S. 17.
- ¹³ New fuel for an old engine – Refinancing corporate Germany, in: The Economist, 20. November 2004, S. 75f.
- ¹⁴ FAZ: Economic Impact of Private Equity in Germany – Zur volkswirtschaftlichen Relevanz von Buy-out-Investitionen in Deutschland, eine empirische Analyse, FAZ-Institut, Dezember 2004.
- ¹⁵ H. Bader: Private Equity als Anlagekategorie – Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren, Stuttgart 1996, S. 9-15.
- ¹⁶ R. Grisebach: Innovationsfinanzierung durch Venture Capital – eine juristische und ökonomische Analyse, München 1989.
- ¹⁷ A.-K. Achleitner: Principal Investment, in: A.-K. Achleitner, Handbuch Investment Banking, Wiesbaden 1999, S. 553-587; A. Bischoff / K. Witzel: Private Equity,

in: H. Kaiser / T. Vöcking, Strategische Anlageberatung, Wiesbaden 2002, S. 307-336.

18 W. Weitnauer: Handbuch Venture Capital, München 2000.

19 M. Schefczyk: Erfolgsstrategien Deutsche Venture Capital-Gesellschaften, 3. Auflage, Stuttgart 2004.

20 Deutsche Bundesbank: Der Markt für Wagniskapital in Deutschland, in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Oktober 2000, S. 15-29.

21 U. Lüdke: Wachstumsturbo Private Equity, in: Finance, Dezember 2004 / Januar 2005, S. 44-49.

22 Achleitner, ebenda.

23 B. Hohmann: Verwandeln – Trade Sale, der verbliebene Königsweg, in: Sonderbeilage Finance, Oktober 2003, S. 30.

24 P. Fetter / M.M. Braun: Zweiter Ausweg – Sekundärmarkt als Exitvariante, in Sonderbeilage Finance, Oktober 2003, S. 33; D. Mackewitz / H.P. Bader, ebenda.

25 D. Mackewitz / H.P. Bader, ebenda, S. 53.

26 B. Hohmann, ebenda; H. Frommann: BVK Statistik 2003, Berlin 2004.

27 Bischoff / Witzel, ebenda. H. Leser: Private Equity – Aktien ohne Volatilität?, Präsentation von Feri Institutional Investment, Frankfurt 2000.

28 H. Leser: Private Equity – Aktien ohne Volatilität?, Präsentation von Feri Institutional Investment, Frankfurt 2000.

29 J. Henzi: Mit offenen Karten – Investoren setzen auf Beteiligungscontrolling, in: Sonderbeilage Finance, Oktober 2003, S. 17.

30 U. Keller: Alternative Investments – Einsatzmöglichkeiten, Chancen und Risiken, Präsentation der UBS Asset Management, Zürich 2001

31 EVCA: Final Net Long-Term Returns for European Private Equity Show Slight Decrease on 2002, Berlin 2004

32 A. Bischoff / K. Witzel / J. Hagemann: Private Equity – Chancenkapiital für den Investor, Deutsche Bank, Anlagestrategie Privatkunden, Frankfurt 2001.

33 S.D. Prowse: The Economics of the Private Equity Market, in: Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Review, 3. Quartal 1998.

34 B. Christensen: Auf Start-up Suche, in: Sonderbeilage Finance, Oktober 2003, S. 13.

35 EVCA 2004, ebenda; vgl. auch: S. Hepp: Trends in den internationalen Private-Equity-Märkten – Jahresrückblick 2003 und Ausblick 2004, in: Absolutreport, Nr. 22, 10/2004, S. 28-37; D. Söhnholz: Erfolgsfaktoren im mittelständischen Byout-Fonds Geschäft, Präsentation auf dem Feri Trust Manager Selection-Forum, Kronberg, März 2005

36 M. Bauer / S. Bilo / H. Zimmermann: Publicly traded private equity – an empirical investigation, Working Paper, Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen, s/bf-HSG, Universität St. Gallen, 2001.

37 P. Gompers / J. Lerner: The Benefits of Flexibility in Private Equity Investing – A Report to E.M. Warburg, Pincus & Co., Harvard 1997.

38 Grünbichler / Graf / Wilde, ebenda.

39 R. MacLamm / R. Ghaleb-Harter: An Update on Hedge Fund Performance – Is a Bubble Developing?, Deutsche Bank, Frankfurt 2001.

40 R.M. Charlton: Private Equity Overview, New England Pension Consultants, Präsentation auf der "Ireland 2002 Taft-Hartley Study Tour", Dublin 2001.

41 R.M. Charlton: Private Equity Overview, New England Pension Consultants, Präsentation auf der "Ireland 2002 Taft-Hartley Study Tour", Dublin 2001.

42 B. Singer / R. Staub / K. Terhaar: The Alternatives Approach, in: Quarterly Focus Asset Allocation, UBS Asset Management, Juni 2001, S. 1-6.

43 Singer / Staub / Terhaar: ebenda

44 Grünbichler / Graf / Wilde, ebenda, S. 593ff.

45 S. Pradhuman / B. Kan: Asset Allocation – A Framework for Private Equity, Private Equity Insights, Merrill Lynch 2001.

46 Robeco: Schweizer Personalvorsorge – Umfrage Pensionskassenanlagen 2000-2002, Sonderstudie Robeco Asset Management, Genf 2002.

47 MacLamm / Ghaleb-Harter, ebenda; Charlton, ebenda.

48 T.A. Jesch / B. Kreuter: Private Equity – Investitionsmöglichkeiten für Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds aus wirtschaftlicher und rechtlicher Sicht, in: Finanzbetrieb, 6/2002, S. 407-412.

49 B. Haferstock et al: Heissmann Investoren-Studie 2004, Dr. Dr. Heissmann GmbH, Wiesbaden 2004.

50 C. von Schenk: Private Equity ist hoch im Kurs, in: dpn, Dezember 2004 / Januar 2005, S. 33-37.

Weitere Lazard Publikationen

Investment Perspektive III/2004

- Unterhaltungsindustrie
- Öl und Konjunktur

Hintergrund August 2004

„Global Thematic Investment“

Hintergrund September 2004

„Kapitalanlage und Benchmark“

Standpunkt Oktober 2004

„Europäisches Rentenmanagement und Absolute Return“

Investment Perspektive IV/2004

- Demografie
- Rabattschlacht in Deutschland

Standpunkt Dezember 2004

„Gebühren im Asset Management – Spieglein Spieglein an der Wand“

Investment Perspektive I/2005

- USA 2005 – Creativity Crisis
- Displays – Größer, flacher, besser

Hintergrund Februar 2005

„Value at Risk und Stresstests in Banken und Versicherungen“

Investment Perspektive II/2005

„Offshoring als Variante des Outsourcings“



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29