

München, 11. März 2004

## **EVCA veröffentlicht eine Forschungsstudie von CEFS und CDC IXIS über die Funktion von Private Equity in der strategischen Asset Allocation**

Im Auftrag der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) wurde eine Forschungsstudie mit dem Titel: „Performance Measurement and Asset Allocation for European Private Equity Funds“ von Patrick Artus und Jérôme Teïletche, CDC Ixis Capital, (Geschäftsbereich Marktanalyse), Frankreich, sowie von Christoph Kaserer und Christian Diller, Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München durchgeführt. Hierzu stellte Thomson Venture Economics Rendite- und Cashflow Daten von europäischen Private Equity Funds zur Verfügung.

Die Autoren des Forschungsberichts integrierten Private Equity als Anlageklasse in die moderne Portfoliotheorie. Der größte Unterschied zu den klassischen Anlageklassen ist, dass bei Private Equity Investitionen kein öffentlicher Markt mit kontinuierlich beobachtbaren Preisen existiert, um die Vermögensgegenstände - also die Portfoliounternehmen - im Portfolio eines Private Equity Fonds stetig zu bewerten. Deshalb ist der Wert der Vermögensgegenstände des Private Equity Fonds das Ergebnis einer Schätzung, was zu einer potenziellen Verzerrung der offen gelegten Buchwerte eines Private Equity Fonds führt. Um dieses Problem zu handhaben, wurde nach zwei völlig unterschiedlichen Ansätzen vorgegangen.

Im ersten Teil der Studie konzentrierten sich Patrick Artus und Jérôme Teïletche, Quantitative Analysten der französischen Investmentbank CDC IXIS, auf die Korrektur der aggregierten vierteljährigen Renditen von Venture Capital Fonds um den so genannten „Smoothing“ Effekt. Bei Anwendung der theoretisch hergeleiteten Berechnungsmethoden errechneten sie für den Zeitraum von 1994 bis 2003 eine durchschnittliche jährliche Rendite für europäische Venture Capital Fonds von 9,8%. Die um den Smoothing- Effekt korrigierte Standardabweichung der Venture Capital Renditen betrug 27,5% und die Korrelation zwischen Venture Capital und dem MSCI Europe Aktienindex betrug 0,7. Im Vergleich dazu, erreichte der Aktienindex eine durchschnittliche Rendite von 8% bei einer Standardabweichung von 21,1% für den gleichen Beobachtungszeitraum. Aus diesen Ergebnissen wurde die optimale Zusammensetzung eines Portfolios mit dem Ergebnis berechnet, dass bei einem gut diversifizierten Portfolio 3% des Vermögens in Venture Capital Fonds investiert werden sollte. Bei Betrachtung der Buyout Fonds wurde eine etwas geringere Rendite bei gleichzeitig geringerer Standardabweichung festgestellt. Die Korrelationen zwischen Buyout Fonds und dem Aktienmarkt sowie Venture Capital Fonds sind in diesem Fall gering.

Im zweiten Teil der Studie führten Prof. Dr. Christoph Kaserer und Dipl. Kfm. Christian Diller vom Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München eine Analyse auf Basis der Cashflow Daten von 780 europäischen Private Equity Fonds für den Zeitraum 1972 bis 2003 durch. Da Cashflows nicht von strategischen Bewertungsentscheidungen des Private Equity Fonds beeinflusst werden, ist dieser Ansatz eine gute Möglichkeit die Robustheit der oben genannten Ergebnisse zu überprüfen.

Aufgrund der vorhandenen Datenbasis, die etwa die Hälfte aller europäischen Private Equity Fonds abdeckt, waren die Autoren in der Lage die Zeitstruktur der Cashflows von Private Equity Fonds zu untersuchen. Der durchschnittliche europäische Private Equity Fonds startet mit 25% des insgesamt von seinen Investoren zum Abruf bereitgestellten Kapitals bei Auflegung des Fonds. Bis zum Ende des dritten Lebensjahres des Fonds haben die Investoren 63% des bereitgestellten Kapitals in den Fonds eingezahlt. Werden die Auszahlungen der Private Equity Fonds betrachtet, so fließen innerhalb der ersten 6 Jahre 53% der gesamten Auszahlungen vom Private Equity Fonds an die Investoren zurück. Zusammenfassend stellten die Autoren fest, dass der Investor sein investiertes Kapital im Durchschnitt nach etwa 7 Jahren zurückerhält. Diese Ergebnisse decken sich mit den Cashflow Strukturen amerikanischer Private Equity Fonds.

Zusätzlich berechneten Christoph Kaserer und Christian Diller verschiedene Performancegrößen für Private Equity Fonds. Der auf Cashflows basierte Interne Zinsfuß (IRR) für 201 Fonds, die entweder liquidiert sind bzw. nur noch einen geringen Buchwert besitzen, beträgt 12%. Die Ergebnisse zeigen einen durchschnittlichen IRR für Buyout Fonds von 13,4% und für Venture Capital Fonds von 10,6%. Im Vergleich zur europäischen Aktienmarktrendite, gemessen am MSCI Europe, erzielten Private Equity Fonds einen um 4,4% höheren Internen Zinsfuß.

Aufgrund der Nachteile der IRR- Berechnungsmethode entwickelten die Autoren einen Ansatz für die Renditeberechnung von Private Equity Fonds, der auf der Annahme basiert, dass der Investor alle Auszahlungen, die er während der Laufzeit des Private Equity Fonds erhält, in einen Aktien- oder Anleiheindex reinvestiert. Dieser Ansatz wird als „public market equivalent (PME)“ bezeichnet. Die relative Performancegröße PME ist so definiert, dass ein Ergebnis von z. B. 1,1 besagt, dass der Anleger 10% mehr Geld in die öffentlichen Märkte als in Private Equity investieren hätte müssen, um in beiden Anlagen das gleiche Endvermögen zum Liquidationszeitpunkt des Fonds erzielen zu können. Christoph Kaserer und Christian Diller errechneten einen durchschnittlichen gleichgewichteten PME von 0,93 und einen wertgewichteten Durchschnitt in Höhe von 1,04. Auch hier zeigt sich, dass Buyout Fonds eine bessere Performance als Venture Capital Fonds erreichen. Fonds, die im letzten Jahrzehnt gegründet wurden, erreichen einen konsistent höheren PME. Zusätzlich verwendeten die Autoren den PME-Ansatz dazu, um das Risiko und die Korrelationen von Private Equity Anlagen zu beurteilen. Auf dieser Basis wurde gezeigt, dass in einem gut diversifizierten Portfolio etwa 5% des Vermögens in Private Equity Fonds investiert werden sollte.

Die Ergebnisse der Studie wurden während der EVCA International Investors Conference am 10. und 11. März 2004 in Genf präsentiert.

Zusätzliche Informationen finden Sie auf unserer Internetseite [www.cefs.de](http://www.cefs.de) oder erhalten Sie von Christian Diller.