

Avadis - Private Equity

Die Rolle von Private Equity in der Anlagestrategie einer Pensionskasse

Dr. Franz Schumacher
Partner

PPCmetrics AG
Financial Consulting, Controlling & Research

- Private Equity aus strategischer Warte
 - Charakteristika
 - Weshalb und wie soll eine Pensionskasse in Private Equity investieren?
 - Wie bestimmt sich die PE-Allokation?
 - Welche Rendite darf man erwarten?
- Überwachung von Private Equity Anlagen
- Weitere Probleme im Verlauf der Investitionsperiode

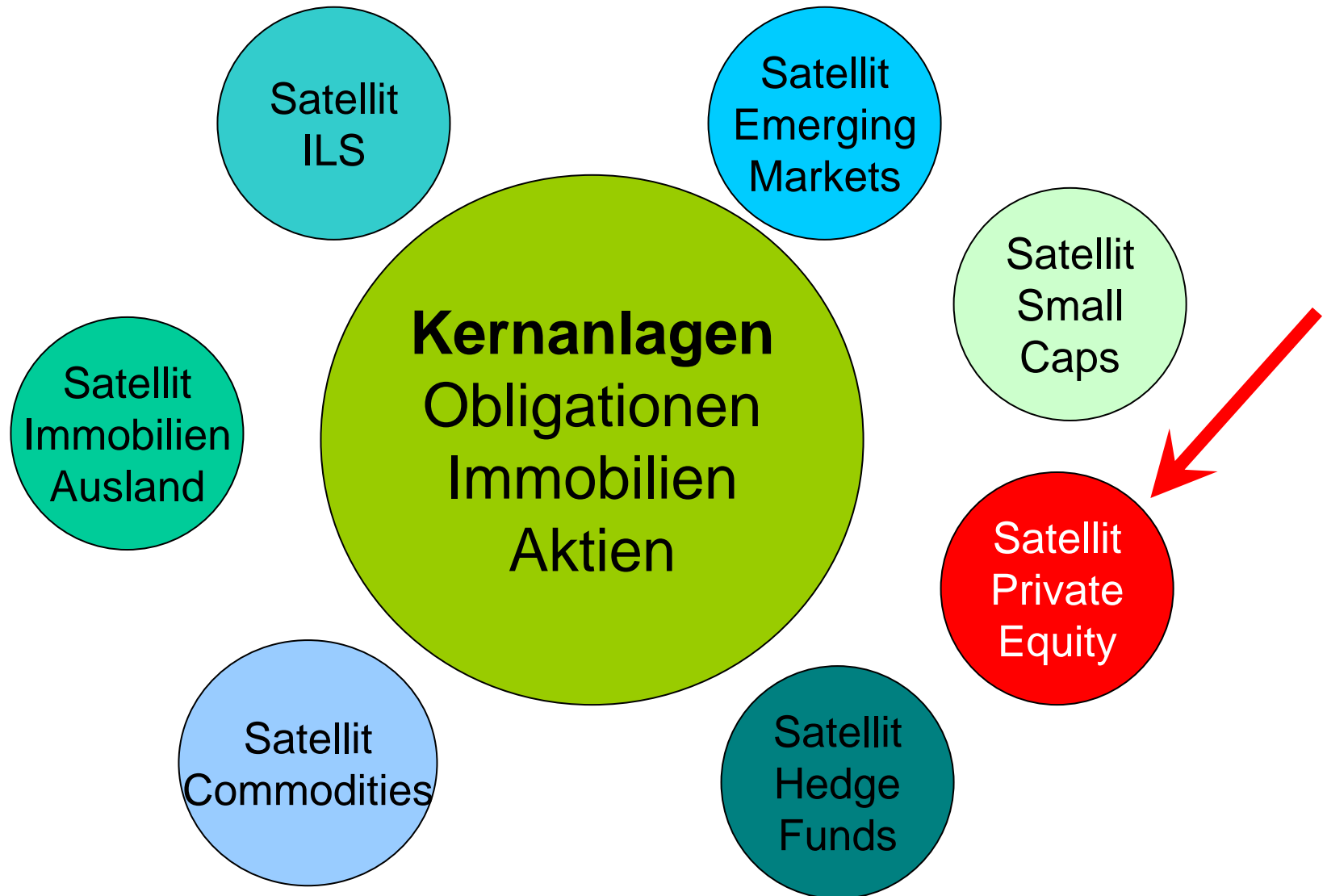
- Das Risikobudget einer Pensionskasse soll derart auf unterschiedliche Anlagen und Strategien verteilt werden, dass dadurch der langfristige Ertrag maximiert wird.
- Die Rendite-/Risikoeigenschaften verbessern sich, wenn Anlagen gewählt werden, welche unabhängig zu den bestehenden Risiken sind.
 - Aktives Management und
 - neue Risikoprämien
- Durch die Kombination von vielen unabhängigen Ertragsquellen kann statistisch eine robustere Vermögensallokation erwartet werden.
 - Ausnutzen günstiger Korrelationseigenschaften
 - Verbesserte Diversifikation

Wenn Marktrisiken getragen werden, dann...

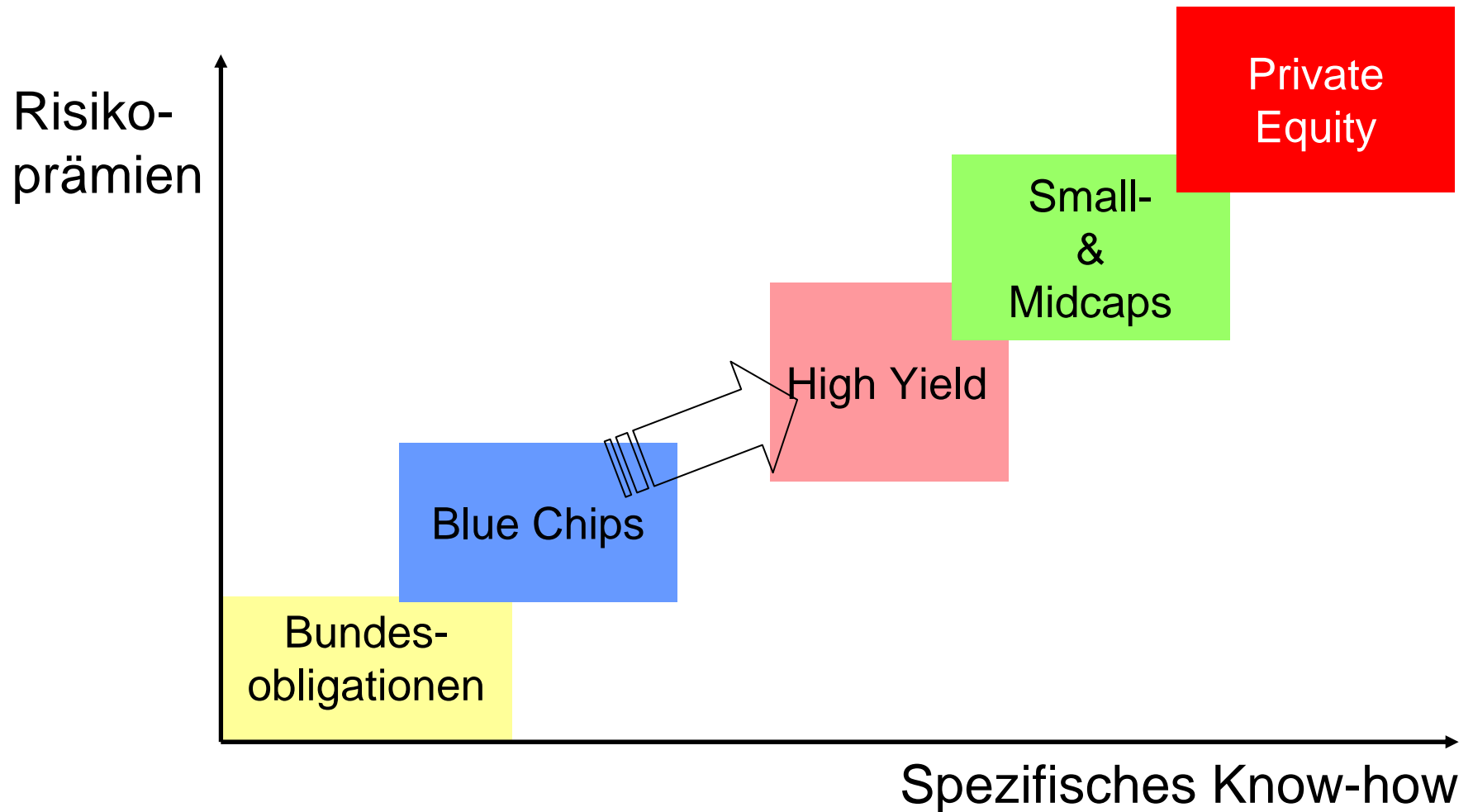
... Marktrisiken bzw. Anlagekategorien breit diversifizieren.

- Traditionelle Anlagekategorien (Marktrisiken) = Typische **Kern**anlagen
 - Zinsen (Obligationen)
 - Aktien
 - Währungen
 - Immobilien
- Nicht-traditionelle Anlagekategorien = Typische **Satelliten**anlagen
 - High Yield Bonds
 - Immobilien Ausland
 - Emerging Markets
 - **Private Equity**
 - Rohstoffe
 - Hedge Funds
 - Insurance Linked Securities (ILS)

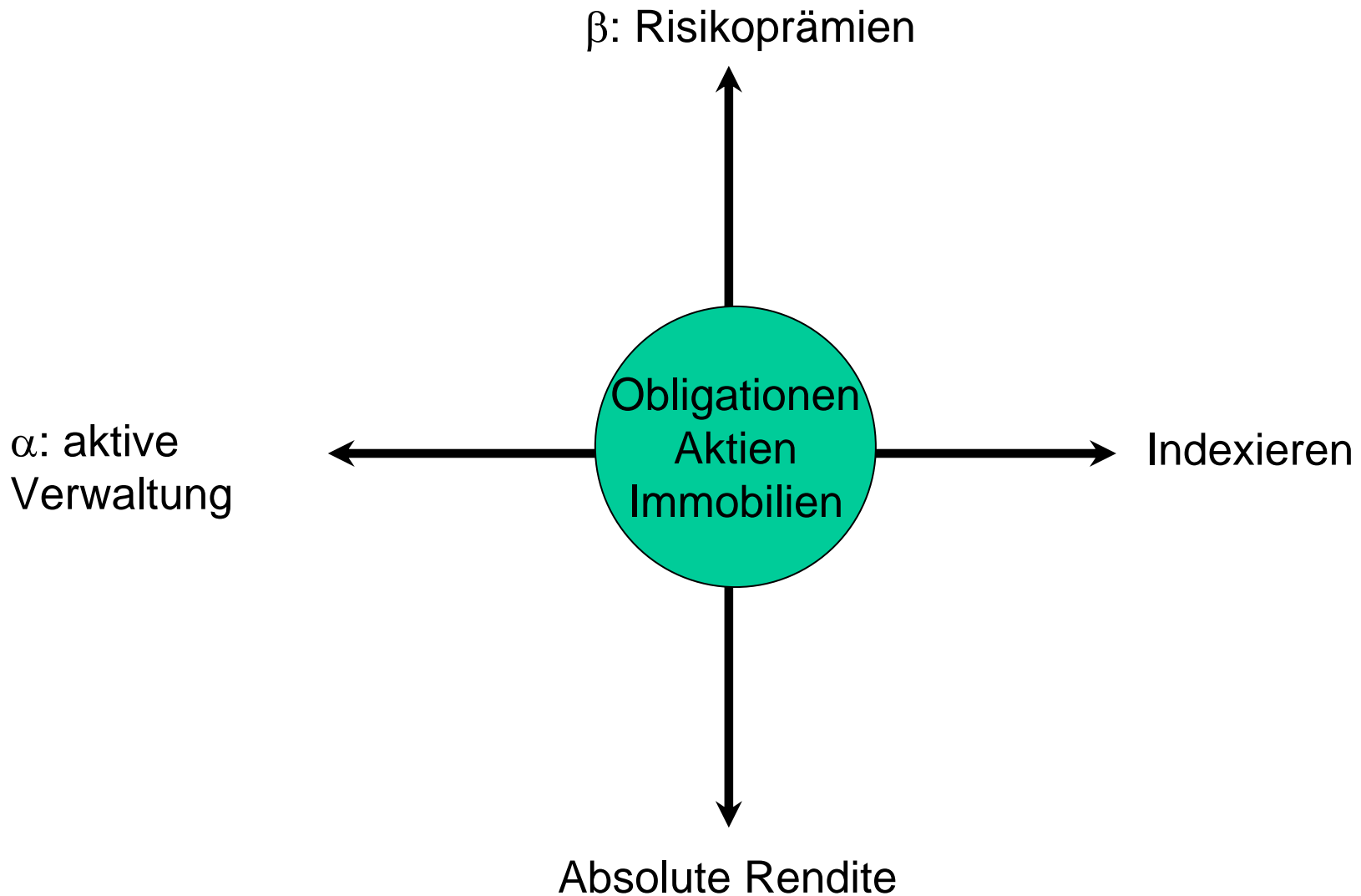
Zum Beispiel in einem Core Satellite Konzept



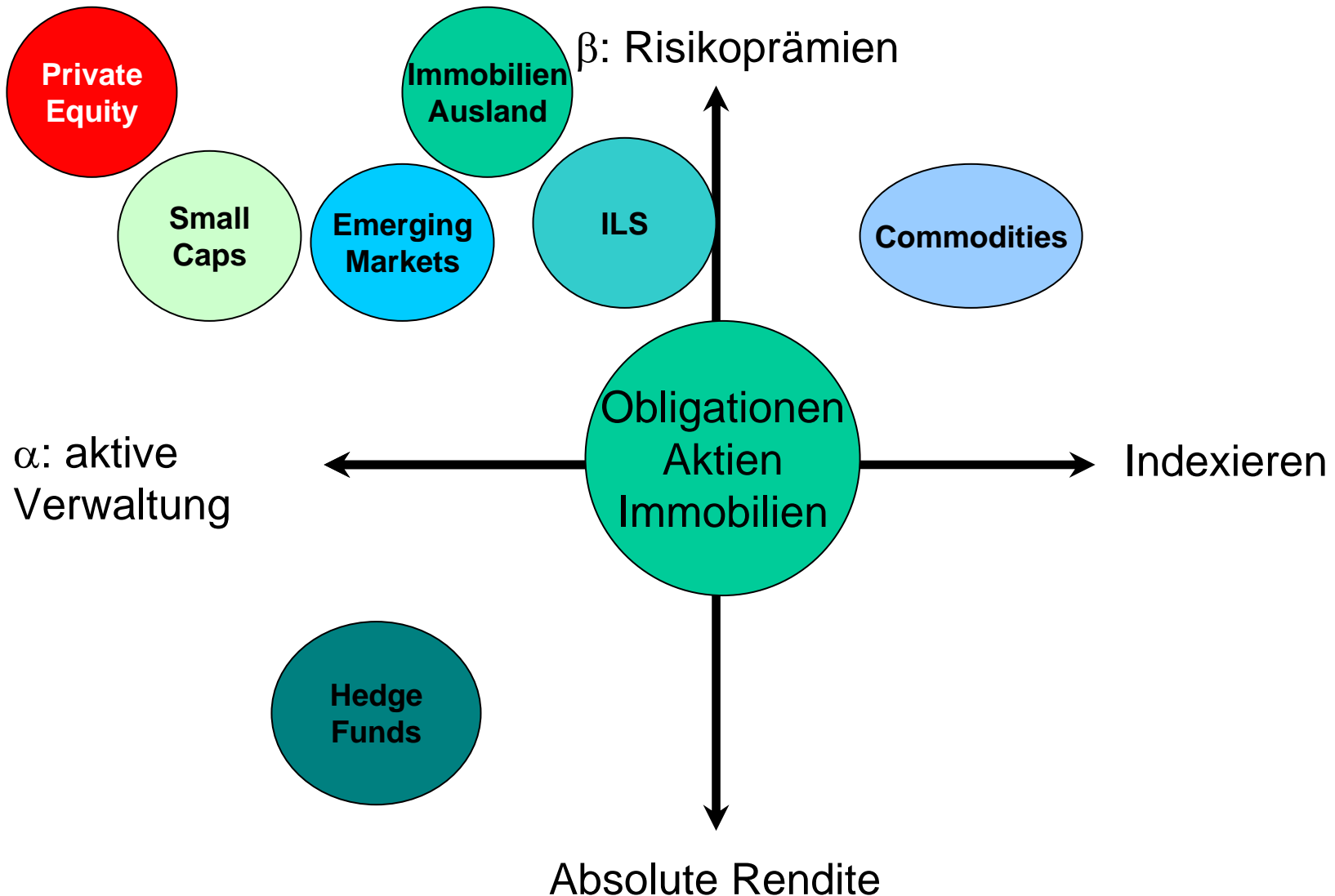
Diversifikation nach Anlagekategorien



Synthese: Core Satellite Kompass



Core Satellite Kompass: β und α Satelliten



- Finanzierungsart, kein Instrument (Aktien, Obligationen, etc.)
 - Langfristige, vorab zeitlich begrenzte Investition
 - Investor übernimmt Risiko im Tausch gegen Anteile am zukünftigen Erfolg der Unternehmung (nicht bilanzierbar).
 - Keine banküblichen Sicherheiten (von Idee/Konzept bis zum funktionierenden Betrieb vorhanden)
 - Finanzierung charakteristischer Phasen einer Unternehmung („Finanzierungsrunden“) unter Einsatz von Know-how, daher keine reine Finanzierungsbeziehung
- Private Equity kann als eigene Anlagekategorie/-klasse bezeichnet werden.

- Rendite-/Risikobeitrag
- Alpha-Potential / Managerrisiko (Tracking Error)
- Produktrisiken: Liquidität, Rechtsform usw.
- Beanspruchung des Anlageausschusses / der verantwortlichen Gremien
- Controlling-Aufwand

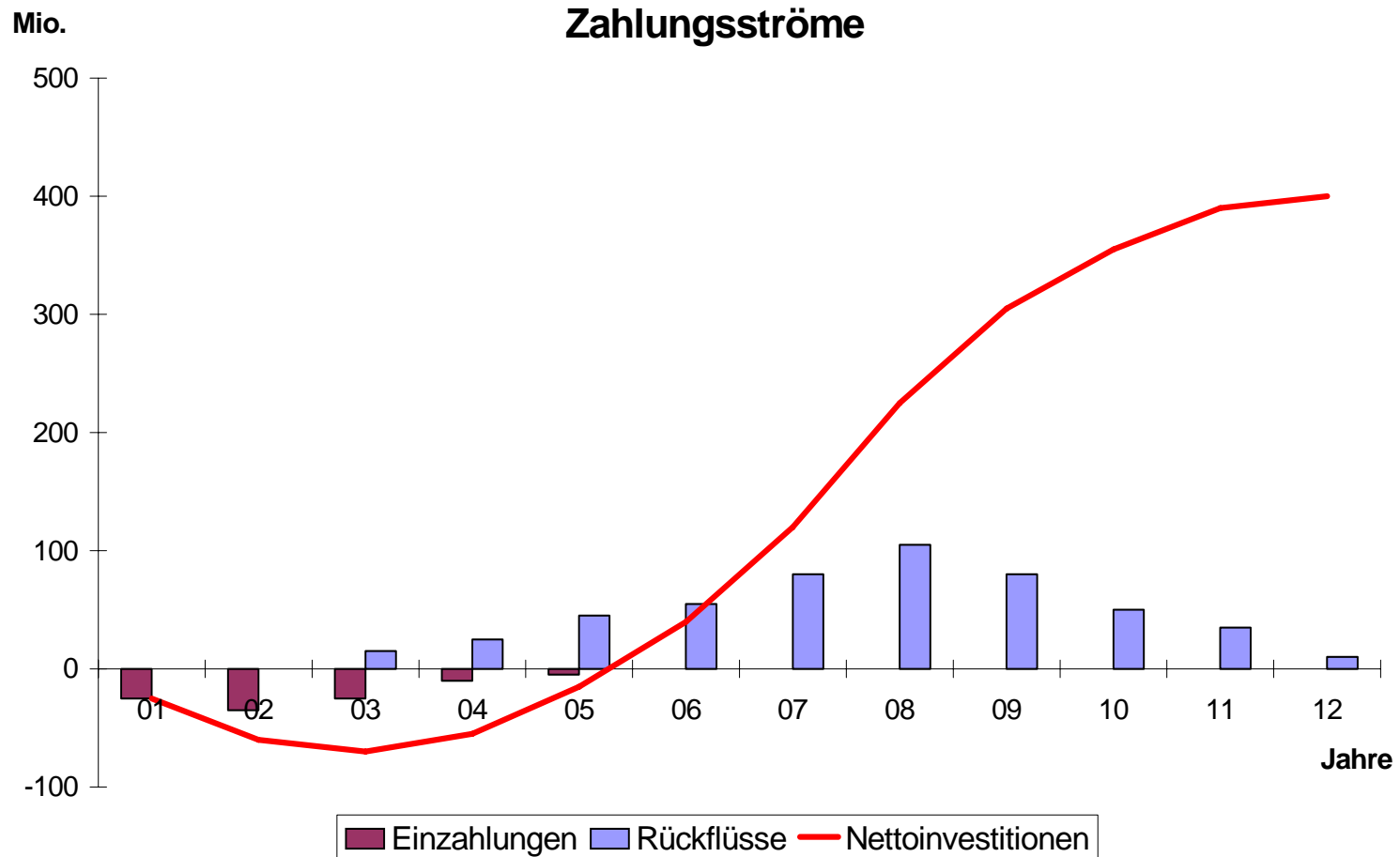
Private Equity Anlage - Charakteristika

Rendite-/Risikobeitrag	Anlageziel: Diversifikation der Aktienanlagen, Risikoprämie für Illiquiditätsrisiken.
Alpha-Potential Managerrisiko	Alpha-Potential vorhanden. Hohe managerspezifische Risiken (Finanzmarktrisiken, operationelle Risiken), Managerselektion von grosser Bedeutung.
Produktrisiken (Liquidität, Rechtsform usw.)	Hoch: Geringe Liquidität. Anlagehorizont typischerweise 10 - 15 Jahre. Typischerweise Offshore Limited Partnership bzw. Anlagefonds.
Beanspruchung PK	Hoch: komplexe Anlagekategorie, komplexes Vertragswesen.
Controlling-Aufwand	Deutlich höher als bei traditionellen Mandaten.

- Diversifikationseffekt
 - Hohes Risiko (Varianz),
 - aber tiefe Korrelation
- Höhere Renditeerwartung → Illiquiditätsprämie
- Extragewinne aus Informationsineffizienzen

- Zahlungsverprechen (Commitment)
- Kapitalabrufe (Capital Calls) nach Investitionsbedarf
 - Committed Capital \neq Invested Capital
 - Committed Capital muss jederzeit zur Verfügung stehen.
- Rückflüsse
- J-Curve \rightarrow Verlauf der Nettoinvestitionen

Cashflow-Verlauf einer Private Equity-Anlage (2)



- Commitments werden i.d.R. innerhalb von 3 bis 5 Jahren abgerufen.
 - Bevor das gesamte Kapital investiert ist, beginnen i.d.R. die Beteiligungen bereits zu realisieren.
 - Fazit: Durch den gegenläufigen Zahlungsstrom wird das bereitgestellte Kapital nie voll investiert sein.
- Das Eingehen einer Overcommitment-Strategie ermöglicht es dem Investor, ein konstantes Investitionsniveau in Private Equity zu halten.

Private Equity im Portfoliokontext (1)

- Renditen EU per 31.12.2003:

Stage / Index	1-Year-IRR	3-Year-IRR	5-Year-IRR	10-Year-IRR
EU Venture	-7.5%	-9.0%	2.3%	8.3%
EU Buyouts	1.6%	1.0%	9.6%	12.7%
EU Private Equity	-0.6%	-3.8%	7.3%	11.9%
Morgan Stanley Euro	12.7%	-16.4%	-8.9%	-2.1%
HSBC Small Company	56.7%	4.0%	2.2%	4.3%
JP Morgan Euro Bonds	24.7%	9.9%	12.1%	11.0%

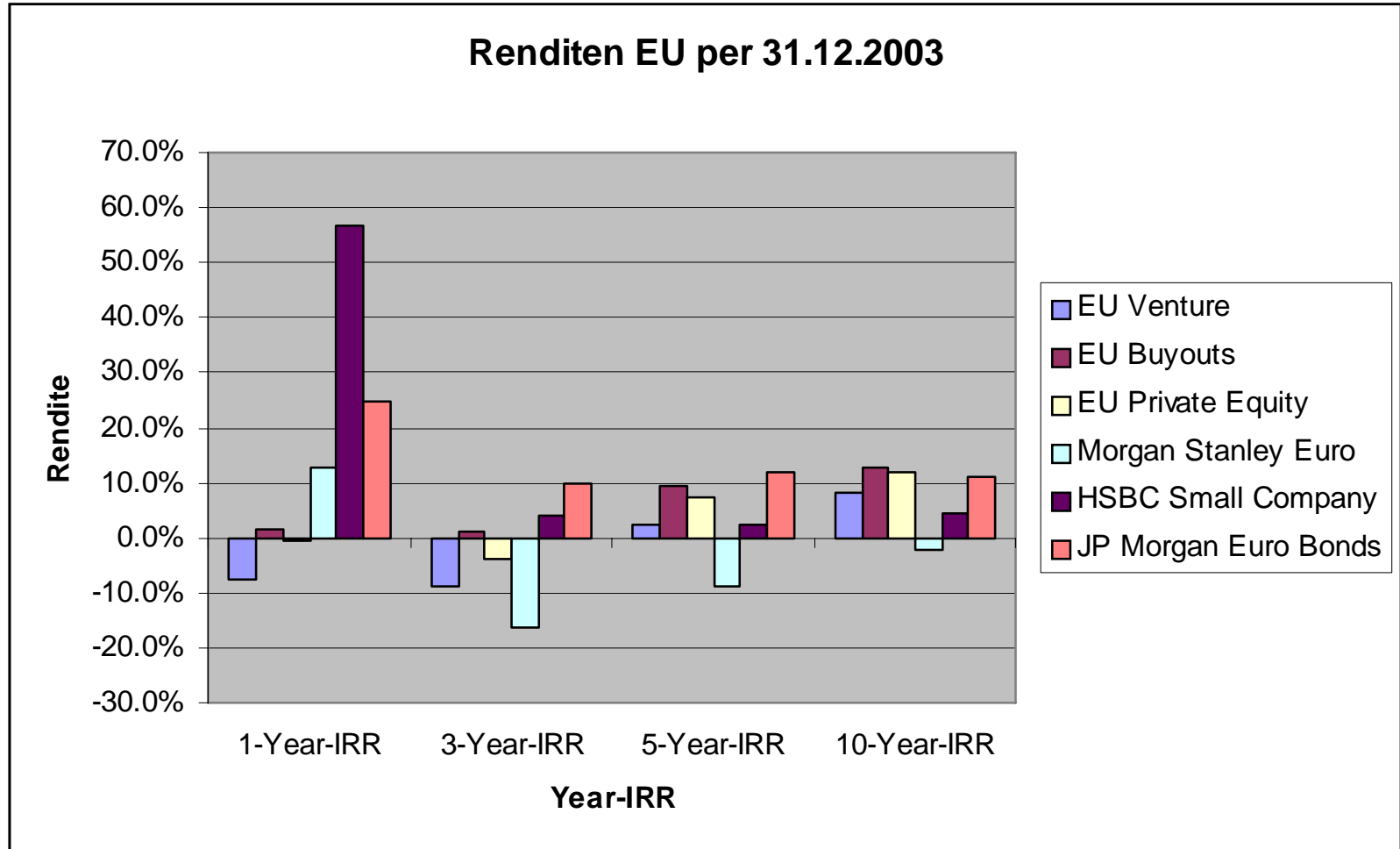
Quelle: Thomson Venture Economics / EVCA

- Renditen US per 30.09.2004:

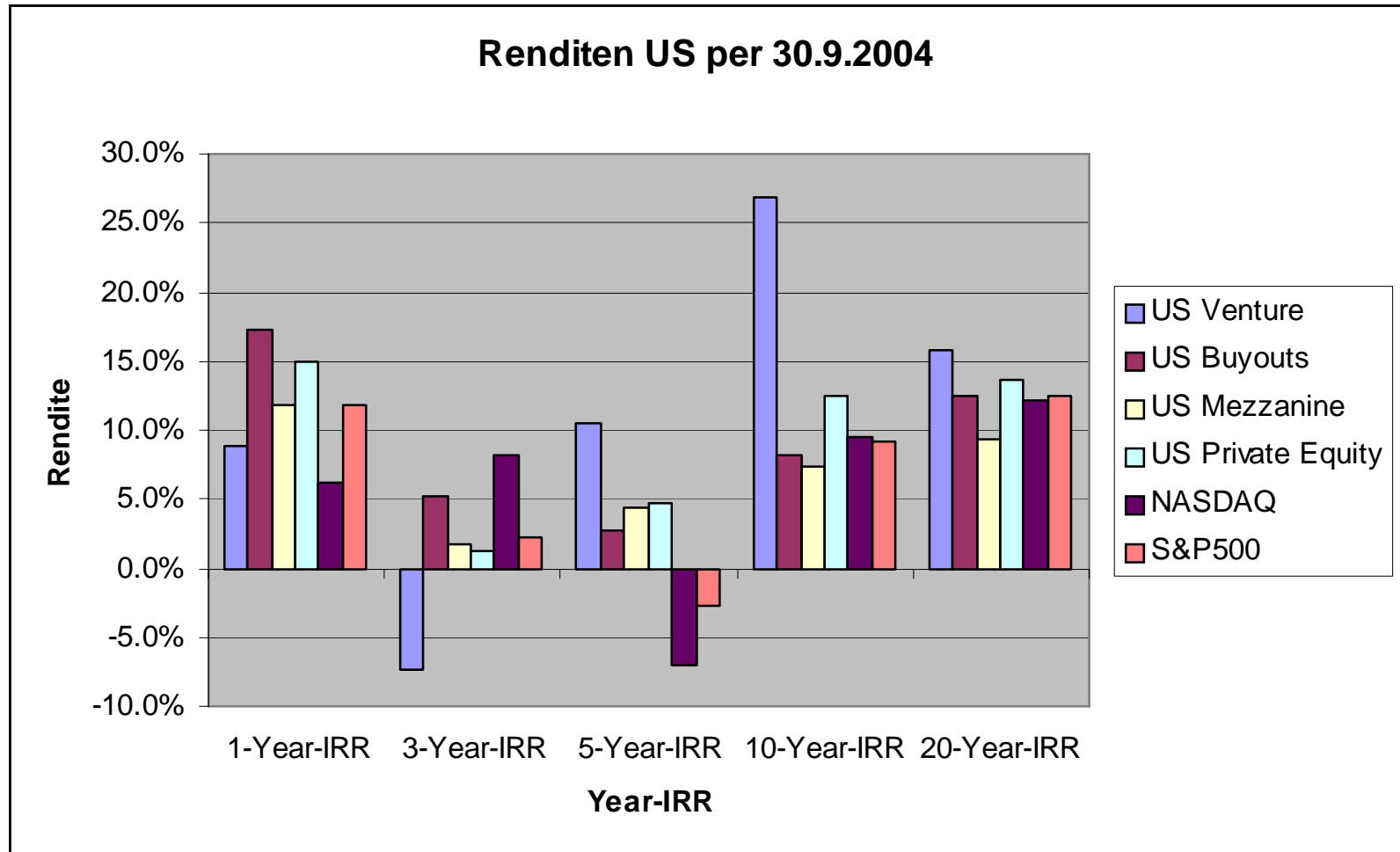
Stage / Index	1-Year-IRR	3-Year-IRR	5-Year-IRR	10-Year-IRR	20-Year-IRR
US Venture	8.9%	-7.4%	10.5%	26.9%	15.8%
US Buyouts	17.3%	5.2%	2.7%	8.1%	12.5%
US Mezzanine	11.8%	1.8%	4.4%	7.4%	9.3%
US Private Equity	15.0%	1.3%	4.7%	12.5%	13.7%
NASDAQ	6.2%	8.2%	-7.1%	9.5%	12.1%
S&P 500	11.9%	2.3%	-2.8%	9.2%	12.4%

Quelle: Thomson Venture Economics / NVCA

Private Equity im Portfoliokontext (2)



Private Equity im Portfoliokontext (3)



Private Equity im Portfoliokontext (4)

- Renditen EU per 31.12.2005:

Stage/Index	1-Year-IRR	3-Year-IRR	5-Year-IRR	10-Year-IRR
Venture	25.40%	0.60%	-4.00%	5.30%
Buyout	20.90%	7.90%	5.00%	12.60%
EU Private Equity	24.10%	5.20%	1.20%	10.20%

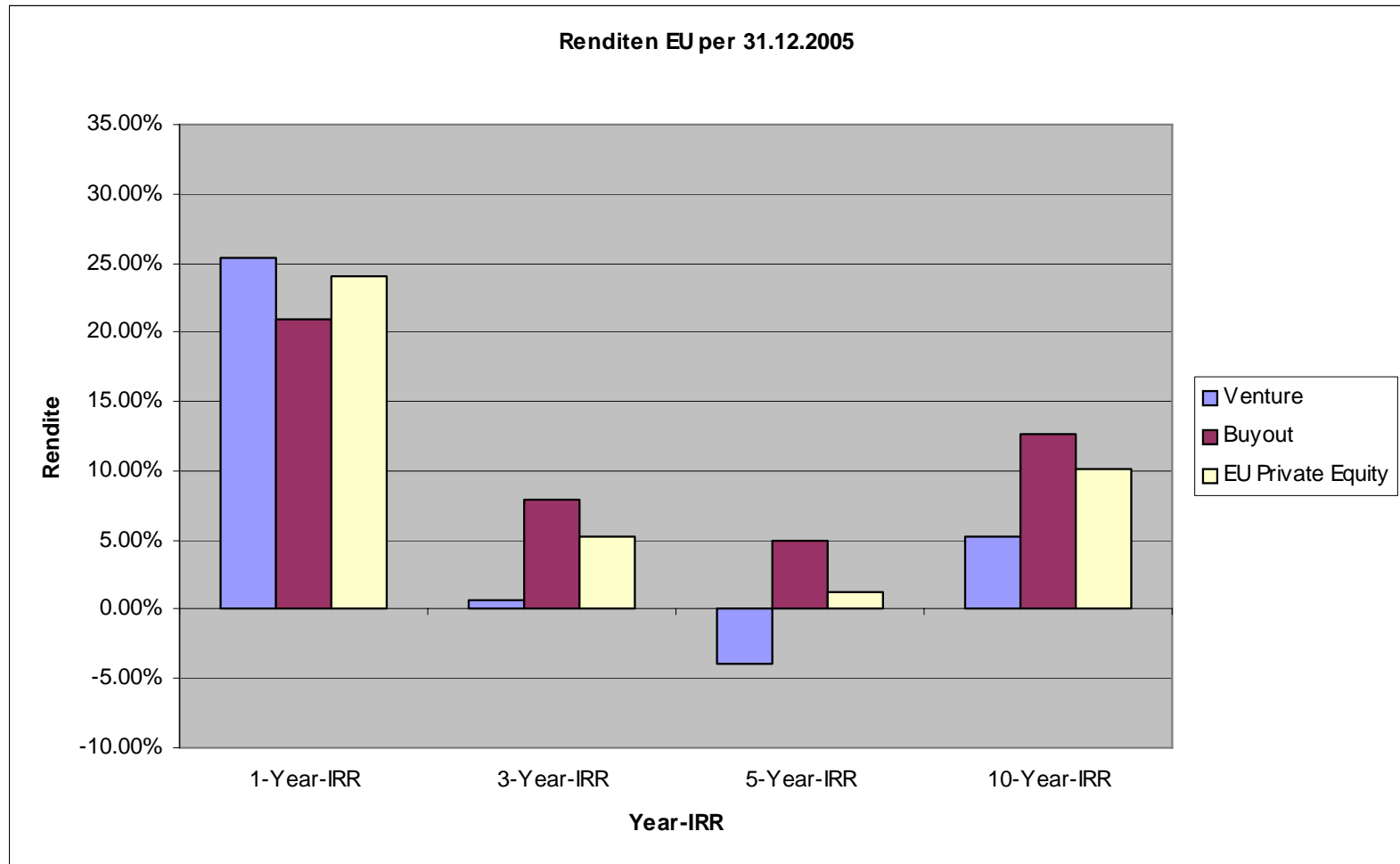
Quelle: EVCA

- Renditen US per 31.12.2005:

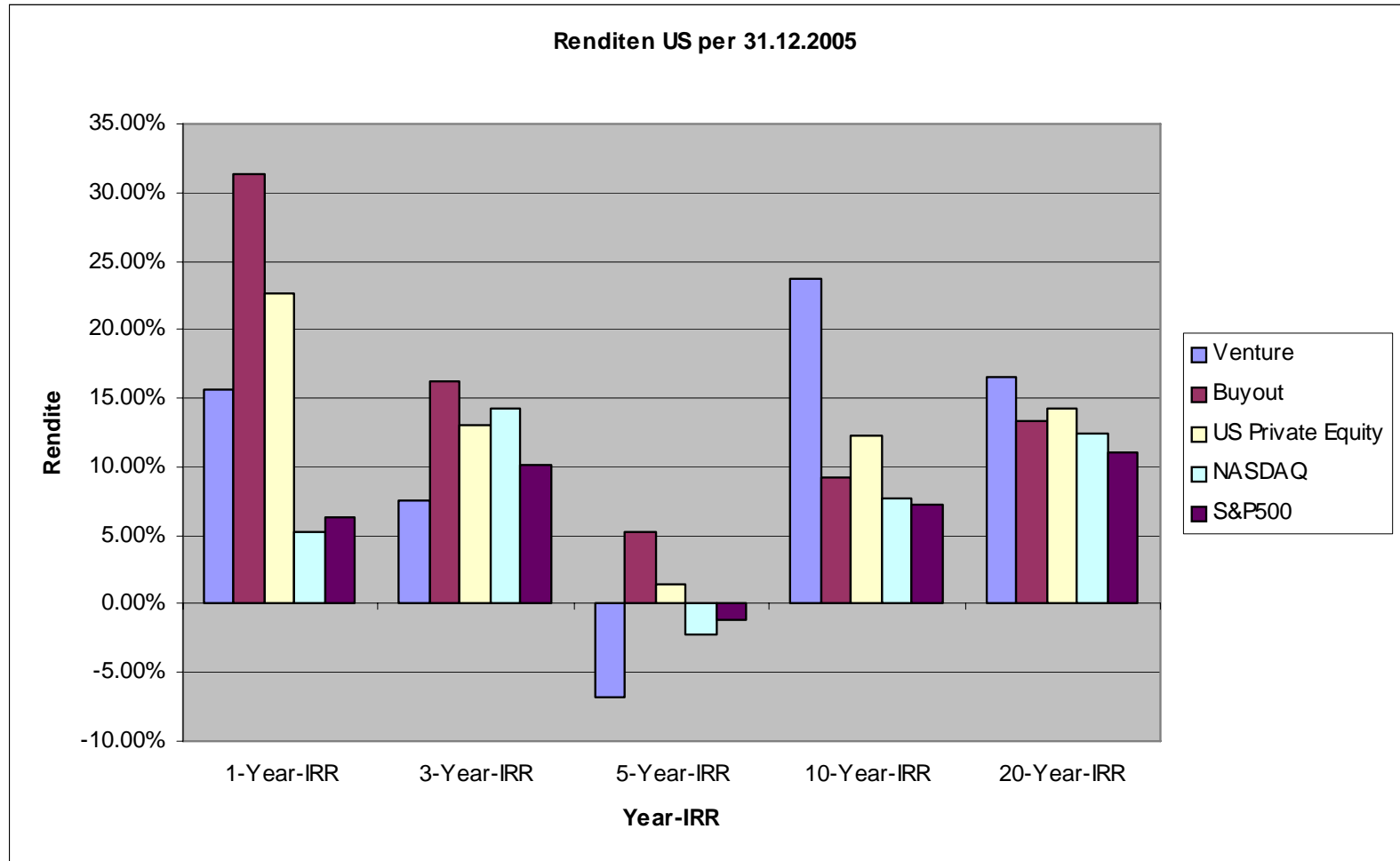
Stage/Index	1-Year-IRR	3-Year-IRR	5-Year-IRR	10-Year-IRR	20-Year-IRR
Venture	15.60%	7.50%	-6.80%	23.70%	16.50%
Buyout	31.30%	16.30%	5.20%	9.20%	13.30%
US Private Equity	22.60%	13.10%	1.50%	12.30%	14.20%
NASDAQ	5.20%	14.20%	-2.20%	7.70%	12.40%
S&P500	6.30%	10.10%	-1.10%	7.30%	11.00%

Quelle: NVCA

Private Equity im Portfoliokontext (5)



Private Equity im Portfoliokontext (6)



- Private Equity rentieren langfristig besser als klassische Anlagekategorien.
- Die Renditen unterscheiden sich stark nach Finanzierungsstadium.
- Private Equity können auch über längere Zeit negative Renditen erzielen.
- Innerhalb der Finanzierungsstadien bestehen grosse Renditeunterschiede.

- Renditen Finanzierungsstadien EU (1980 - 2003):

Stage	Pooled IRR	Top Half Pooled IRR	Top Quarter Pooled IRR
Early Stage	1.9%	10.8%	14.8%
Development	9.0%	14.0%	19.4%
Balanced	9.0%	16.3%	23.9%
All Venture	7.2%	13.8%	19.7%
All Buyouts	12.2%	22.2%	30.2%
Generalists	9.1%	10.4%	12.8%
All Private Equity	9.9%	15.5%	24.3%

Quelle: Thomson Venture Economics / EVCA

- Sehr grosse Renditeunterschiede zwischen den besten und den durchschnittlichen Private Equity-Funds
- Grosse Bedeutung einer sorgfältigen Due Diligence-Analyse bei der Selektion von Private Equity-Funds.

- Risiken (Volatilität):

Anlagekategorie	Rendite	Volatilität	Sharpe Ratio
S&P 500	11.6%	16.6%	0.4337
Private Equity	18.0%	33.8%	0.4024
US Government Bonds	4.5%	9.8%	0.0102
Treasury Bills	4.4%	3.3%	

Quelle: Morgan Stanley Research, Periode 1940 - 1990

- Private Equity stellen eine wesentlich volatilere Anlagekategorie als Aktien dar.
- Ein Teil des systematischen Risikos von Private Equity besteht in der Illiquidität.

- Stabilität der Renditen und Risiken über die Zeit:

Index	Gesamtperiode 1986 - 1999		Subperiode 1986 - 1993		Subperiode 1993 - 1999	
	Rendite	Volatilität	Rendite	Volatilität	Rendite	Volatilität
US Venture Capital	32.46%	25.88%	9.05%	5.70%	60.53%	33.61%
US Buyouts	16.46%	7.01%	9.68%	4.97%	23.82%	7.44%

Quelle: Private Equity und Hedge Funds, Alternative Anlagekategorien im Überblick, NZZ Verlag

- Buyout: Renditen verhalten sich instabil, Risiken dagegen relativ stabil.
- Venture Capital: Renditen und Risiken verhalten sich sehr instabil.
- Zugrundeliegende Beteiligungsmodelle der Limited Partners lohnen sich erst, wenn Renditen von über 10%-15% erreicht werden.

Korrelationen (1):

	US VC	US BO	S&P 500	S&P 600	MSCI World	MSCI USA	MSCI CH	Nasdaq	Salomon Bonds
US Venture Capital	1.00								
US Buyouts	0.58	1.00							
S&P 500	0.35	0.56	1.00						
S&P 600 Small Cap	0.35	0.55	0.84	1.00					
MSCI Word	0.25	0.50	0.73	0.70	1.00				
MSCI USA	0.20	0.48	0.81	0.74	0.89	1.00			
MSCI Switzerland	0.14	0.44	0.57	0.57	0.75	0.74	1.00		
NASDAQ	0.59	0.55	0.87	0.87	0.66	0.69	0.48	1.00	
Salomon Bonds USA	0.14	0.29	0.35	0.46	0.41	0.42	0.53	0.44	1.00

Quelle: Private Equity und Hedge Funds, Alternative Anlagekategorien im Überblick, NZZ Verlag

- Venture Capital weisen gegenüber Buyouts tiefere Korrelationen mit den klassischen Anlagekategorien auf.
- Achtung: Tiefe Korrelationen sind unter anderem auf die zeitliche Verzögerung der Bewertungen zurückzuführen.

Korrelationen (2):

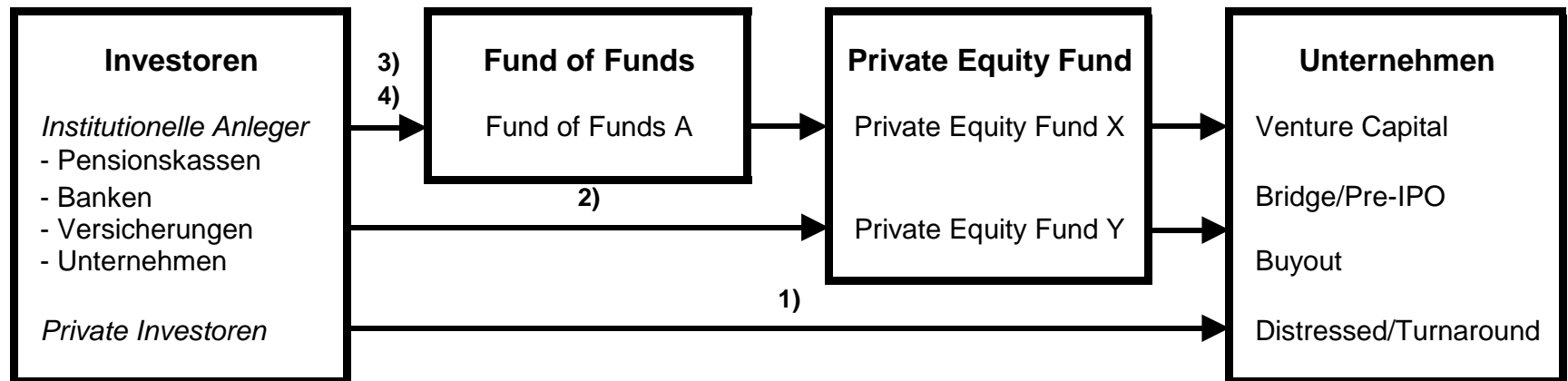
	US VC	US BO	US SS	EU VC	EU BO
US Venture Capital	1.00				
US Buyouts	0.60	1.00			
US Special Situations	0.57	0.29	1.00		
EU Venture Capital	0.53	0.40	0.27	1.00	
EU Buyouts	0.12	0.18	0.07	-0.02	1.00

Quelle: Partners Group

- Auch verschiedene Regionen und Finanzierungsstadien von Private Equity weisen tiefe Korrelationen zueinander auf.

- Schlussfolgerung:
 - Potentiell höhere Renditen
 - Höhere Risiken (Volatilität)
 - Renditen über die Zeit instabil
 - Gewisses Diversifikationspotential
 - Allokationsentscheid kassenspezifisch

Überblick:

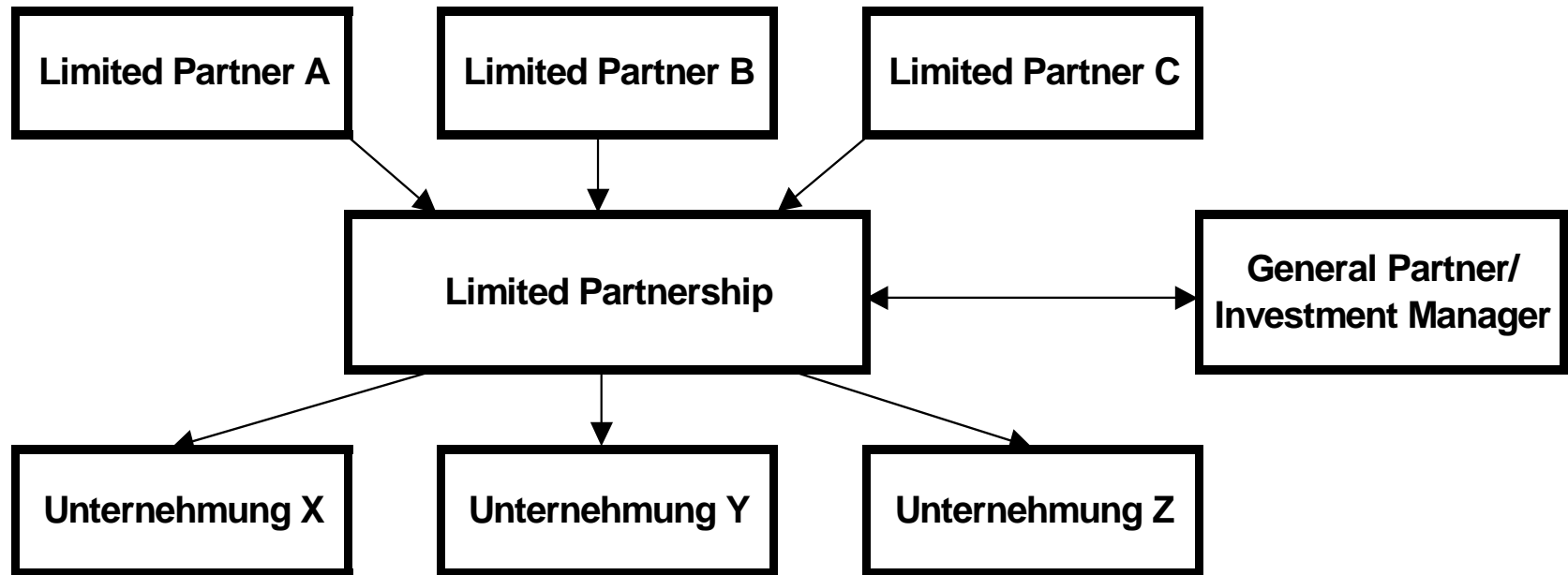


- 1) Direktinvestitionen
- 2) Private Equity Funds
- 3) Private Equity Fund of Funds
- 4) Kotierte Beteiligungsgesellschaften (Listed Private Equity)

- Investor tritt direkt als Kapitalgeber auf.
- Bedeutende finanzielle Ressourcen des Kapitalgebers
- Lange Verpflichtungsdauer
- Selektionsprozess (Due Diligence) und vollständige Betreuung der Beteiligung während der Laufzeit erfolgt durch den Investor.
- Hohes fachspezifisches Know-how bezüglich Führung junger Unternehmen notwendig

- Achtung: Direktinvestitionen sind problematisch.
 - Mangelnde Diversifikation
 - Renditedifferenzen innerhalb der Anlagekategorie (Gründungsjahre, Marktsegmente, Gesellschaften)
 - Überwachungsaufwand
 - Managementunterstützung muss gewährt werden.
 - Negativer Selektions-Bias
 - Direktinvestitionen nur in Ausnahmefällen durch institutionelle Anleger
- Risikooptimierende Pensionskassen sollten via breit diversifizierten Funds resp. Fund of Funds in Risikokapital investieren.

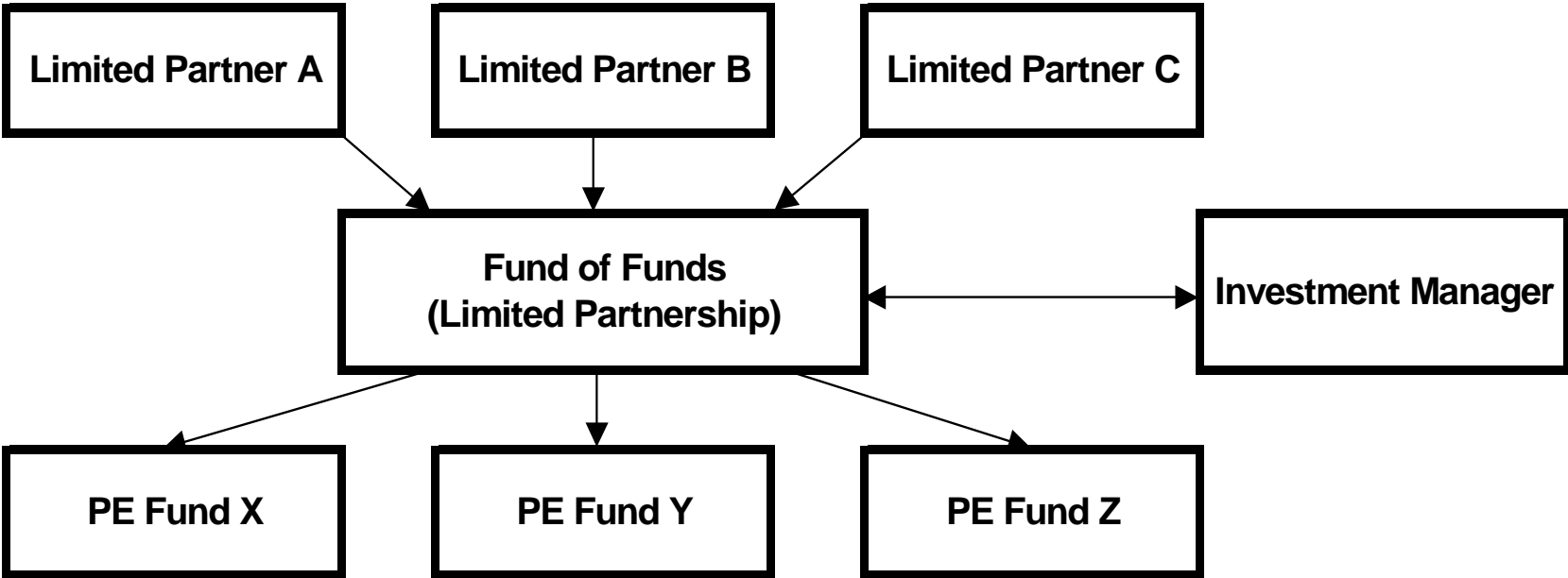
Private Equity Funds (1)



- Beteiligungen an verschiedenen Unternehmen
- Limited Partnerships → closed-end Funds
- Laufzeit in der Regel 10-12 Jahre
- Selektionsprozess (Due Diligence) und Betreuung der Beteiligung während der Laufzeit erfolgt durch den General Partner (Investment Manager).
- Verpflichtung der Limited Partners, Investitionen bis zu einem bestimmten Betrag (Commitment) zu tätigen.

- Vorteil:
 - Investor kann spezifisches Portfolio von mehreren Funds aufbauen.
 - Eine Gebührenebene
- Nachteil:
 - Hoher Investitions- und Überwachungsaufwand
 - Erschwerte Ausstiegsmöglichkeiten
 - Lange Verpflichtungsdauer
 - Ungenügende Diversifikation
 - Minimale Investition zwischen USD 5 - 10 Mio.
 - Opportunitätskosten auf dem nicht investierten Kapital
 - Erste Gewinne fallen i.d.R. erst 5-6 Jahre nach Auflegung an.

Private Equity Fund of Funds (1)

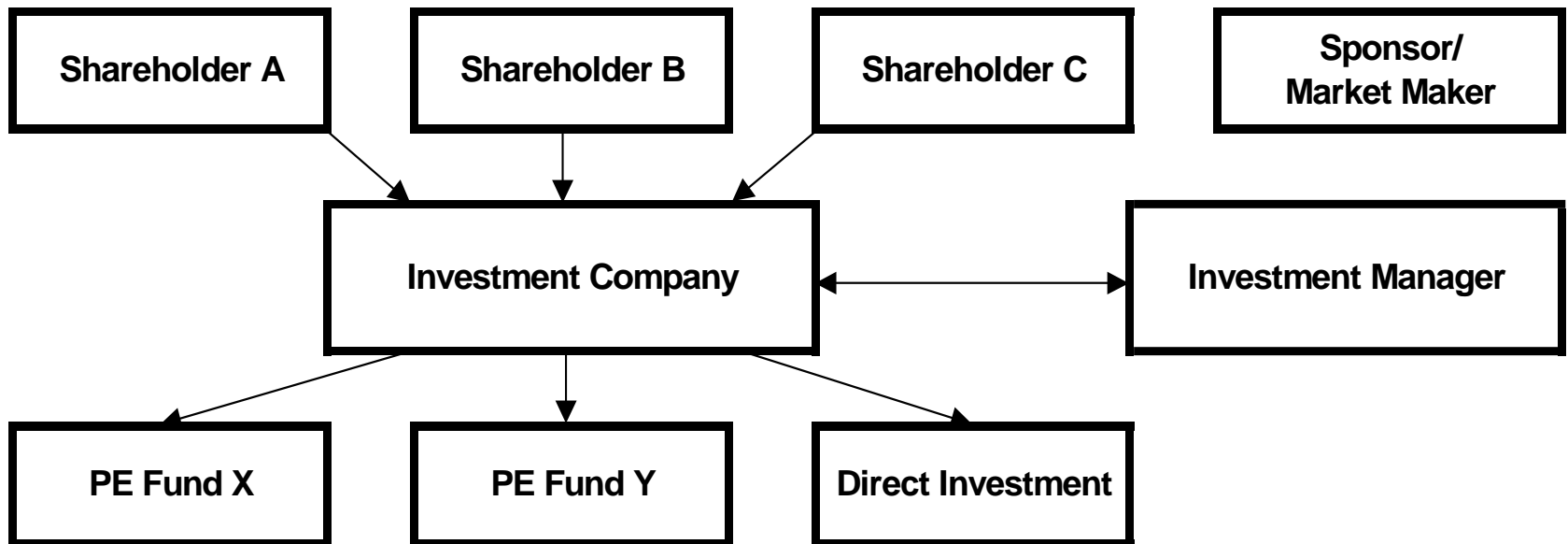


- Investitionen bei verschiedenen Private Equity Funds
- Limited Partnerships → closed-end Funds
- Laufzeit in der Regel 12-15 Jahre
- Optimale Diversifikation nach Branchen, Ländern und Finanzierungsstadien
- Selektionsprozess (Due Diligence) durch den General Partner
- Mittelflüsse im Vergleich zu Private Equity Funds ausgewogener

- Vorteil:
 - Geringe eigene Management-Ressourcen erforderlich
 - Breite Diversifikation
 - Zugang zu den Top Funds

- Nachteil:
 - Zusätzliche Gebührenebene
 - Erschwerte Ausstiegsmöglichkeiten
 - Langfristiges Engagement
 - Minimale Investition zwischen USD 5 - 10 Mio.
 - Opportunitätskosten auf dem nicht investierten Kapital
 - Erste Gewinne fallen i.d.R. erst 5-6 Jahre nach Auflegung an.

Kotierte Beteiligungsgesellschaften (1)



- Investitionen in Private Equity Funds und/oder Direktbeteiligungen an Unternehmen
- Kapitalbeschaffung der Investment Company via Kapitalmarkt
- Anteile jederzeit an der Börse handelbar
- Prämie oder Diskont auf Aktienkurs gegenüber NAV
- Vorwiegend für Privatinvestoren und kleine institutionelle Kunden

- Vorteil:
 - Limitiertes Private Equity Know-how erforderlich
 - Kein Anlageminimum
 - Handelbarkeit
 - Breite Diversifikation
- Nachteil:
 - Liquiditätsprämie
 - Prämie oder Diskont auf Aktienkurs gegenüber NAV
 - Zusätzliche Gebührenebene
 - Ineffizienter Kapitaleinsatz

Überblick Vor- und Nachteile der einzelnen Investitionsformen

	Direktinvestitionen	PE Funds	Fund of Funds	
			Limited Partnerships	Listed PE
Vorteil	<ul style="list-style-type: none"> Volle Kontrolle Direkter Zugang zur Gesellschaft Strategischer Nutzen 	<ul style="list-style-type: none"> Breites Angebot an Funds Direkter Kontakt mit Fundmanager Fund ist für Investor verantwortlich 	<ul style="list-style-type: none"> Zugang zu Top Funds Breite Diversifikation Kein Spezialwissen notwendig Administrative Effizienz 	<ul style="list-style-type: none"> Liquidität Breite Diversifikation Keine Minimalinvestition Corporate Governance
Nachteil	<ul style="list-style-type: none"> Keine Diversifikation Spezialwissen unabdingbar Hohes Investitionsvolumen Lange Verpflichtungsdauer 	<ul style="list-style-type: none"> Ungenügende Diversifikation Spezialwissen notwendig Hohes Investitionsvolumen Lange Verpflichtungsdauer 	<ul style="list-style-type: none"> Zusätzliche Gebührenebene Eingeschränkte Handelbarkeit Höheres Investitionsvolumen Lange Verpflichtungsdauer 	<ul style="list-style-type: none"> Zusätzliche Gebührenebene Liquiditätsprämie Prämie oder Diskont zum NAV Höhere Korrelation mit Aktien

- Private Equity Timing ist sehr schwierig. Private Equity eignet sich nicht als kurzfristige Investment Idee. Darum sollte Private Equity als systematisches Programm ausgestaltet sein.
- Die spezifische Anlageorganisation sollte der Langfristigkeit der Private Equity-Anlagen Rechnung tragen: Klare vertragliche Regelungen, klare Aufgabenteilung.
- Zusammenarbeit mit einem oder mehreren General Partner muss über 12 Jahre funktionieren. Kontinuität, Alter und gewisse Grösse sind wichtig.
- Marktbewertung der laufenden Investitionen auf Einzelinvestment-Basis regelmässig vornehmen lassen.
- Achtung bei Overcommitments

- Private Equity bieten potentiell höhere Renditen, sind allerdings auch mit höheren Risiken verbunden.
- Hohe Illiquidität verunmöglicht Verkauf der Anlagen.
- PE ergänzen das Anlagespektrum im Bereich Aktien.
- Wichtig: Diversifikation über
 - Regionen
 - Finanzierungsstadien
 - Zeit (Vintage Years)
 - Produkte
- Empfohlene Investitionsform: Fund of Funds