

Ausgabe: Nr.25, 04/2005

Benchmarking Private Equity – Listed Private Equity als neue Anlageklasse

Hans Christophers, Michèl Degosciu
und Prof. Dr. Heinz Zimmermann

Absolut Research GmbH
Große Elbstr. 281
D-22767 Hamburg, Germany
Telefon: +49 (0) 40 30 37 79 - 0
Telefax: +49 (0) 40 30 37 79-15
E-Mail: info@absolut-report.de
Internet: www.absolut-report.de



10

Benchmarking Private Equity – Listed Private Equity als neue Anlageklasse

Es gibt keine Benchmark, die Private Equity zur ausreichenden Zufriedenheit erfasst. Dieser Problematik hat sich der Lehrstuhl für Finanzen an der Universität Basel unter Leitung von Prof. Dr. Heinz Zimmermann angenommen und einen neuen Index entwickelt, der zumindest einen ersten Ansatz für das Benchmarking von Private Equity im gelisteten Segment von Private-Equity-Produkten findet.



16

Interview mit Christoph Lampert

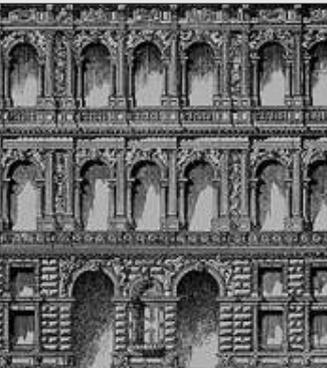
Im Dezember wurde die erste deutsche Master-KAG für Hedgefonds von der Finanzaufsicht zugelassen. Die weltgrößte Finanzinstitution Citigroup wagte als erste den Schritt, eine Kapitalanlagegesellschaft mit Fokus auf den noch jungen Hedgefonds-Markt in Deutschland aufzulegen. Der Absolutreport interviewte den Chairman und CEO der neuen KAG, Christoph Lampert zu den Zielen, Perspektiven und Herausforderungen dieser neuen Firma.



26

Risiken von Hedgefonds aus der Perspektive eines global diversifizierten Investors

Immer mehr institutionelle Investoren denken bei der Integration alternativer Investments an Hedgefonds. Dr. Peter Oertmann, Vorsitzender der Geschäftsleitung von der Vescore Solutions AG in St. Gallen und München, und sein Kollege Gregory H. Sohn aus dem Bereich Research und Consulting stellen sich in ihrem Artikel für den Absolutreport auf die Seite dieser Investoren und beschreiben die Risiken von Hedgefonds aus dieser Perspektive.



40

Mezzanine-Investments für institutionelle Investoren – Eine Einführung auf Basis eines Neue-Produkte-Prozesses

Im breiten Spektrum des Private-Equity-Investments stellt die Mezzanine-Finanzierung eine besondere Form dar. Die Autoren Hubertus Theile-Ochel, Partner von Golding Capital Partners in München, und Markus Heinrich von Roland Eller Consulting in Potsdam geben in ihrem Artikel auf Basis eines Neuproduktprozesses einen Einblick in diese Private-Equity-Anlageform und beschreiben, welche zahlreichen aufsichtsrechtlichen und administrativen Anforderungen insbesondere Banken und Sparkassen beachten müssen.



50

Aktuelle steuerliche Rahmenbedingungen für Private-Equity-Dachfonds

Aufgrund der vermehrten Tendenz von institutionellen Anlegern, sich wieder stärker im Bereich Private Equity zu engagieren und dies zumeist über eine Dachfonds-Konstruktion umzusetzen, hat der Absolutreport die Autoren Hans Stamm, Rechtsanwalt und Partner bei Clifford Chance in München und seinen Kollegen Thomas Lang, Rechtsanwalt und Associate, gebeten eine Überblick über die aktuellen steuerlichen Rahmenbedingungen für Private-Equity-Dachfonds zu geben.

- 3 editorial
- 5 news
- 56 buchrezension
- 58 stellenanzeigen
- 59 impressum

Benchmarking Private Equity – Listed Private Equity als neue Anlageklasse

Hans Christophers, Michèl Degosciu und Prof. Dr. Heinz Zimmermann



Immer mehr Investoren wird nach den schmerzlichen Erfahrungen der Jahre 2000-2003 bewusst, dass der Bereich Private Equity zwar nicht hochgradig unkorreliert zu anderen Asset-Klassen ist, jedoch als Alternative Investment durchaus wieder eine stärkere Rolle spielen sollte, da hier die Ertragserwartungen höher liegen als im Public-Equity-Markt. Gleichfalls fällt es den Investoren schwer, den sehr illiquiden, intransparenten und heterogenen Markt mit anderen Assets zu vergleichen. Es gibt keine Benchmark, die Private Equity zur ausreichenden Zufriedenheit erfasst. Dieser Problematik hat sich der Lehrstuhl für Finanzen an der Universität Basel unter Leitung von Prof. Dr. Heinz Zimmermann angenommen und einen neuen Index entwickelt, der zumindest einen ersten Ansatz für das Benchmarking von Private Equity im gelisteten Segment von Private-Equity-Produkten findet. Diesen Ansatz stellen er und seine Co-Autoren, Hans Christophers und Michèl Degosciu, im nachfolgenden Artikel dar und analysieren die offene Frage, wie man verlässliche und transparente Risiko- und Renditekennzahlen von Private-Equity-Investitionen bestimmen soll.

Private Equity als Anlageklasse erfährt in jüngster Zeit ein immer stärkeres Interesse bei Investoren. Vor allem institutionelle Investoren sind zunehmend bestrebt, ihre bestehenden Portfolios durch Investitionen in Private Equity zu ergänzen. Als Gründe hierfür werden neben den zu erreichenden Diversifikationseffekten auch die attraktiven Risiko- und Renditeeigenschaften genannt.

Traditionell verbindet man mit der Anlageklasse Private Equity eine Investition über Intermediäre in nicht börsengehandelte Unternehmen. Ein großer Nachteil hierbei ist, dass eine solche Investition oft nur sehr vermögenden privaten oder institutionellen Investoren vorbehalten ist. Weitere Nachteile sind die geringe Transparenz in Bezug auf die Gebührenstruktur der Intermediäre sowie auf die risikobereinigte Performance der Investments. Vor allem letztgenannter Punkt hat zunehmend auch das Interesse der Wissenschaft geweckt. Bis

jetzt bleibt es immer noch eine offene Frage, wie man verlässliche und transparente Risiko- und Renditekennzahlen von nicht börsengehandelten Private-Equity-Investitionen bestimmen soll.

Listed Private Equity – Aspekte einer aufstrebenden Anlageklasse

Ein Forscherteam der Universität Basel unter der Leitung von Professor Zimmermann hat auf der Suche nach der Beantwortung dieser offenen Fragen einen neuen Weg beschritten: die Berechnung stabiler Risiko- und Renditekennzahlen auf Basis einer Datenbank von circa 300 börsengehandelten Private-Equity-Unternehmen.¹ Ein regelrechter Boom von Listings ist Ende der 90er Jahre festzustellen: Im Zeitraum 1997-2000 sind nicht weniger als 152 Gesellschaften an internationalen Börsen kotiert worden. Gleichzeitig beobachtet man ein Ansteigen der gesamten Marktkapitali-

sierung von Listed Private Equity (LPE) von USD 6 Milliarden im Jahre 1990 auf knapp USD 40 Milliarden in 2004 und aktuell über USD 47 Milliarden. Interessant ist zudem die geographische Aufteilung der Gesellschaften: der Großteil der Unternehmen ist in Europa gelistet.

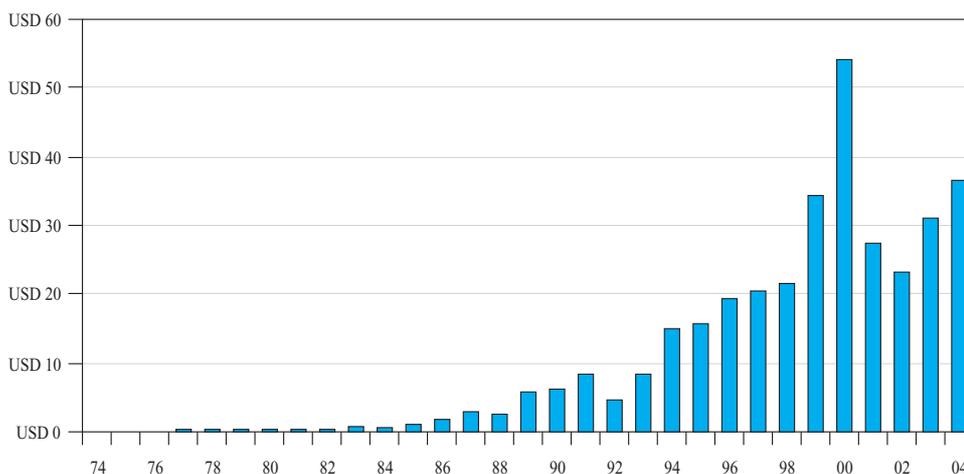
Aber auch asiatische Gesellschaften machen mit einer Gesamtkapitalisierung von USD 4,6 Milliarden immerhin knapp 10 % der aktuellen Gesamtkapitalisierung aus. Wenn man die in diesen wenigen Zahlen verdeutlichte dynamische Entwicklung von LPE in den letzten Jahren betrachtet, so ist es doch erstaunlich, dass dieser aufstrebenden Anlageklasse bisher so wenig Aufmerksamkeit geschenkt wurde.

So könnte LPE durchaus dazu führen, die „traditionelle“ Sicht auf Investitionen in Private Equity zu revolutionieren: unter einer Investition in Private Equity muss man nun nicht mehr eine sehr langfristige, kapitalbindende Investition in illiquide Vehikel verstehen, sondern eine selbige in börsengehandelte Unternehmen mit der Möglichkeit einer jederzeitigen Veräußerung der Anlage. Zusätzlich sind analog zu traditionellen Investments in Aktien oder Bonds im Falle von LPE transparente Kennzahlen zur Rentabilität des Investments ableitbar. Aber auch ein sinnvoller Vergleich der Performance von Private Equity zu traditionellen Anlageklassen anhand verschiedener Indizes ist nun erstmals möglich.

LPX als erster Anbieter von LPE-Indizes

Die LPX GmbH mit Sitz in Basel wurde im Jahr 2004 gegründet (siehe auch www.lpx.ch). LPX berechnet und vertreibt als weltweit erster Anbieter Private-Equity-Aktienindizes, die ausschließlich aus börsengehandelten Private-Equity-Gesellschaften >

1 | Gesamte Marktkapitalisierung LPE (Mrd. USD)



| Region | Anzahl Unternehmen | Prozent | Marktkap. [Mrd. US-\$] | Prozent |
|---------|--------------------|---------|------------------------|---------|
| Amerika | 33 | 16 % | 12,53 | 26 % |
| Asien | 22 | 11 % | 4,61 | 10 % |
| Europa | 140 | 69 % | 30,24 | 63 % |
| Andere | 9 | 4 % | 0,30 | 1 % |
| Total | 204 | 100 % | 47,68 | 100 % |

1) Erste Ergebnisse des laufenden Forschungsprojekts findet man in: Zimmermann/Bilo/Christophers/Degosciu (2005): "Risk, returns and biases of listed private equity portfolios."

bestehen. Welche Aspekte sind bei der Zusammensetzung eines Indexes grundsätzlich zu beachten?²

Neben der Repräsentativität und Anzahl der im Index befindlichen Gesellschaften ist in erster Linie Liquidität als wichtiges Kriterium hervorzuheben. Das bedeutet, dass die Indexkonstituenten im Sinne einer Nachbildung des Indexes sehr schnell erworben und auch wieder veräußert werden können.

Auch die Konstituenten der jeweiligen LPX-Indizes werden streng nach vorher festgelegten Liquiditätskriterien bestimmt. Im Rahmen einer Liquiditätsanalyse, die vierteljährlich durchgeführt wird, werden für jede einzelne LPE-Gesellschaft folgende Kennzahlen bestimmt: die Anzahl an wöchentlichen Beobachtungen an der Börse, die (durchschnittliche) Marktkapitalisierung, das Handelsvolumen, der Bid-Ask Spread sowie die Handelskontinuität. Erfüllt eine Gesellschaft die genannten Kriterien, so qualifiziert sie sich für eine Aufnahme in den Index.

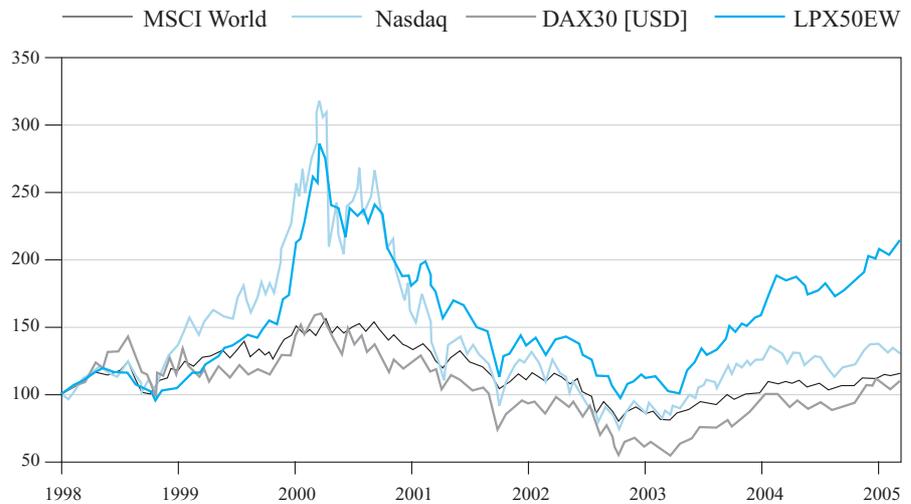
LPX50 – der erste globale LPE-Aktienindex

Der LPX50 ist der weltweit erste globale Private-Equity-Aktienindex und wird von LPX seit Juni 2004 regelmäßig, auf einer wöchentlichen Basis berechnet, Interessierten zur Verfügung gestellt. Wie wird der LPX50 konstruiert? Basis der Konstruktion bildet die oben erwähnte Liquiditätsanalyse.

Unter allen LPE-Unternehmen, welche die Kriterien wie beispielsweise ein maximaler (durchschnittlicher) Bid-Ask Spread von 8% erfüllen, werden quartalsweise die 50 kapitalisierungsstärksten ausgewählt. Durch diese dynamische Anpassung wird die fortlaufende Repräsentativität des Indexes gewährleistet.

Interessant ist die gute Diversifikation

2 | LPX50 EW im Vergleich



des Indexes im Hinblick auf die LPE-Investment-Kategorien Balanced, Buyout und Venture sowie die geographische Verteilung der Konstituenten. Zwar stammt die Mehrheit der augenblicklich im Index befindlichen Unternehmen aus Europa, mit einem Anteil von 66%, was einer Marktkapitalisierung von USD 21,1 Milliarden entspricht. Jedoch ist auch Asien mit einem relativen Anteil von 11% an der gesamten Kapitalisierung des Indexes sowie die USA mit einem entsprechenden Wert von 31% mit einem signifikanten Anteil im Index vertreten. Was die Investment-Kategorien betrifft, so ist der Bereich Buyout mit augenblicklich 20 Konstituenten der größte im Index.

Der LPX50 weist in der Zeitperiode von Januar 1994 bis März 2005 gegenüber Indizes wie dem MSCI World, der Nasdaq Composite sowie dem DAX30 eine deutliche Outperformance auf. In Zahlen bedeutet dies für den LPX50 eine jährliche Durchschnittsrendite von 9,30% bei einer Volatilität von 18,27%, was einem vergleichsweise hohen Sharpe Ratio von 0,27 entspricht.

Die LPX-Indexfamilie

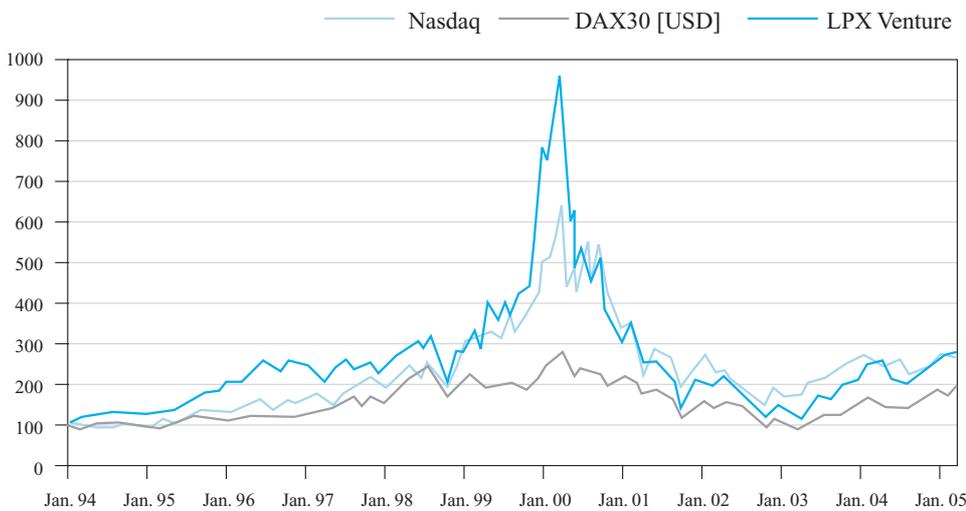
Aufgrund der großen Nachfrage berechnet LPX seit Anfang 2005 auch Sektorindizes wie den LPX Venture oder den LPX Buyout sowie Länderindizes wie den LPX Europe oder den LPX America. Der folgende Ab-

| LPX50 | Anzahl Unternehmen | Prozent | Marktkap. [Mrd. US-\$] | Prozent |
|---------|--------------------|---------|------------------------|---------|
| Amerika | 13 | 26 % | 11,00 | 31 % |
| Asien | 4 | 8 % | 3,88 | 11 % |
| Europa | 33 | 66 % | 21,11 | 59 % |
| Total | 50 | 100 % | 35,99 | 100 % |

| LPX50 | Anzahl Unternehmen | Prozent | Marktkap. [Mrd. US-\$] | Prozent |
|----------|--------------------|---------|------------------------|---------|
| Balanced | 9 | 18 % | 10,73 | 30 % |
| Buyout | 20 | 40 % | 17,16 | 48 % |
| Venture | 16 | 32 % | 6,51 | 18 % |
| Andere | 5 | 10 % | 1,59 | 4 % |
| Total | 50 | 100 % | 35,99 | 100 % |

² Ausführliche Bemerkungen dazu finden sich in Cordero/Dubacher/Zimmermann (1988): „Zur Entwicklung des neuen Swiss Market Index (SMI) als Grundlage für schweizerische Indexkontrakte: Eine Evaluation potentieller Aktienindizes“

3 LPX Venture vs. Major Market Indices

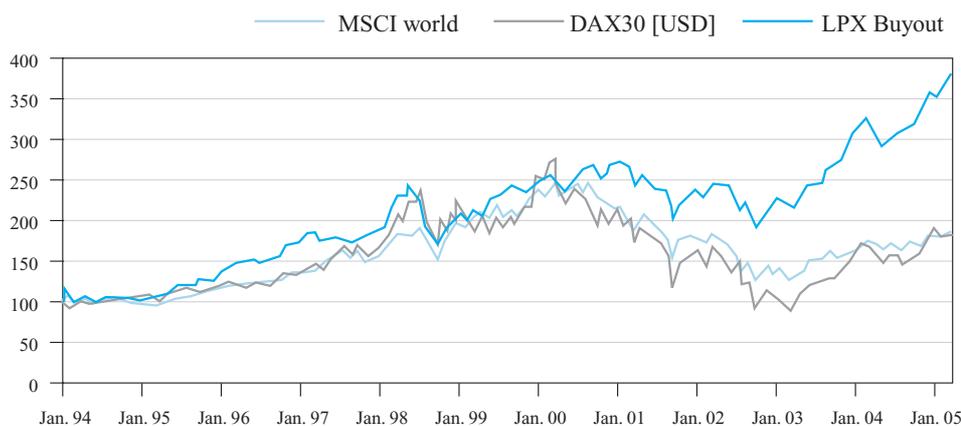


schnitt gibt eine kurze Übersicht über die wichtigsten Charakteristika und Kennzahlen dieser Indizes. Der LPX Venture besteht aus den 20 größten LPE-Gesellschaften, welche die Liquiditätskriterien erfüllen und deren Assets zu mindestens 50 % in Venture

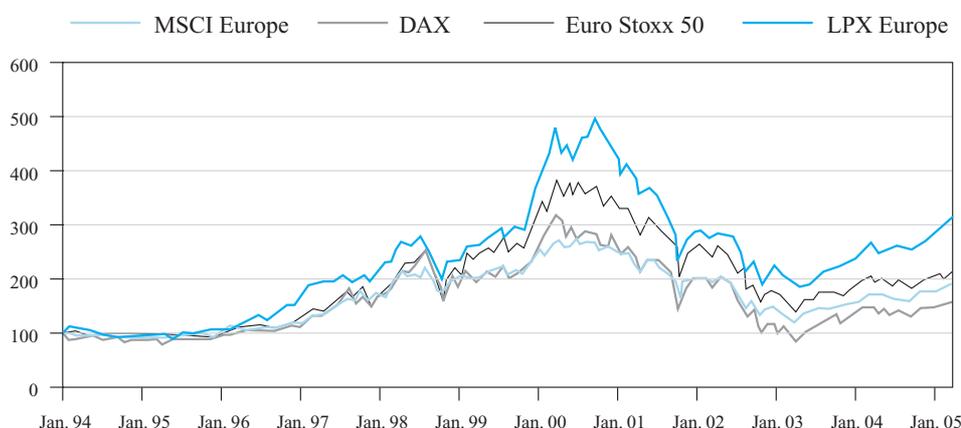
Capital investiert sind. Während der Index von 1994 bis 2000 eine jährliche Durchschnittsrendite von 33,10 % erzielte, so betrug die Rendite im Zeitraum 2000 bis 2005 durchschnittlich -19,43 % jährlich. Der LPX Buyout, der analog zum LPX Venture konstru-

iert wird, erzielte von 1994 bis 2005 eine annualisierte Rendite von 11,70 %. Bei einer Volatilität von 12,63 % entspricht dies einem Sharpe Ratio von 0,57. Der LPX Europe besteht aus den 30 liquidesten europäischen LPE Gesellschaften. Dazu zählen unter anderem als Schwergewichte im Index: Ratos aus Schweden, Eurazeo aus Frankreich und SVG Capital aus England. Aus Deutschland sind u.a. die Deutsche Beteiligungs AG sowie die BMP AG vertreten. Im LPX America sind die liquidesten LPE-Gesellschaften aus Amerika, augenblicklich ausschließlich aus Nordamerika, vertreten. Die Rendite des Indexes betrug durchschnittlich 15,06 % von 1994 bis 2000. Bedingt durch eine schwächere Marktphase nach dem Jahr 2000 ergibt sich von 1994 bis 2005 durchschnittlich eine Rendite von 10,02 %.

4 LPX Buyouts vs. Major Market Indices



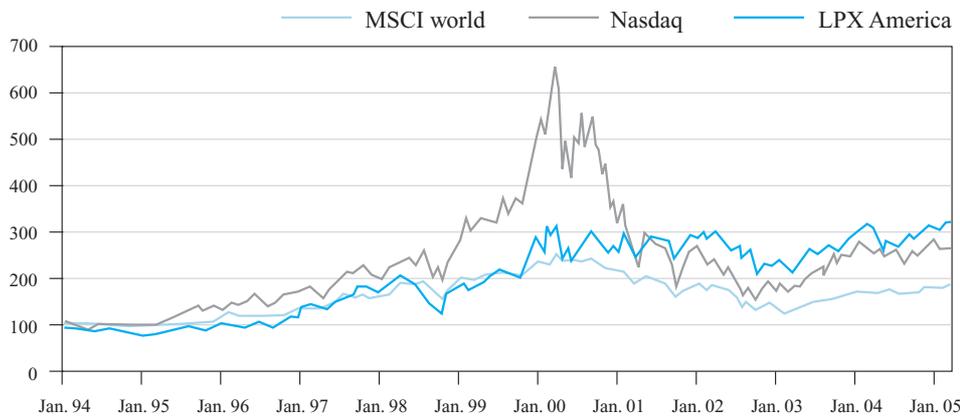
5 LPX Europe vs. Major Market Indices



Anwendungen der LPX-Indizes

Die Anwendungen der LPX-Indizes sind vielfältig. Eine wichtige Funktion der LPX-Indizes ist die Schaffung von Transparenz im Bereich Private Equity, wobei den LPX-Indizes eine Benchmarkfunktion zukommt. Dies ist vor allem vor dem Hintergrund relevant, dass es lange Zeit keinen anerkannten Benchmark für Private Equity gab und dies als enormer Nachteil von Seiten potentieller oder auch bestehender Investoren angesehen wurde. Heute nutzen führende Private-Equity-Unternehmen, Broker-Häuser sowie Banken und Versicherungen LPX-Indizes als Benchmarks. Unternehmen, die eventuell nicht am globalen LPX50 gemessen werden können, werden in Zukunft die Möglichkeit haben, sich an regionalen Indizes wie dem LPX Europe bzw. dem LPX America, oder an kategorialen Indizes wie beispielsweise dem LPX Buyout bzw. dem LPX Venture messen zu lassen. Gebrauch findet der Index verstärkt auch im Rahmen quantitativer Asset-Alloca- >

6 | LPX America vs. Major Market Indices



| | LPX Buyout | LPX Venture | LPX50 | MSCI world | Nasdaq |
|-------------|------------|-------------|-------|------------|--------|
| LPX Buyout | 1 | 0.49 | 0.64 | 0.53 | 0.43 |
| LPX Venture | | 1 | 0.91 | 0.56 | 0.62 |
| LPX50 | | | 1 | 0.62 | 0.66 |
| MSCI world | | | | 1 | 0.78 |
| Nasdaq | | | | | 1 |

tion-Tools. Hier bilden aus LPX Indizes abgeleitete Zeitreihen ideale Proxies für die Anlageklasse Private Equity. Damit sind verlässliche Aussagen über eine optimale Portfolioallokation unter Verwendung von Private Equity möglich.

Die Diversifikationseffekte, die sich durch die Beimischung von Listed Private Equity ergeben, lassen sich anhand der Korrelationen der LPX-Indizes berechnen. Zwischen dem LPX50 und dem MSCI World beträgt diese im Zeitraum 1994 bis 2004 0,62. Mit einer Korrelation von 0,43 zum Nasdaq Composite weist der LPX Buyout die geringste Korrelation unter

den LPX-Indizes auf. Die positiven Diversifikationseffekte, die sich durch die Beimischung von LPE ergeben, lassen sich durch die Efficient Frontier eindrücklich aufzeigen. So verbessert sich das Rendite-Risikoprofil deutlich im Vergleich zu einem traditionellen Portfolio ohne LPE.

In einem nächsten Schritt könnten die LPX-Indizes Ausgangspunkt für innovative Produkte im Bereich Private Equity sein. Grundsätzlich sind hier passive Anlageprodukte wie Indexfonds oder strukturierte Produkte aller Art denkbar, die für Indizes "traditioneller" Anlageklassen schon lange Zeit eine wichtige Rolle spielen.



Prof. Dr. Heinz Zimmermann*
Leiter Abteilung Finanzen
Universität von Basel
Basel

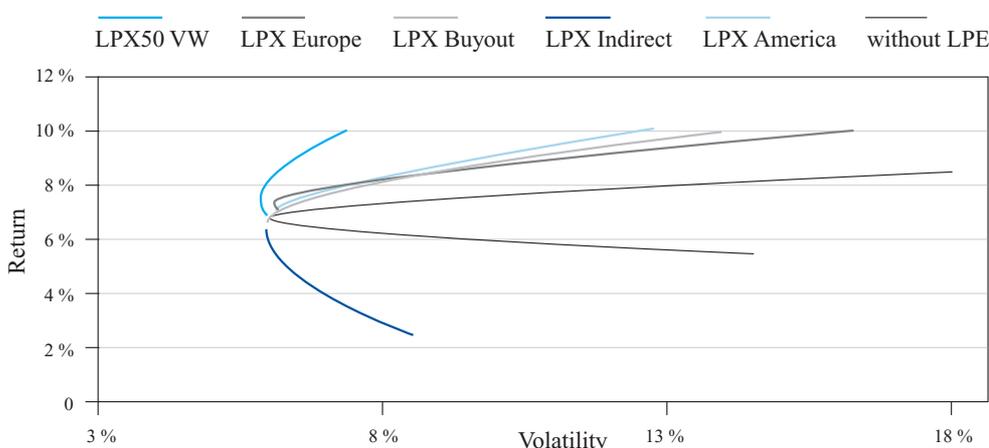


Hans Christophers
Managing Director
LPX GmbH
Basel



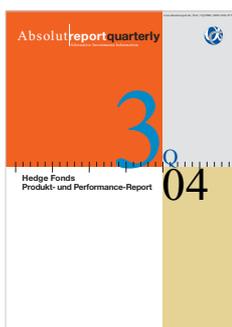
Michèl Degosciu
Managing Director
LPX GmbH
Basel

7 | Efficient Frontiers ohne Shortpositionen in LPE



* Prof. Dr. Heinz Zimmermann ist Ordinarius für Finanzmarkttheorie am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum (WWZ) der Universität Basel. Hans Christophers und Michèl Degosciu sind Doktoranden am gleichnamigen Lehrstuhl.

Die Autoren danken der Ecoscientia Stiftung für die finanzielle Unterstützung des Projekts.



Der Absolutreport – die erste Publikation für Alternative Investments in Deutschland.

+++ Jetzt mit Absolut-quarterly, der Übersicht für institutionelle Hedge Fonds-Produkte. +++

Info: www.absolut-report.de

Der Absolutreport versteht sich als zentrale Quelle für neutrale und qualitativ hochwertige Informationen zum Thema Alternative Investments in Deutschland. Er bietet in verschiedensten Artikeln Hintergrundinformationen über die Bereiche Hedge Funds, Private Equity, Credits und Absolute Return-Produkte. Geschrieben von Experten für Experten. Alternative Investments sind in der Lage, ein traditionelles Aktien-/Anleihen-Portfolio stärker zu diver-

sifizieren und den Ertrag zu optimieren. Weltweit setzen daher immer mehr institutionelle Investoren auf alternative Anlageformen. **Fordern Sie unsere Informationen und ein Probeexemplar an!**

Absolutreport[®]
Alternative Investments Information



**Abonnieren Sie den Absolut Report !
Fax-Anforderung: +49 (0) 40 30 37 79-15**

- Ich möchte eine Anzeige schalten. Bitte rufen Sie mich an.
- Bitte senden Sie mir ein kostenloses Probeexemplar.
- Ich möchte den Absolut Report abonnieren. Ich erhalte 10 Ausgaben pro Jahr (6 x Absolutreport, 4 x Absolutreport-Quarterly) für € 895,- (zzgl. 7% MwSt).
Das Abonnement gilt zunächst für 1 Jahr. Wenn nicht sechs Wochen vor Ablauf der Jahresbezugszeit gekündigt wird, läuft es automatisch weiter.
- Ich habe Interesse an mehreren Abonnements. Bitte senden Sie mir ein Angebot für ___ Exemplare
- Ich habe weitere Fragen. Bitte rufen Sie mich an.

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail

Datum/Unterschrift

Absolut Research GmbH, Grosse Elbstr. 281 , D-2767 Hamburg
Tel.: +49 (0) 40 30 37 79-0, Fax: +49 (0) 40 30 37 79-15
E-Mail: info@absolut-report.de