

1.	Vorwort.....	4
2.	Durchführung der Untersuchung	6
3.	Zusammenfassung	9
4.	Investoren und deren Anlageverhalten	12
5.	Fund of Funds als spezifische Anlageform	31
6.	Rendite- und Risikoaspekte.....	37
7.	Marktsituation und Volumina	55
8.	Ausblick	62
Anhang:		
9.	Interviewpartner	69
10.	Profile Mackewicz & Partner / Sponsoren	70

1. Vorwort

Entwicklung neuer Anlagestrategien (*strategic asset allocation*)

Weltweit sind institutionelle Investoren darum bemüht, Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren, um Kapitalvermögen durch die Anlage in renditestarke Anlageformen zu vermehren. Im Mittelpunkt des Interesses der Investoren stehen dabei traditionelle Anlageformen wie Anleihen, Aktien und Geldmarktprodukte. Mit dem Einsetzen der Aktienbaisse im Frühjahr 2000 bis in das Jahr 2003 hinein und einer parallel anhaltenden Niedrigzinsphase machten sich Asset Manager der Banken, Pensionskassen, Versicherungen, Stiftungen und Family Offices verstärkt auf die Suche nach alternativen Anlageklassen. Nach den Erfahrungen dieser drei „Baissejahre“ bemühen sich alle Institutionen um die Entwicklung neuer Anlagestrategien, die den Renditeverfall bremsen sollen. In logischer Folge gewannen Überlegungen zur strategischen Asset Allokation an Bedeutung, wobei Kriterien, wie die mit der Kapitalanlage verbundenen Ziele, Anlagehorizonte und Risikobereitschaft, berücksichtigt werden.

Portfolio-Diversifikation über Private Equity

Auch wenn auf die traditionellen Anlageformen weiterhin die höchsten Allokationen entfallen, soll das Spektrum der Investitionsmöglichkeiten im Rahmen der Asset Allokation erweitert und Spielraum für eine Diversifikation in alternative Anlagesegmente (*alternative investments*) geschaffen werden. In diesem Umfeld gewinnt Private Equity als eine bedeutende alternative Anlageklasse an Bedeutung. Dabei geht es nicht um eine zu einseitige Ausrichtung auf Private Equity – Private Equity dient ausschließlich, aber in verstärktem Maße, der Portfolio-Beimischung.

Doch nach wie vor ist zu hören, dieses Anlagesegment sei erklärungsbedürftig und anspruchsvoll. Ein erfolgreiches Engagement in dieser Anlageklasse setzt somit einen gewissen Erfahrungshintergrund voraus.

Renditepotenziale und Risikodiversifizierung stehen im Vordergrund

Wenn Investoren über den Schritt in die Anlageklasse Private Equity nachdenken, stehen zuerst die Renditeperspektiven und die Risikostruktur im Vordergrund. Viele Asset Manager in führenden Institutionen möchten sich aufgrund der Renditepotenziale und Risikodiversifizierung mehr in Private Equity engagieren – so manche sind allerdings noch durch fehlende Transparenz, Konzernrichtlinien oder Liquiditätsanforderungen in ihrem Anlageverhalten eingeschränkt.

Informationsdefizit

Die vorliegende empirische Studie soll dazu beitragen, das unter vielen potenziellen Investoren bestehende Informationsdefizit zu reduzieren.

Welche Zielsetzung verfolgen die Investoren mit ihren Engagements, wie wählen sie ihre Zielfonds unter der großen Zahl der am Markt beteiligten Fondsgesellschaften aus, welche Anforderungen stellen sie an die Fonds und wodurch zeichnet sich der Auswahlprozess aus? Welche Rendite streben die Investoren mit ihren Private Equity-Engagements an, in welchen Regionen, Branchen oder Finanzierungsphasen wird man sich zukünftig engagieren? Was macht Private Equity gegenüber festverzinslichen Anlagen so attraktiv? Besteht ein Trend zum Outsourcing

der Private Equity-Aktivitäten auf Fund of Funds-Spezialisten? Diesen und weiteren Fragen sind wir im Rahmen unserer Studie nachgegangen.

Der vorliegende Studienbericht stellt die Investorengruppen und deren Ziele vor, dokumentiert die Ergebnisse unserer empirischen Analysen, vermittelt Transparenz über die Branche und gibt einen Ausblick über die weitere Entwicklung des Private Equity-Marktes. Darüber hinaus vergleichen wir die aufgezeigten Entwicklungen mit den Ergebnissen unserer im Jahr 2002 veröffentlichten „Vorgängerstudie“ („Wissen, Risiko, Erfolg“).

Wir möchten uns an dieser Stelle ganz herzlich bei unseren europäischen Interviewpartnern bedanken, die einen wesentlichen Beitrag zum Gelingen dieser Studie geleistet und teilweise bereits zum zweiten Mal an unserer Studie teilgenommen haben.

Gleichzeitig danken wir unseren drei Sponsoren (*Adveq Management AG, ERGO Equity Partner AG, LGT Capital Partners*), die insbesondere durch ihre fachliche Unterstützung einen nochmaligen Qualitätssprung der Analyse bewirkt haben. Im gesamten Prozess von der Fragebogenerstellung über die Auswahl der Interviewpartner bis hin zur Plausibilität der empirischen Analyse und dem Endbericht standen sie uns als wertvolle Sparringspartner zur Verfügung, ohne auf die Ergebnisse Einfluss zu nehmen oder die Neutralität der Aussagen in Frage zu stellen.

Insgesamt konnten wir bei unserer aktuellen Befragung von knapp 200 europäischen Institutionen bereits ein deutlich höheres Bewusstsein für Private Equity feststellen. Auch organisatorisch scheinen viele Institutionen in den letzten zwei Jahren dazugelernt zu haben. Investoren werden sich verstärkt der Anlageklasse Private Equity zuwenden. Der Markt für Private Equity gewinnt unserer Einschätzung nach an Reife.

*Uwe Fleischhauer
Götz Hoyer
Detlef Mackewicz*

München, im März 2004

**Schaffung von
Transparenz**

**Großer Dank an
alle Interview-
partner und ...**

**... an die
Sponsoren**

**Befragung von
knapp 200 Insti-
tutionen in Europa**

**Markt gewinnt
an Reife**

2. Durchführung der Untersuchung

Fortführung unserer Studie aus dem Jahr 2002

Die vorliegende Studie lehnt sich stark an den Aufbau und die Systematik ihrer Vorgängerstudie aus dem Jahre 2002 an. Die überwiegend geschlossen formulierten Fragen gewährleisteten ebenfalls eine gute Vergleichbarkeit beider empirischer Analysen. Trotzdem wurde das vorliegende Studienexemplar als eigenständige Ausarbeitung mit hohem Neuigkeitswert gestaltet. Indem die Ergebnisse aus **fast 200 Interviews** ausgewertet und kommentiert werden und darüber hinaus die Entwicklungen der dynamisch verlaufenen letzten zwei Jahre Berücksichtigung finden, sind wir zuversichtlich, auch diesmal den Lesern nützliche und wertvolle Erkenntnisse vermitteln zu können.

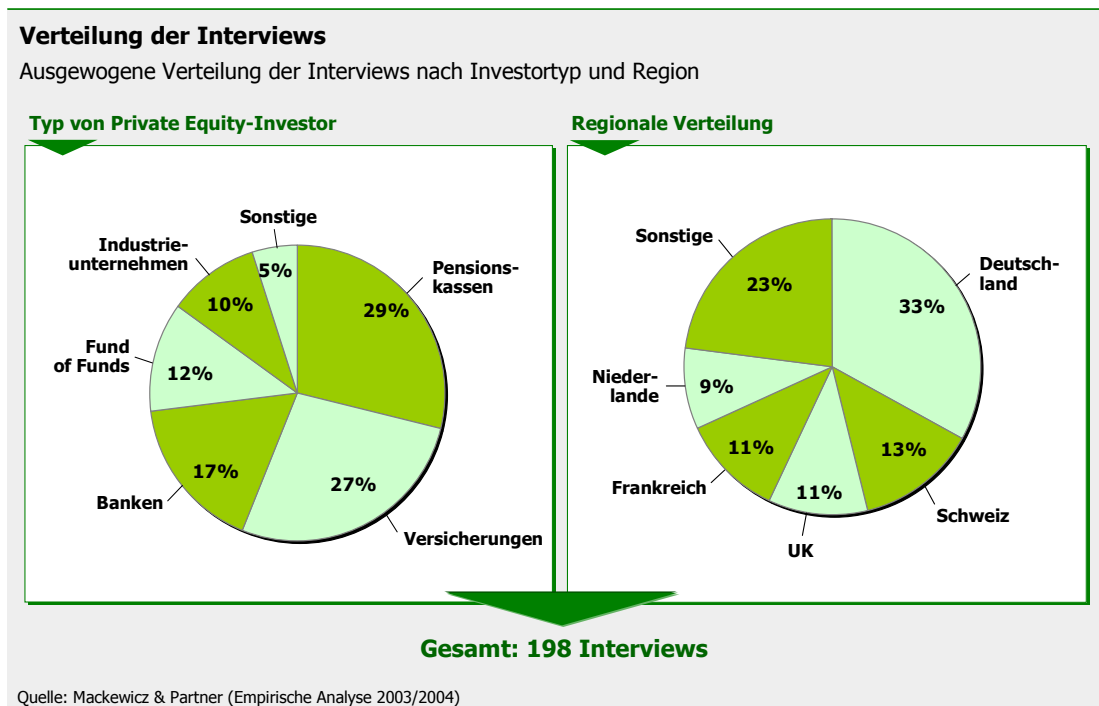
Empirische Analyse im Zeitraum Oktober bis Dezember 2003

Die Interviews wurden in der Zeit von **Oktober 2003 bis Dezember 2003** durchgeführt. Die große Mehrheit der Interviews erfolgte telefonisch. Ergänzend wurden zahlreiche Interviews persönlich durchgeführt, um über das Spektrum des Fragebogens hinausgehende Aspekte zu diskutieren und ergänzende Eindrücke über die Denkweise der institutionellen Investoren zu erhalten.

Kompetente Interview-Partner

Den Kern dieser Untersuchung bilden **198 Interviews** mit Institutionen, die entweder bereits in der Anlageklasse Private Equity investiert sind oder als Investoren für Private Equity-Fonds in Frage kommen. Als Ansprechpartner dienten uns in erster Linie die *Heads of Private Equity* der jeweiligen Institution.

Bei den insgesamt knapp 200 Interviews haben wir hinsichtlich Investortyp und Geografie auf eine ausgewogene Verteilung geachtet.



Bei den institutionellen Investoren decken die drei im Markt bedeutendsten Investorengruppen für Private Equity-Fonds in Europa – Banken,

Pensionseinrichtungen und Versicherungen – auch 80 Prozent der durchgeführten Interviews ab. Gleichzeitig repräsentieren Deutschland, Schweiz, UK, Frankreich und die Niederlande – die führenden Private Equity Nationen in Europa – mit drei Viertel aller Interviews auch den geografischen Kern unserer empirischen Untersuchung. Somit stellen wir ein äußerst repräsentatives Marktumfeld dar.

**Repräsentatives
Marktumfeld**

Mit der Einstiegsfrage in das Interview haben wir von Anfang an eine entsprechende Differenzierung aktiver und nicht aktiver Investoren vornehmen können:

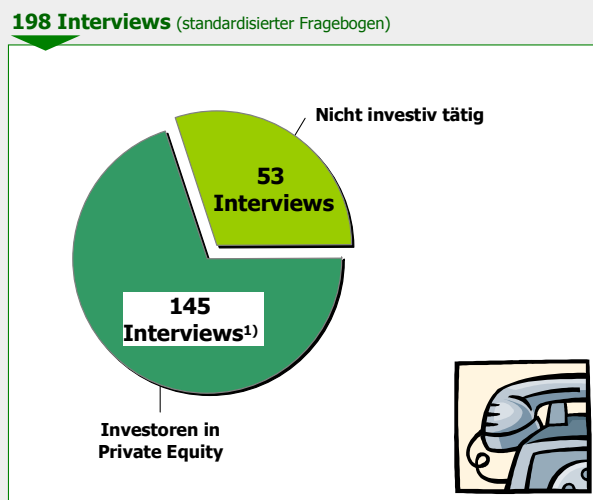
{ ? } SIND SIE IN DER ANLAGEKLASSE (ASSET CLASS) „PRIVATE EQUITY“ INVESTIERT?

Von den von uns befragten 198 Institutionen waren 75 Prozent (145 Institutionen) in der Anlageklasse Private Equity bereits investiert. Dieser hohe Anteil ist nicht zufällig zu Stande gekommen, sondern erklärt sich mit unserem Private Equity-spezifischen Adressbestand. Von den bis dato nicht investiv tätigen 25 Prozent planen immerhin knapp die Hälfte innerhalb der kommenden fünf Jahre in Private Equity zu investieren (s. Kapitel „Ausblick“), die andere Hälfte hegt keinerlei Absicht, sich in dieser Anlageklasse zu engagieren.

**Drei Viertel
der befragten
Institutionen bereits
in Private Equity
investiert**

Grundgesamtheit der empirischen Analyse

Von den insgesamt knapp 200 befragten Institutionen waren fast 75 Prozent bereits in Private Equity investiert



1) Basis für empirische Analyse
Quelle: Mackewicz & Partner (Empirische Analyse 2003/2004)

(c) Mackewicz & Partner

Auch wenn die Zahl der „Nicht-Private Equity-Interessierten“ sehr gering war, haben wir uns kurz mit deren Gründen befasst:

Eines der Hauptargumente „gegen Private Equity“ ist das mangelnde Verständnis für dieses Geschäft! Auffällig ist das divergierende Meinungsbild bei aktiven und nicht aktiven Investoren. Die nicht in Private Equity-Fonds involvierten Institutionen haben aufgrund fehlender In-

**Aufklärungsarbeit
erforderlich**

formationen eine höhere Risikowahrnehmung dieser Anlageklasse als die aktiven. Dazu kommen Unsicherheiten bei den (rechtlichen und steuerlichen) Rahmenbedingungen als auch das negative Marktbild, das sich in den Köpfen so mancher Asset Manager in den Jahren 2002 und 2003 festgesetzt hat. Insofern ist hier intensive und objektive Aufklärungsarbeit zu leisten, um potenziellen Investoren die Anlageklasse Private Equity nahe zu bringen.

Die bereits in Private Equity investierten Institutionen sehen dagegen mehrheitlich eher die Chance, ihre Allokationen in den Folgejahren aufzustocken. Diese **145 aktiven Investoren** dienen uns als Basis für die Status Quo-Aufnahme und die nachfolgenden empirischen Auswertungen.

3. Zusammenfassung

Der Ausblick für die Private Equity-Branche ist verheißungsvoll. Unsere Studie aus dem Jahr 2002 hatte bereits ein höheres Gewicht der Anlageklasse Private Equity vorausgesagt. Die Ergebnisse der aktuellen empirischen Analyse bestätigen diesen Trend, der sich jetzt zeitverzögert durchsetzen dürfte. Nach zweijähriger Durststrecke und zögerlicher Investitionshaltung auf dem europäischen Private Equity-Markt ist diese Anlageklasse wieder auf dem Vormarsch.

Stimmung hat sich gedreht

Wir konnten im Rahmen unserer Befragung von 198 institutionellen Investoren in Europa (davon 145 aktiv investiert) wegweisende Trends auf den Ebenen der

198 Befragte, davon 145 aktiv investiert

- Institutionellen Investoren und
- Private Equity-Fonds (Dach- und Einzelfonds)

identifizieren – Markttrends und Portfolio-Umschichtungen, die wir schon in unserer Studie 2002 beobachten konnten und die sich in den kommenden Jahren verstärkt fortsetzen werden.

Institutionelle Investoren

- Die von uns befragten institutionellen Investoren in Europa wollen ihren Private Equity-Anteil von heute durchschnittlich 1,1 Prozent auf 3,2 Prozent des gesamten Kapitalanlagevermögens (*total assets*) in fünf Jahren erhöhen
- Somit würden langfristig gut 130 Mrd. Euro zusätzliches Kapital (globale Betrachtung) in diese Anlageklasse fließen
- 130 Mrd. Euro, die Private Equity Fonds aufzunehmen und mit entsprechenden Renditeerwartungen bei aussichtsreichen Unternehmen zu platzieren haben
- Schwerpunktmäßig werden die zusätzlich freigewordenen Mittel für Private Equity aus den Kassen europäischer Pensionskassen und Versicherungen kommen
- Überdurchschnittlich ansteigende Allokationen erwarten wir vor allem von den institutionellen Investoren aus Großbritannien, den Niederlanden und Frankreich
- Das zu investierende Kapital soll vor allem in Europa bleiben und dem Buyout-Segment zu Gute kommen
- Auch Fund of Funds (Dachfonds) werden vom zusätzlich für Private Equity bestimmten Kapital profitieren
- Zu Lasten geht diese Entwicklung vor allem von Venture-Fonds
- Die künftigen Ertragsperspektiven von Private Equity werden von 90 Prozent aller Befragten weiterhin mit einem mehr als eindeutigen Votum als gut oder sehr gut eingestuft

Allokation von 1,1 auf 3,2 Prozent

Pensionskassen und Versicherungen

UK, NL, F

Europa Buyout

Gute Ertragsperspektiven

**Zielrendite
18,1 Prozent**

- Die Zielrendite der aktuell befragten Institutionen für künftige Engagements wird auf gut 18 Prozent beziffert
- Die tatsächlich erzielte Rendite lag mit 16,4 Prozent fast zwei Prozentpunkte über dem Marktdurchschnitt der letzten zehn Jahre (14,7 Prozent p.a. für Private Equity)
- Im Durchschnitt weisen die Investoren knapp acht Jahre Erfahrung als Private Equity-Investor auf – institutionelle Investoren aus UK verfügen mit Abstand über die größte Erfahrung in Europa
- Trotz signifikanter regionaler Unterschiede ist die europäische Private Equity-Industrie generell noch relativ jung
- In den letzten Jahren ist so manche Investitionsentscheidung eher „aus dem Bauch heraus“ getroffen worden – aktuell wird eine systematischere Vorgehensweise verfolgt

**Professionalisierung
und höhere
Anforderungen**

- Generell findet unter den institutionellen Investoren eine „Professionalisierung“ statt
- Die Anforderungen der institutionellen Investoren in Richtung Fonds-Management werden höher
- Vermeintliche Risiken dieser Anlageklasse können durch eine professionelle Vorgehensweise abgedeckt werden

**Strategic Asset
Allocation**

- Mehrheitlich arbeiten die Institutionen mit eigenen kleinen Teams und Ressourcen, um den strategischen Aufbau des Private Equity-Programmes (*strategic asset allocation*) kompetent zu begleiten
- Bei der Auswahl der Zielfonds verhalten sie sich aber weiterhin überwiegend „passiv“
- Die Management-Erfahrung und der Track Record sind aus Sicht der Investoren die wichtigsten Kriterien bei der Auswahl eines Zielfonds

Private Equity-Fonds (Dach- und Einzelfonds)

- Die Allokationen in Private Equity-Fonds sollen in den kommenden Jahren höher ausfallen
- Mehr verfügbares Kapital wird auf eine höhere Zahl an Ziel-Fonds verteilt
- Europäische Buyout-Fonds bleiben die Favoriten der institutionellen Investoren
- Fonds-Volumina in Europa werden in der Bandbreite von 50 Mio. Euro (Early Stage-Fonds) bis maximal 5 Mrd. Euro (Buyout) liegen
- Top Quartile-Fonds werden Zugangsberechtigungen vergeben können, andere Fonds müssen sich auf mühsame Fund Raising-Aktivitäten einstellen

**Zunehmende
Performance-
Unterschiede**

- Die Schere zwischen den „Klassenbesten“ und den „Nachzüglern“ wird weiter auseinander gehen
- Die Fonds mit nur unterdurchschnittlicher Performance werden ihre Fund Raising-Ziele nur begrenzt oder gar nicht umsetzen können

- Folglich erwarten wir weitere Konsolidierungserscheinungen unter den Fonds-Anbietern, insbesondere im europäischen Venture-Bereich
- Auch auf Dachfonds (Fund of Funds)-Ebene wird es weitere Zusammenschlüsse und Übernahmen geben
- Parallel werden Fund of Funds eine steigende Bedeutung als Investitionsvehikel für Institutionen haben, insbesondere für „Neueinsteiger“
- Private Equity-Fonds müssen sich zu „client service-Organisationen“ wandeln

Kundenorientierung

Vor dem Hintergrund der allgemeinen und auch konjunkturell bedingten Markterholung ist der hohe Anteil der Institutionen zu sehen, die ihre Private Equity-Allokation erhöhen wollen bzw. die in den kommenden zwei Jahren erstmalig in Private Equity investieren möchten. Zwei Drittel der befragten 145 aktiven Investoren wollen ihren Anteil erhöhen – knapp die Hälfte der bisher nicht investierten Institutionen (53) beabsichtigt, in naher Zukunft, mehrheitlich in den nächsten 24 Monaten, erstmals in die Anlageklasse Private Equity einzusteigen.

Hohe Zahl an „Neueinsteigern“

Marktausblick

- Für 2004 prognostizieren wir für Europa steigende Investitionsaktivitäten und Fund Raising-Volumina
- In den nächsten fünf Jahren wird die europäische Private Equity-Branche ein kontinuierliches Wachstum erleben
- Die Brutto-Investitionen in Europa werden bis 2008 mit jährlich etwa zehn Prozent wachsen und die Marke von 40 Mrd. Euro überspringen, so die Prognose der Befragten
- Auch Fund Raising-Volumina werden wieder ansteigen
- Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity wird stärker wahrgenommen
- Private Equity wird eine höhere Akzeptanz bei kapitalsuchenden Unternehmen erfahren
- Trotzdem wird es weiterhin nur sehr selektiv ausgereicht und sich nicht zu einem „Massenprodukt“ entwickeln
- Die Private Equity-Branche wird sich sowohl auf der Investoren- als auch auf Fondsebene weiter professionalisieren
- Der Nachholbedarf – nicht nur auf Seiten institutioneller Investoren – ist hoch

Höhere Akzeptanz

Selektives Produkt

Hoher Nachholbedarf

Private Equity wird unserer Einschätzung nach einen verstärkten Beitrag zur Risikodiversifizierung und Renditesteigerung in den Portfolios der institutionellen Investoren leisten – und zwar weitgehend unabhängig von der allgemeinen Situation an den Finanzmärkten.

Private Equity als fester Portfolio-Bestandteil