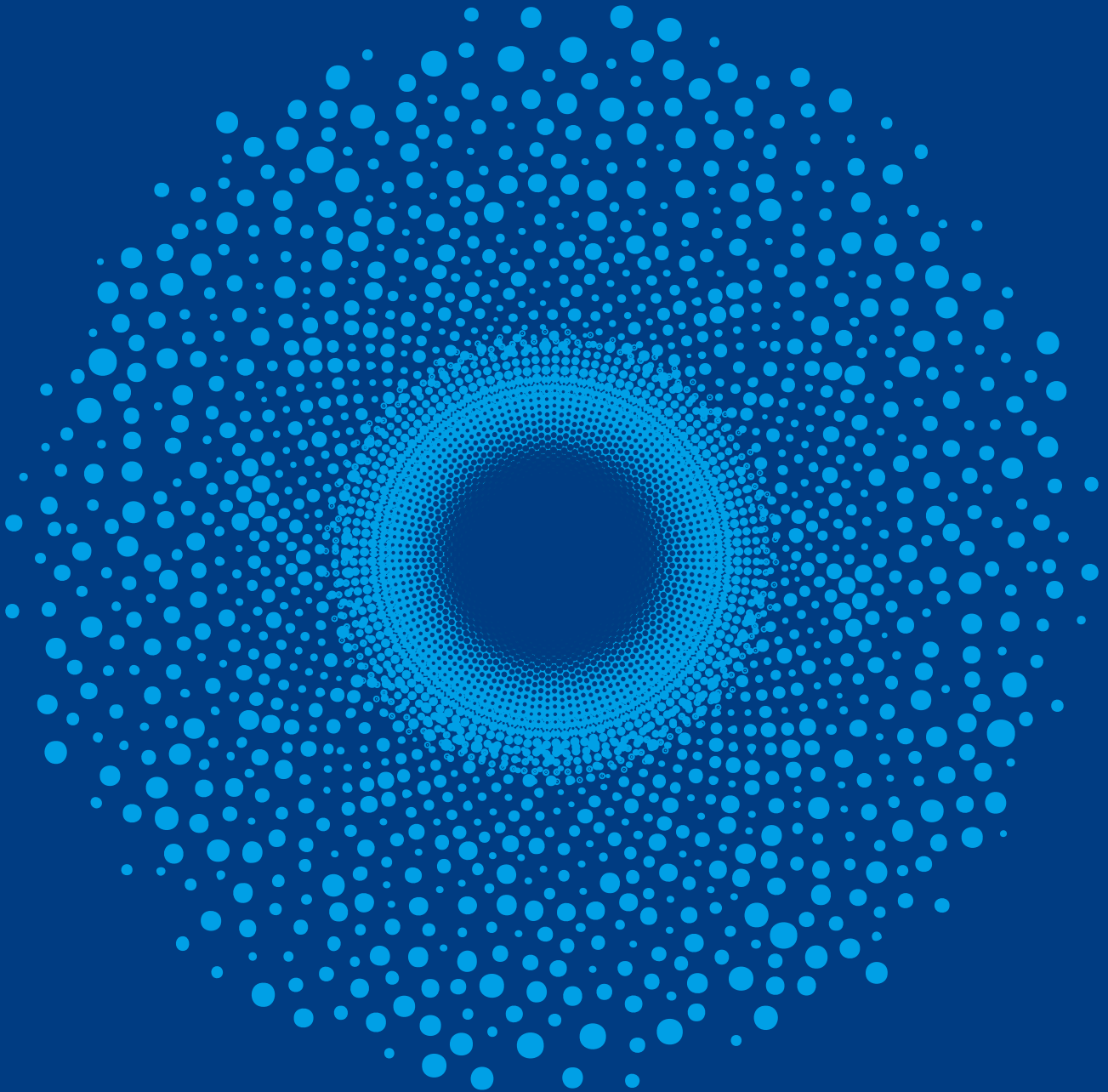


# GOLDING



---

## Quantifizierung des Diversifikations- effekts von Privatmarkt-Dachfonds

November 2022

---

# Quantifizierung des Diversifikationseffekts von Privatmarkt-Dachfonds

Portfoliorisiken treten im aktuellen von Inflations-, Konjunktur- und geopolitischen Ängsten geprägten Umfeld immer stärker in den Fokus. Vor diesem Hintergrund gewinnen Dachfondsstrukturen wegen ihres Diversifikationseffekts an Relevanz.

Dieses Papier widmet sich dem Risikoeffekt von Privatmarkt-Dachfonds, basierend auf einer Studie, die Golding im Juni 2022 durchgeführt hat. Denn während unmittelbar einleuchtet, dass Dachfonds zu einer stärkeren Diversifizierung beitragen und

damit das Portfoliorisiko senken können, ist dieser Effekt bislang wohl noch nie in diesem Umfang und mit dieser Genauigkeit quantifiziert worden. Die Schwierigkeit besteht in der privaten Natur der Investments und dem damit einhergehenden Mangel an öffentlich zugänglichen Marktdaten. Die Ergebnisse der Untersuchung sprechen eine überraschend deutliche Sprache und sollten auf Investmentpraxis und Regulierung Einfluss haben.

## Wichtigste Ergebnisse

- ➔ Dachfonds verringern die Volatilität von Quartalsrenditen um etwa 90 Prozent gegenüber Einzelinvestments.
- ➔ Der weit überwiegende Teil der Dachfonds erwirtschaftet langfristig eine positive Rendite, während sich ein erheblicher Teil der Einzelinvestments als Verlustgeschäft für die Investoren erweisen kann.



## Studiendesign

Die Studie ermittelt die Performance von Investments in Dachfonds im Vergleich zu Investments in Zielfonds beziehungsweise Einzelinvestments wie zum Beispiel direkte Unternehmensbeteiligungen. Beleuchtet werden sowohl die kurzfristige als auch die langfristige Performance über die gesamte Lebensdauer der Investments, genauer gesagt die Quartalsrendite beziehungsweise die Kapitalvervielfachung (TVPI, Total Value to Paid-In). Überdies werden die Transaktionen weiter differenziert nach den Segmenten Buyout, Infrastruktur (Equity) und Private Credit.

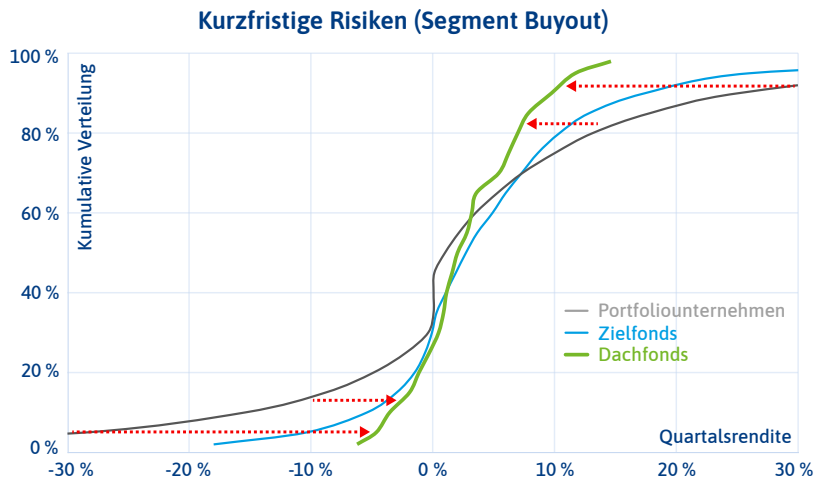
Wesentlich für die Studie war das Zusammentragen einer repräsentativen Datenbasis, da Informationen

zu Privatmarktinvestitionen – im Gegensatz zum liquiden Finanzmarkt – nicht öffentlich zugänglich sind. Als Basis dient eine von Golding zusammengetragene, proprietäre Datenbank mit Performancedaten von noch aktiven und bereits liquidierten Dachfonds, Zielfonds sowie Portfoliounternehmen (direkte Unternehmensbeteiligungen) der drei Privatmarktsegmente. Die Datenbank ist sehr granular und umfasst auf unterster Ebene rund 100.000 Quartalsdaten aus den Jahren 2001 bis 2021. Als Benchmark dient eine weitere Datenbank von Cambridge Associates mit historischen Daten auf Dachfonds- und Zielfonds-Ebene aus den Jahren 2000 bis 2021.

## Ergebnisse

Im Folgenden ist die Analyse der Daten für das Segment Buyout exemplarisch dargestellt. Bei der Wirkungsweise von Diversifikation lässt sich zwischen einer kurzfristigen und einer langfristigen Sicht unterscheiden.

### Analyse der Quartalsrendite-Verteilungen



Kumulative Verteilung der historischen Quartalsrenditen für verschiedene Investment-Level. Verglichen wird auf Ebene von Portfoliounternehmen (in Grau, 26.823 zugrunde liegende Datenpunkte), Zielfonds (in Blau, 2.897 zugrunde liegende Datenpunkte) sowie Dachfonds (in Grün, 236 zugrunde liegende Datenpunkte). **Der Diversifikationseffekt der Dachfonds- gegenüber der Portfoliounternehmens-Ebene ist illustrativ dargestellt (rote Pfeile).**

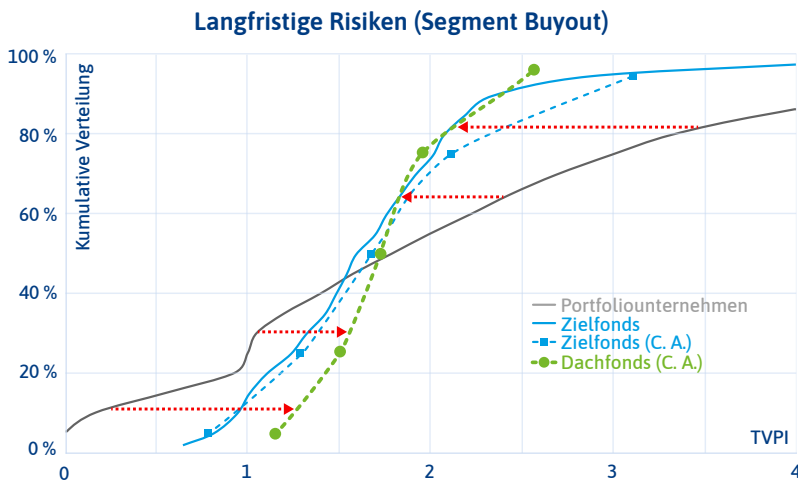
Risikokennzahlen Quartalsrenditen	Portfolio- unternehmen	Zielfonds	Dachfonds	rel. Veränderung
<b>Standardabweichung</b>	72 %	26 %	5 %	-93 %
<b>Quantile/Value at Risk</b>				
80 % Konfidenzniveau	-5 %	-2 %	-1 %	-76 %
85 % Konfidenzniveau	-9 %	-3 %	-2 %	-78 %
90 % Konfidenzniveau	-15 %	-5 %	-4 %	-77 %
95 % Konfidenzniveau	-28 %	-10 %	-5 %	-84 %
98 % Konfidenzniveau	-50 %	-18 %	-6 %	-88 %

Die Kurzfristanalyse zeigt, dass Dachfonds Verlustrisiken erheblich senken können. So verzeichneten Investoren mit 15 Prozent der Investitionen in Portfoliounternehmen eine negative Quartalsrendite von etwa -9 Prozent oder mehr. Bei Einzelfonds lag das Risiko noch bei -3 Prozent und bei Dachfonds nur noch bei -2 Prozent. Bei extremeren Szenarien zahlte sich ein Dachfonds-Investment noch stärker aus; mit etwa 2 Prozent Wahrscheinlichkeit beobachten Einzelinvestment-Investoren eine negative Quartalsrendite von -50 Prozent und mehr, bei einem Zielfonds war das Risiko immerhin noch bei

-18 Prozent. Bei einem Dachfonds lag das Risiko nur noch bei -6 Prozent, was einer Risikoreduktion um fast 90 Prozent entspricht.

Schließlich bleibt zu betonen, dass die kurzfristige Rendite von Privatmarkt-Investitionen zwar Einblicke in die laufende Wertentwicklung und –stabilität erlaubt, sich die Gewinne oder Verluste jedoch kaum kurzfristig realisieren, da Investoren und Asset-Manager – insbesondere bei geschlossenen Fonds – typischerweise langfristig planen (müssen).

## Analyse der Gesamtrendite-Verteilung



Kumulative Verteilung des historischen TVPI für verschiedene Investment-Level: Verglichen werden die Verteilungen auf Basis der Golding-Daten auf Portfoliounternehmens- bzw. Zielfonds-Ebene (durchgezogene graue und blaue Linie) mit Daten von Cambridge Associates (C.A.) auf Zielfonds- bzw. Dachfonds-Ebene (blaue und grüne Datenpunkte mit gestrichelter Linie). **Der Diversifikationseffekt der Dachfonds- gegenüber der Portfoliounternehmens-Ebene ist illustrativ dargestellt (rote Pfeile).**

Risikokennzahlen TVPI	Portfolio- unternehmen	Zielfonds	Dachfonds
<b>Standardabweichung</b>	5,46	0,76	0,50
<b>Quantile/Value at Risk</b>			
80 % Konfidenzniveau	1,00	1,23	1,50
85 % Konfidenzniveau	0,56	1,00	-
95 % Konfidenzniveau	0,01	0,80	1,15
98 % Konfidenzniveau	0,00	0,64	-

In der Langfristbetrachtung anhand des TVPI sind die beschriebenen Tendenzen noch ausgeprägter. Während ein Viertel aller Investitionen in Portfoliounternehmen aus der Datenbank höchstens das eingesetzte Kapital zurückgezahlt hat, lieferten Zielfonds-Investments mit gleicher Wahrscheinlichkeit bereits eine Kapitalvervielfachung mit einem Faktor von bis zu 1,23, bei Dachfonds bis zu 1,5. Für 5 Prozent der beobachteten Fälle erwiesen sich Investitionen in Portfoliounternehmen de facto als Totalverluste, Zielfonds-Investments erreichten einen Verlust mit einem TVPI von 0,8. Dachfonds hingegen erwirtschafteten in diesem Quantil immer noch eine positive Kapitalvervielfachung von bis zu 1,15. Ein Blick auf die Verteilungsfunktion der beobachteten Daten zeigt eindrucksvoll, dass die

Diversifikation von Dachfonds die Streuung von Gesamtrenditen stark unterdrückt und insbesondere das Verlustrisiko deutlich reduziert. Da die zugrunde liegenden Daten auch noch aktive Investitionen beinhalten, die ihre maximale Wertsteigerung erst noch vor sich haben können, ist zu erwarten, dass die tatsächliche Statistik sogar noch signifikanter ausfällt.

Die Auswertung der Daten zeichnet sowohl bei der kurz- als auch bei der langfristigen Betrachtung ein ähnliches Bild bei beiden verwendeten Datenbanken. Insbesondere Cambridge Associates verfügt über eine umfassende Statistik zu Buyout-Dachfonds und erlaubt so die Analyse der langfristigen Gesamtrenditen.

## Risikoreduktion der Assetklassen Infrastruktur und Private Credit

Bei den Segmenten Infrastruktur und Private Credit ergeben sich vergleichbare Verteilungen. Im Vergleich zu Buyout sind beide Segmente jedoch grundsätzlich risikoärmer, sodass der Effekt der Risikoreduktion weniger deutlich ausfällt. Als

vergleichsweise junge Anlageklasse fehlt es insbesondere hinsichtlich Infrastruktur-Dachfonds zwar an langfristiger Historie, bei den beobachteten Quartalsrenditen ergibt sich dennoch ein ähnliches Bild wie für das Segment Buyout.

Segment	Risikokennzahlen Quartalsrenditen	Portfolio- unternehmen	Zielfonds	Dachfonds	rel. Veränderung
Infrastruktur	<b>Standardabweichung</b>	57 %	9 %	3 %	-95 %
	<b>Quantile/Value at Risk</b>				
	95 % Konfidenzniveau	-8 %	-8 %	-3 %	-59 %
	98 % Konfidenzniveau	-21 %	-14 %	-6 %	-73 %
Private Credit	<b>Standardabweichung</b>	77 %	19 %	11 %	-85 %
	<b>Quantile/Value at Risk</b>				
	95 % Konfidenzniveau	-27 %	-7 %	-5 %	-83 %
	98 % Konfidenzniveau	-60 %	-17 %	-10 %	-83 %

## Implikationen

Das Ausmaß, in dem Dachfonds durch Diversifikation (u.a. hinsichtlich Branchen, Regionen, Währungen sowie Fondsmanager) das Portfoliorisiko senken, dürfte nicht wenige Marktteilnehmer überraschen. Im aktuellen Umfeld, das von großen Unsicherheiten in Bezug auf Konjunktur, Geldwertstabilität und geopolitische Entwicklungen geprägt ist, liefert die Studie Investoren starke Argumente für breit diversifizierte Privatmarktinvestments wie Dachfonds. Insbesondere risikoaversen Investoren, die sich wegen des teilweise ungünstigen Rendite-Risiko-Profiles auf den liquiden Märkten zunehmend den Privatmärkten zuwenden, können Dachfonds helfen, die mit Investments in Buyout, Private Credit oder Infrastruktur verbundenen Risiken einzugrenzen.

Die Studie soll außerdem Impulse für die Weiterentwicklung der Bankenregulierung geben. So sieht der vorliegende Vorschlag für die Eigenmittelanforderungen unter CRR III, der 2025 in Kraft treten soll,

eine Erhöhung der Risikogewichte vor. Insbesondere für Eigenkapital-Investitionen – wie typischerweise bei Buyout- oder Infrastruktur-Investments, aber auch gelisteten Aktien – sind die Steigerungen der Risikogewichte teils erheblich. Selbst für langfristig ausgelegte, nicht spekulative Strategien sollen die Institute künftig zwischen 67 Prozent und 150 Prozent mehr Eigenkapital je Investment hinterlegen. Völlig unberücksichtigt bleibt aber, dass Dachfonds über ihre signifikante Diversifikation maßgeblich zur Risikoreduktion beitragen, wie die vorliegende Studie belegt.

Der Ordnungsgeber konterkariert damit sein eigenes Ziel, die Risiken in den Bankbilanzen zu verringern. Denn CRR III könnte die Kreditinstitute incentivieren, auf tendenziell risikoreichere Zielfonds oder gar direkte Unternehmensbeteiligungen zu setzen.



## Christian Schnabel

Christian Schnabel ist seit 2008 bei Golding Capital Partners und verantwortet als Managing Director, Head of Product Finance assetklassenübergreifend die Fondsbuchhaltung, Performancemessung, Risikomessung und das Reporting. Zuvor war Christian Schnabel vier Jahre bei der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG im Bereich der Abschlussprüfung von Banken, Kapitalanlagegesellschaften und Investmentfonds tätig. Christian Schnabel hat den Studiengang Bank- und Finanzmanagement der Dualen Hochschule Baden-Württemberg Ravensburg mit Auszeichnung abgeschlossen und ist CFA Charterholder.



## Dr. Lorenz Huber

Dr. Lorenz Huber ist seit 2021 als Senior Associate bei Golding Capital Partners im Bereich Finance & Operations tätig. Seine Tätigkeitsschwerpunkte umfassen das aufsichtsrechtliche Berichtswesen für Versicherungen und Banken sowie Risikomodelle und Datenanalysen. Zuvor arbeitete Dr. Huber als Risikomanager bei der Allianz, als Spartenverantwortlicher für das Risikomanagement der privaten Krankenversicherung war er unter anderem zuständig für finanzmathematische Themen rund um Solvency II und die Weiterentwicklung des Risikomodells. Dr. Huber studierte theoretische Physik an der Ludwig-Maximilians-Universität München und promovierte dort im Bereich stochastische Prozesse und nicht lineare Dynamik.

### **Golding Capital Partners GmbH**

Einsteinstraße 172  
81677 München  
Deutschland

Telefon: +49 89 419 997-0  
Telefax: +49 89 419 997-500

[info@goldingcapital.com](mailto:info@goldingcapital.com)  
[www.goldingcapital.com](http://www.goldingcapital.com)

**München · London · Luxemburg · New York · Tokio · Zürich**