



Arbeitspapier

Prof. Dr. Stefan Jugel

Die Bedeutung von Private Equity-
Investitionen für institutionelle Anleger
– eine sekundärstatistische Analyse

August 2012

INHALTSVERZEICHNIS

1.	EINLEITUNG	3
2.	INVESTITIONEN IN PRIVATE EQUITY	5
2.1.	Bereits investierte, verpflichtete und geplante Gesamtanlagen	5
2.2.	Zugangsform der Private Equity Beteiligungen	6
2.3.	Regionale Verteilung der Private Equity Verpflichtungen	7
3.	ZIELSETZUNGEN VON PRIVATE EQUITY ENGAGEMENTS	8
3.1.	Gründe für Investitionen in Private Equity	8
3.2.	Renditeziele	8
4.	ZUSAMMENFASSUNG	9
5.	QUELLEN	11

1. EINLEITUNG

Erstmals 2003 wurde mit der Studie „Investitionen in Private Equity“¹ die Rolle nicht börsennotierter Beteiligungen in der deutschen Versicherungswirtschaft untersucht. Diese Studie wurde von der Fachhochschule Wiesbaden im Auftrag von Adveq in einer Vollerhebung der Branche durchgeführt und fand ihren Niederschlag in einer Reihe von Veröffentlichungen.² Anlass der damaligen Untersuchung war es festzustellen, in welchem Umfang die international stark gestiegene Popularität von Private Equity für institutionelle Investoren auch von der deutschen Versicherungswirtschaft in ihren Allokationsstrategien aufgegriffen wurde. Vor dem Hintergrund der Einführung der Anlageverordnung in Deutschland sowie sinkenden Renditen in klassischen Anlagemärkten war hier von einer Neuorientierung auszugehen.

Diese Studie wurde 2006 in Deutschland als Längsschnittuntersuchung wiederholt, um so Änderungen des Allokationsverhaltens der Versicherungsbranche im Zeitablauf verfolgen zu können.³ Weiterhin fanden nach diesem Studienansatz von Adveq Untersuchungen auf internationaler Ebene statt, deren Ergebnisse 2008 in einer vergleichenden Betrachtung mit den deutschen Ergebnissen aufbereitet wurden.⁴ Diese Datenlage ermöglichte es erstmals, das Allokationsverhalten der deutschen Versicherungsbranche im Zeitablauf und im internationalen Kontext zu sehen.

Vor dem Hintergrund erheblicher struktureller Veränderungen der Versicherungsbranche bietet sich heute eine Fortschreibung der Längsschnittuntersuchungen in Deutschland nicht mehr an, denn auf über 30 Prozent der Stichprobe (befragte Unternehmen bzw. Personen) kann nicht mehr zugegriffen werden, und damit ist eine Vergleichbarkeit zu den vorangegangenen Untersuchungen nicht mehr gegeben. Auch eine Aktualisierung des internationalen Vergleichs mit dem bisherigen Studienansatz ist nicht möglich, denn Adveq hat diese Form der Untersuchungen bis auf eine nicht veröffentlichte Studie 2009 in Südafrika aufgrund anderer Prioritätensetzungen nicht weiter verfolgt. Dennoch ist die Fragestellung, welche Bedeutung Private Equity-Investitionen für institutionelle Anleger spielen, gerade heute vor dem Hintergrund der erheblichen Turbulenzen der letzten Jahre an den Finanzmärkten von unvermindertem Interesse.

Ziel der vorliegenden Untersuchung ist es, den Kenntnisstand im Hinblick auf diese Fragestellung zu aktualisieren. Hierzu werden zunächst die Erkenntnisse der Untersuchung von Jugel aus 2008, die bis dato den breitesten empirischen Vergleich im Längsschnitt und auch international darstellt, in Form von Thesen zusammengefasst. Anhand dieser Grundstruktur wird dann die aktuelle Literatur gesichtet und dabei auch, soweit verfügbar, auf empirische Untersuchungen zurückgegriffen, die sich mit diesem Themengebiet in vergleichbarer Weise beschäftigt haben. Anhand dieses Vergleichs mit

¹ Adveq 2003

² Jugel et al. 2003a, Jugel et al. 2003b, Jugel et al. 2003c, Müller-Reichart et al. 2003a, Müller-Reichart et al. 2003b

³ Fachhochschule Wiesbaden/Adveq 2006

⁴ Jugel 2008

den in der Vergangenheit ermittelten Erkenntnissen wird nach Veränderungen oder Bestätigung bzw. Kreuzvalidierung gesucht. Die Untersuchung erhebt dabei jedoch in keiner Weise den Anspruch, eine vollständige Erfassung aller Studien in diesem Bereich zu erreichen. Auch ist einschränkend darauf hin zu weisen, dass die Vielfalt möglicher Untersuchungsansätze den Vergleich stark einschränkt. Deshalb sollen die Diskussion hier auf die kontroverse Diskussion der aufgestellten Thesen reduziert werden und hieraus Impulse sowohl für weitere empirische Arbeiten als auch für die Praxis der Allokation in Private Equity abgeleitet werden.

2. INVESTITIONEN IN PRIVATE EQUITY

Die Darstellung der Investitionen in Private Equity lässt sich anhand folgender Kriterien strukturieren:

- Bereits investierte, verpflichtete und geplante Gesamtanlagen
- Zugangsform der Private Equity Beteiligung
- Regionale Verteilung der Private Equity Verpflichtungen

2.1. Bereits investierte, verpflichtete und geplante Gesamtanlagen

*These 1:*⁵ International unterscheiden sich Länder wenig in ihren Allokationsstrategien. Private Equity hat sich bei knapp der Hälfte der institutionellen Anleger als Standardanlage etabliert. Festgestellt wurde auch, dass das Anlageverhalten als stabil bezeichnet werden kann und so gut wie keine Gesellschaft diese Anlageform aufgeben wollte. Im Vergleich zu den Unternehmen, die nicht in Private Equity investieren, zeichnen sich zudem die in Private Equity investierenden Unternehmen durch eine deutlich geringere Risikowahrnehmung bei dieser Anlageklasse aus. Das alles zeigte insgesamt eine hohe Zufriedenheit mit Private Equity Investments. Die Allokation in Private Equity liegt – von Sondersituationen abgesehen – im Bereich von 2-4 Prozent mit der über alle Länder vergleichbaren Tendenz, diesen Allokationsanteil leicht auszubauen.

Für den Untersuchungszeitraum vor der Finanzkrise zeigt sich breite Bestätigung. Vergleichbare Werte für die USA finden sich bei Ennis/Sebastian.⁶ Auch die nicht veröffentlichte Studie von Adveq bestätigt dieses Bild für Südafrika.⁷ Für Dänemark liefert Meisner Nielsen eine Bestätigung.⁸ Für Deutschland kommen Fleischhauer et al. zu ähnlichen Ergebnissen.⁹

Nach der Finanzkrise zeigt der Global Private Equity Barometer von Collier Capital eine wieder leicht steigende Tendenz institutioneller Investoren, in Private Equity zu investieren.¹⁰ Detailliertere Untersuchungen bezogen auf die Aspekte „Prozentanteil institutioneller Anleger, die in Private Equity investieren“ und „Höhe der Allokation“ wurden leider nicht gefunden. Da sich aber schon vor der Finanzkrise eine gewisse Stabilität im Investorenverhalten gezeigt hatte, dies auch im internationalen Vergleich ähnlich aussah und zudem Private Equity-Anlagen sehr langfristige Zeithorizonte haben (größer 10 Jahre), ist hier nicht von wesentlichen Veränderungen auszugehen.

⁵ Vgl. Jugel 2008, S. 4-6

⁶ Vgl. Ennis/Sebastian 2006, S. 86

⁷ Vgl. Adveq 2009

⁸ Vgl. Meisner Nielsen 2008, S. 196

⁹ Vgl. Fleischhauer et al. 2008

¹⁰ Vgl. Collier Capital 2011, S. 3

Eine Sonderrolle nehmen die Endowments von Business Schools (Educational Endowments) in den USA ein. Hier lässt sich schon in dem Untersuchungszeitraum eine deutlich höhere Allokation in Private Equity über alle in Frage kommenden Investoren in einer Größenordnung von durchschnittlich 10% feststellen.¹¹ Gründe für diesen höheren Anteil sind in dem regulatorischen Freiraum der Business Schools sowie in dem ausreichend langfristigen Zeithorizont dieser Investoren zu sehen, die auch längere Illiquiditätsperioden durchhalten können. Aktuelle Untersuchungen stellen für Educational Endowments und im Bereich der „high net worth individuals“ sogar eine weitere Erhöhung der Allokation fest.¹²

Somit kann gefolgert werden, dass das Anlagesegment Private Equity auch nach der Finanzkrise eine feste Größe in der Allokationsstrategie institutioneller Investoren darstellt und – entsprechende Investitionsmöglichkeiten und –freiräume vorausgesetzt – bei diesen sogar noch ausgebaut wird.

2.2. Zugangsform der Private Equity Beteiligungen

*These 2:*¹³ *Im internationalen Vergleich sind die Allokationsstrategien nach den Zugangsformen Direktbeteiligungen, Fondsbeteiligungen und Dachfondsbeteiligungen trotz einer gewissen Schwankungsbreite vergleichbar. Dachfondsbeteiligungen etablierten sich zur wichtigsten Zugangsform aus Gründen der Verwaltungsvereinfachung, der Risikostreuung sowie des Zugangs zu herausragenden Fonds. Fast ebenso wichtig ist im internationalen Vergleich aber auch die Fondsbeteiligung. Lediglich direkte Beteiligung erschienen bei institutionellen Anlegern als Auslaufmodell.*

Zum selben Ergebnis für Deutschland kommt eine Studie des Bundesverbands Alternative Investments.¹⁴ Auch die Adveq-Studie über Südafrika bestätigt dieses Bild.¹⁵ Ein etwas differenzierteres Bild zeigt Meisner Nielsen auf. Zwar wird die Bedeutung von Fonds- und von Dachfondsbeteiligungen für den Untersuchungszeitraum bestätigt.¹⁶ Aber in Australien, Canada, Dänemark und den Niederlanden werden Direktbeteiligungen als übliche und sogar nach der Finanzkrise an Bedeutung zunehmende Investitionsalternative gesehen.¹⁷ Hierfür werden zwei zusammenhängende Gründe vermutet: Erstens im wachsenden Bedarf an Investitionen in Infrastrukturprojekte und zweitens in zurückgehenden Möglichkeiten der öffentlichen Verwaltung, eben diesen Bereich zu unterstützen. Deswegen übernehmen institutionelle Investoren eben diese Unterstützungsfunktion.¹⁸

¹¹ Vgl. Lerner et al. 2008, S. 8-13

¹² Vgl. Cuning et al. 2011, S. 1; Nabuco 2012, S. 8

¹³ Vgl. Jugel 2008, S. 6-7

¹⁴ Vgl. BAI 2006, S. 14-15

¹⁵ Vgl. Adveq 2009

¹⁶ Vgl. Meisner Nielsen 2012, S. 41-54

¹⁷ Vgl. Meisner Nielsen 2012, S. 55

¹⁸ Vgl. Meisner Nielsen 2012, S. 55

Wenn auch dieser Begründung gefolgt werden kann, ist dennoch die Einschränkung zu machen, dass die Auswertung von Jugel 2008 auf Basis von Vollerhebungen in den Märkten erfolgte und zwar eine exponiertere Stellung von Australien, Skandinavien und den Niederlanden hinwies, aber nicht mit der von Meisner Nielsen aufgezeigten Bedeutung.¹⁹ Da die Stichprobe von Meisner Nielsen kleiner ist, kann eine Verzerrung der Ergebnisse deshalb nicht ausgeschlossen werden. Dennoch ist es die einzige Studie, die Zugangsformen der Private Equity-Beteiligungen auch nach der Finanzkrise untersucht, und die Begründung für an Bedeutung zunehmende Direktbeteiligungen ist durchaus plausibel.

2.3. Regionale Verteilung der Private Equity Verpflichtungen

These 3:²⁰ *Im internationalen Vergleich zeigten sich deutliche Unterschiede in der Verteilung der Private Equity Verpflichtungen, die aber plausible Ursachen hatten. Dennoch lässt sich als Trend folgende Aussage verdichten. Die Bereitschaft zu Verpflichtungen nimmt mit zunehmender Entfernung zum Heimatland ab. Präferiert wird die Heimatregion, wobei die Bedeutung des Heimatmarkts selbst schwindet. Die USA spielen traditionell eine wichtige Rolle als Zielregion. Asien, insbesondere China gewinnen an Bedeutung.*

Dieser Trend bestätigt sich über alle Untersuchungen für denselben Untersuchungszeitraum²¹ wie auch insbesondere in aktuellen Untersuchungen nach der Finanzkrise²². Von Bedeutung ist der ergänzende Hinweis neuerer Untersuchungen, dass die regionale Verteilung maßgeblich durch weitere Determinanten wie den Verfügungsrechten, der Qualität lokaler General Partner, der Managementqualität und den Managementfähigkeiten lokaler Unternehmer sowie dem zu erwartenden Deal Flow beeinflusst wird.²³ IPO Aktivitäten und die Größe des lokalen Marktes spielen hingegen eine untergeordnete Rolle.²⁴ Groh et al. führen dies weiter aus in Form eines „Global Venture Capital and Private Equity country Attractiveness Index“.²⁵ Vergleicht man die Entwicklung des inzwischen zum zweiten Mal veröffentlichten Index, so zeigt sich hier die steigende Attraktivität der asiatischen Region.²⁶

¹⁹ Vgl. Jugel, 2008, S. 7

²⁰ Vgl. Jugel 2008, S. 7-8

²¹ Vgl. BAI 2006, S. 16-17; Adveq 2009

²² Vgl. BCG 2011, S. 12-13; Coller Capital 2011, S. 10

²³ Vgl. Groh/Lichtenstein 2011, S. 176

²⁴ Vgl. Groh/Lichtenstein 2011, S. 176

²⁵ Groh et al. 2011 sowie Groh/Lichtenstein 2009/2010

²⁶ Groh et al. 2011, S. 22

3. ZIELSETZUNGEN VON PRIVATE EQUITY ENGAGEMENTS

Die Zielsetzungen von Private Equity Engagements wurden in folgenden Bereichen ermittelt:

- Gründe für Investitionen in Private Equity
- Renditeziele

3.1. Gründe für Investitionen in Private Equity

*These 4:*²⁷ Investitionen in Private Equity werden in erster Linie zur Verbesserung der relativen Rendite und zur Risikostreuung getätigt.

Diese Begründungen werden sowohl für den Untersuchungszeitraum²⁸ als auch insbesondere aktuell nach der Finanzkrise als generelle Ziele von Private Equity Investitionen bestätigt²⁹. Sie sind die über allem stehenden Argumente für eine Allokation in Private Equity.

Was aber hält gut die Hälfte der institutionellen Investoren davon ab, in Private Equity zu investieren? Auf diese Frage wird in nächsten Abschnitt im Zusammenhang mit dem Erreichen von Renditezielen eingegangen.

3.2. Renditeziele

*These 5:*³⁰ Von Investitionen in Private Equity wird eine Überrendite gegenüber Aktienanlagen (Nettorendite pro Jahr, d.h. Rendite nach Abzug der Fonds- bzw. Dachfondskosten) in Höhe von 3-5 Prozent erwartet.

Diller/Wulff zeigen in ihrer vergleichenden Betrachtung von 12 Studien auf, dass dieser Zielbereich auf breiter Basis so gesehen wird.³¹ Allerdings weisen einige Untersuchungen darauf hin, dass eine Überrendite nicht erreicht werden konnte. So kommt Pahlippou in einer vergleichenden Betrachtung verschiedener Untersuchungen zu dem Ergebnis, dass Renditeziele vom Durchschnitt der Branche nicht erreicht wurden und vermutet die Ursache in überhöhten Gebühren und Kosten.³² Besonders negative Ergebnisse berichtet Meisner Nielsen in seiner Untersuchung von dänischen Pensionsfonds, in der er die

²⁷ Vgl. Jugel 2008, S. 10-11

²⁸ Vgl. BAI 2006, S. 11; Fleischhauer et al. 2008; Adveq 2009

²⁹ Vgl. Cuning et al. 2011, S. 1

³⁰ Vgl. Jugel 2008, S. 11-12

³¹ Diller/Wulff, 2011, S. 9-11; Bestätigungen finden sich auch bei . BAI 2006, S. 10; Fleischhauer et al. 2008, S. 53; BCG 2011

³² Vgl. Pahlippou 2007, S. 17

Rendite 3,9 Prozent unter der von Public Equity sieht.³³ Ursachen werden in Überoptimismus und falsch wahrgenommenen Risiken gesehen.³⁴ Vor diesem Hintergrund ist wohl die Aussage der Boston Consulting Group Studie zu sehen, die aktuell gegenüber dem Peak 2007 eine leichte Abschwächung der Renditeziele in Richtung 3 Prozent bei gleichzeitiger Verbesserung von Kostenstruktur und Profitabilität sehen.³⁵

Eine Sonderentwicklung stellen hingegen die Educational Endowments dar. Hier wurden für den Untersuchungszeitraum Überrenditen von 8 Prozent über Public Indices erreicht.³⁶ Als wesentliche Gründe hierfür werden angeführt:³⁷

- höhere Kompetenz der Manager,
- größere Nähe zum bzw. größerer Einfluss auf den Deal Flow ("seat at the table"),
- gutes Timing.

Zusammenfassend wird dies von Lerner et al. auf die Aussage zugespitzt, dass Educational Endowments in der Lage sind, früher und besser Trends zu erkennen und weniger der Gefahr des Herdentriebs unterliegen.³⁸ Lerner weist aber darauf hin, dass hierbei viel unerklärt ist und nur wenige Elite Endowments dies erreicht haben. Manninen et al. differenzieren zudem, dass unter den genannten Einflussfaktoren der eigentliche Engpass der Zugang zu Top Quartile Funds ist.³⁹ Das bestätigt auch die Tatsache, dass diese Fonds in aller Regel überzeichnet sind, sich ihre Investoren aussuchen können und die Fondsgrößen bewusst klein halten.⁴⁰

Nach der Finanzkrise wurde für 2011 innerhalb der Endowments zwar keine Überrendite von Private Equity gegenüber anderen Anlagen festgestellt, dafür lag aber die durchschnittliche Endowmentrendite mit 19,2 Prozent ganz deutlich über den Public Indices.⁴¹

4. ZUSAMMENFASSUNG

„Private Equity ist eine rationale Anlage“, so formulierte es einmal Dr. Fritz Becker, Geschäftsführer der Harald Quandt Holding. Betrachtet man zusammenfassend die Ergebnisse der hier vorgenommenen vergleichenden Betrachtung, so hilft diese Aussage

³³ Vgl. Meisner Nielsen 2011, S. 32

³⁴ Vgl. Meisner Nielsen 2011, S. 33

³⁵ Vgl. BCG 2011, S. 11

³⁶ Vgl. Lerner et al. 2008, S.2

³⁷ Vgl. Lerner et al. 2008, S. 10-12; Manninen et al. 2010, S. 24

³⁸ Vgl. Lerner et al. 2008, S. 18

³⁹ Vgl. Manninen et al. 2010, S. 24

⁴⁰ Vgl. weiterführend Marquez 2011, S. 32-33

⁴¹ Vgl. Nabuco 2012, S. 3

bei der Interpretation. Private Equity ist weltweit als Beimischung in Portfolien institutioneller Anleger etabliert. Gründe liegen im Wesentlichen in der Renditeverbesserung und der Risikostreuung. Gründe, nicht in Private Equity zu investieren, liegen in mangelnder Erfahrung, hohen Kosten, im Verwaltungsaufwand oder in regulatorischen Einschränkungen⁴². Investoren, die frei von regulatorischen Einschränkungen sind, wie Educational Endowments oder wohlhabende Privatinvestoren, liegen im Allokationsanteil in Private Equity deutlich höher als andere institutionelle Investoren wie hauptsächlich Versicherungen oder Pensionskassen. Doch auch hier gibt es Unterschiede im Erreichten. Die Literatur differenziert deutlich zwischen dem Mainstream von Investoren, für die Private Equity nicht wirklich als „performance enhancer“ gesehen werden kann, und jenen, denen es sehr wohl gelingt, hier Spitzenrenditen zu erwirtschaften. Die Gründe lassen sich wie von Lerner formuliert als sehr rational ansehen: Kompetenz in der Anlageform, Zugang durch Netzwerk und früher Einstieg vor Mainstream-Entwicklungen sind im Wesentlichen der Schlüssel zum Erfolg. Der Engpass heute ist neben diesem Wissens- und Erfahrungsvorsprung nicht das notwendige Kapital, sondern die Verfügbarkeit geeigneter Investitionsobjekte. Naturgemäß ist diese Verfügbarkeit für langfristige und auf persönlicher Basis agierende Investoren wie wohlhabenden Privatpersonen oder Educational Endowments leichter als für Kapitalmarkteinflüssen unterliegende institutionelle Investoren. Stellen sich jene aber auf diese Rahmenbedingungen ein, bleibt Private Equity auch für sie ungeachtet der Finanzmarktkrise eine wertvolle alternative Anlageform.

⁴² Nach Solvency II werden in der Versicherungswirtschaft Private Equity Investitionen im Standardansatz mit 49% des Marktwertes mit Eigenmitteln zu unterlegen sein – mithin die höchste Risikoeinstufung einer Kapitalallokation.

5. QUELLEN

Adveq 2003: Adveq, Investitionen in Private Equity, Zürich 2003, http://www.competence-site.de/downloads/b8/c1/i_file_4974/Studie_Kurzv.pdf

Adveq 2009: Adveq, A study of South African institutional investors, Johannesburg 2009

BAI 2006: Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) (Hrsg.), Private Equity als alternative Anlageklasse für institutionelle Investoren, Köln 2006, http://www.google.de/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CFIQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.bvai.de%2Finfo-center%2Fpublikationen-des-bai.html%3FeyJID%3Ddam_frontend_push%26docID%3D176&ei=83XIT96XCizHswaOsN3NDg&usq=AFQjCNEcXVTFYChaFAQytaRpbLS6KqvoXg&sig2=vXIs88IE1UL5GCgdaMFUZA

BCG 2011: Boston Consulting Group, Build on success. Global Asset Management 2011, Boston 2011, <http://www.bcg.com/documents/file81068.pdf>

Coller Capital 2011: Coller Capital, Global Private Equity Barometer, Summer 2011, http://german.collercapital.com/uploaded/documents/News/2011/Summer_2011_Barometer.pdf

Cumming et al. 2011: Cumming, D./Haß, L.H./Schweizer, D., Strategic Asset Allocation and the Role of Alternative Investments, Toronto 2011, <http://efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/Toronto-2011/papers/Schweizer.pdf>

Diller/Wulff 2011: Diller, Ch./Wulff, M., The private equity performance puzzle – let there be light, in: Montana Capital Partners (Hrsg.), Performance Measurement and Benchmarking in Private Equity. Making sense of absolute and relative returns on investment, PEI London, 2011, S. 1-14

Ennis/Sebastian 2006: Ennis, R.M./Sebastian, M.D., Asset Allocation with Private Equity, in: The Journal of Private Equity, Summer 2005, S. 81-87

Fachhochschule Wiesbaden/Adveq 2006: Private Equity – die Rolle nicht börsennotierter Beteiligungen der deutschen institutionellen Investoren, Zürich 2006, www.jugel.biz/Deutschlandstudie%202006.pdf

Fleischhauer et al. 2008: Fleischhauer, U./Hoyer, G.A./Kaluzka, A.: Das Anlageverhalten institutioneller Investoren aus Deutschland in Venture Capital, München 2008, <http://www.fhpe.de/vc-panel/Das%20Anlageverhalten%20institutioneller%20Investoren%20aus%20Deutschland%20in%20Venture%20Capital.pdf>

Groh/Liechtenstein 2011: Groh, A.P./Liechtenstein, H., International allocation

determinants for insitutional investments in venture Capital and private equity limited partnerships, International Journal of Banking, Accounting and Finance, Volume 3, Number 2-3/2011, S. 176-206

Groh/Lichtenstein 2009/2010: Groh, A./Lichtenstein, H., The Global Venture Capital and Private Equity country Attractiveness Index, 2009/2010 annual, www.hkvca.com.hk/hkvcpea/files/mar10r01.pdf

Groh et al. 2011: Groh, A./Lichtenstein, H./Lieser, K., The Global Venture Capital and Private Equity country Attractiveness Index, 2011 annual, www.wall-street.ro/files/102434-82.pdf

Jugel 2008: Jugel, S.: Die Rolle nicht börsennotierter Beteiligungen der deutschen Versicherungswirtschaft, in: Jugel, S. (Hrsg.): Private Equity-Investments. Praxis des Beteiligungsmanagements, 2. Auflage, Wiesbaden 2008, S. 3-14

Jugel et al. 2003a: Jugel, S./Laib, P./Müller-Reichart, M.: Deutsche Versicherer erhöhen Private Equity-Anteil und setzen auf Dachfonds, Wiesbaden/Zürich 2003, <http://www.competence-site.de/banken.nsf>

Jugel et al. 2003b: Jugel, S./Laib, P./Müller-Reichart, M.: Deutsche Versicherer erhöhen Private Equity-Anteil und setzen auf Spezialisten, in: Finanzmagazin, Nr. 3/09, S. 12-13

Jugel et al. 2003c: Jugel, S./Laib, P./Müller-Reichart, M.: Investitionen in Private Equity: Die Rolle nicht börsennotierter Beteiligungen der deutschen Versicherungswirtschaft, in: VC-Magazin, Nr. 6, Juni 2003, S. 38-39

Lerner et al. 2008: Lerner, J./Schoar, A./Wang, J., Secrets of the Academy: The Drivers of University Endowment Success, Working Paper 2008, <http://www.cannonfinancial.com/dlee/secrets.pdf>

Manninen et al. 2010: Manninen, O./Jääskeläinen, M./Maula, M., Access versus Selection: What Drives Limited Partners' Private Equity Returns?, Aalto University, Finland 2010, <http://efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/Toronto-2011/papers/Manninen.pdf>

Marquez et al. 2011: Marquez, R./Nanda, V./Yavuz, D., Private Equity Fund Returns and Performance Persistence, 2011, http://gsf.aalto.fi/seminar_papers/signal-jamming-11-9-2011.pdf

Meisner Nielsen 2008: Meisner Nielsen, K., Institutional Investors and Private Equity, in: Review of Finance, 12, 2008, S. 185-219, http://www.meisnernielsen.com/IPE_RoF.pdf

Meisner Nielsen 2011: Meisner Nielsen, K., The Return to Pension Funds' Private Equity Investments: New Evidence on the Private Equity Premium Puzzle, in: European Financial Management 17 (3), S. 436-463, May 2011, hier zitiert nach: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1095289

Meisner Nielsen 2012: Meisner Nielsen, K., Direct Investments in Private Firms by

Institutional Investors: Issues and Evidence, in: Cumming, D., The Oxford Handbook of Private Equity, Oxford 2012, S. 37-56

Müller-Reichart et al. 2003a: Müller-Reichart, M./Jugel, S./Laib, P.: Private Equity, in: AssCompact 06/2003, S.46-47

Müller-Reichart et al. 2003b: Müller-Reichart, M./Jugel, S./Laib, P.: Private Equity ist noch wenig beliebt. Aber ein Schweizer Dachfondsanbieter bescheinigt der Anlage Zukunftspotenzial, in: Versicherungswirtschaft, 58. Jahrgang, 1. Juni 2003, S. 841-844

Nabuco 2012: National Association of College and University Business Officers, Press release on the 3011 Endowment Study Results, Jan. 31, 2012, http://www.nacubo.org/Documents/research/2011_NCSE_Press_Release_Final_Embargo_1_31_12.pdf

Phalippou 2007: Phalippou, L., Investing in Private Equity Funds: A Survey, Working Paper, Oxford 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=980243