

Research Alert

11.02.2013

Alternative Investments

Private Equity
Von Stiftungen
lernen: Mit Private
Equity zu höheren
Renditen

- Stiftungen erzielen hohe Renditen, was teilweise ihren hohen Allokationen in Private Equity zuzuschreiben ist.
- Die Vermögensbasis, der Ausgabenbedarf und der Zeithorizont sind wichtige Determinanten für die Private-Equity-Allokation.
- Das Stiftungsmodell eignet sich unter Umständen für gewisse Privatanleger. Eine höhere Allokation in Private Equity könnte sich günstig auf die Renditen auswirken.

Marina Stoop

marina.stoop@credit-suisse.com, +41 44 334 60 47

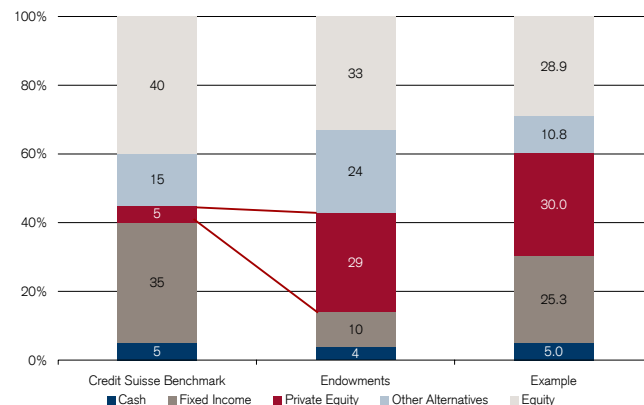
Stiftungsfonds sind für ihre hohen Allokationen in Private Equity und ihre hohen erzielten Renditen bekannt. Im Folgenden analysieren wir das Stiftungsmodell und seine Allokation in privates Beteiligungskapital eingehender. Wir haben untersucht, ob sich das Stiftungsmodell möglicherweise für Privatanleger eignet, und sind zum Schluss gekommen, dass eine Erhöhung der Allokation in Private Equity auf bis zu 35% für Anleger, die ähnliche Merkmale wie Stiftungen aufweisen, sinnvoll sein könnte.

Benchmark Allocation der Credit Suisse

Zurzeit empfiehlt die Credit Suisse für sämtliche Mandatstypen eine Private-Equity-Allokation von 5% (ausser für Fixed Income, wo sie 0% beträgt). Abbildung 1 illustriert die empfohlene Zusammensetzung gemäss «ausgewogener» Benchmark Allocation der Credit Suisse. Trotz günstiger Risiko-Ertrags-Eigenschaften ist die Allokation in Private Equity eher klein. Dem ist vor allem so, weil Private-Equity-Anlagen mittels traditioneller Fondsstrukturen ziemlich illiquid sind und das Kapital (bzw. Teile davon) während bis zu zehn Jahren gebunden sein kann. Die empfohlene Allokation von 5% scheint daher für die grosse Mehrheit der Privatanleger angemessen. Unsere folgenden Betrachtungen richten sich indes schwergewichtig auf Anleger mit deutlich höherer Vermögensbasis. Für derartige Anleger ist eine Allokation von lediglich 5% möglicherweise nicht optimal.

Abbildung 1: Portfolio-Allokationen

Allokation des ausgewogenen Benchmark-Portfolios der Credit Suisse, des durchschnittlichen Stiftungsportfolios und unseres Beispielportfolios.



Quelle: NACUBO, Credit Suisse

Wichtige Offenlegungen finden Sie im angehängten Disclaimer. Credit Suisse steht im geschäftlichen Kontakt mit Unternehmen, die in diesen Research-Berichten behandelt werden oder strebt nach geschäftlichen Beziehungen mit diesen. Anleger sollten sich daher bewusst sein, dass das Unternehmen möglicherweise in einem Interessenskonflikt steht, der sich auf die Objektivität dieses Berichts auswirken könnte. Anleger sollten bei ihrer Investmententscheidung diesen Bericht daher nur als einen von mehreren Faktoren betrachten. Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse: <https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Das Stiftungsmodell

Laut der NACUBO Commonfund Study of Endowments von 2012 investieren Stiftungen durchschnittlich 29% ihrer verwalteten Gesamtvermögen in Private-Equity-ähnliche Anlagen. Weitere 24% werden in andere Arten alternativer Anlagen investiert (Gesamtallokation von 53% in alternative Anlagen). Vom verbleibenden Vermögen werden 43% in traditionelle Anlagekategorien (Anleihen und Aktien) sowie 4% in Geldmarktinstrumente und andere kurzfristige Wertschriften investiert (vgl. Abb. 1, sämtliche Zahlen beziehen sich auf 2011). Aus Tabelle 1 am Schluss dieses Berichts ist ersichtlich, dass mit zunehmendem Umfang der Vermögensbasis einer Stiftung auch der Anteil Private-Equity-ähnlicher Anlagen steigt. Grosse Stiftungen mit einem Marktwert von über USD 1 Mrd. investieren rund ein Drittel ihrer Vermögensbasis in Private-Equity-ähnliche Engagements.

Was zählt ist die Performance

Die Hauptargumente zugunsten von Private Equity sind die höheren Renditen und die relativ geringe Korrelation mit traditionellen Anlagekategorien. Nachstehend werfen wir einen Blick auf verschiedene Portfoliozusammensetzungen und darauf, welche Wertentwicklung diese in den letzten Jahren erbracht hätten.

Portfolio 1: Benchmark

Abbildung 1 zeigt die Zusammensetzung der analysierten Portfolios. Unser erstes Portfolio ist die «ausgewogene» Benchmark Allocation der Credit Suisse.

Portfolio 2: Stiftungen

Unser zweites Portfolio basiert auf den vorstehend beschriebenen Durchschnittsallokationen von Stiftungen. Zu einem gegebenen Zeitpunkt sind typischerweise nur rund 50%–75% der Private-Equity-Allokation tatsächlich investiert. Wir gingen daher davon aus, dass von einer Private-Equity-Allokation von 29% rund 15% in hoch liquiden Wertschriften mit ähnlichen Renditen wie Geldmarktinvestments investiert sein würden. In der Realität ist es wahrscheinlicher, dass Stiftungen Private-Equity-Anteile überzeichnet haben, womit das Management der Liquidität und dieser Überzeichnungen für die Verwaltung eines Private-Equity-Portfolios zu einem wichtigen Aspekt wird. Allerdings könnten mit einer Überzeichnungsstrategie noch höhere Renditen erzielt werden.

Portfolio 3: Privatanleger

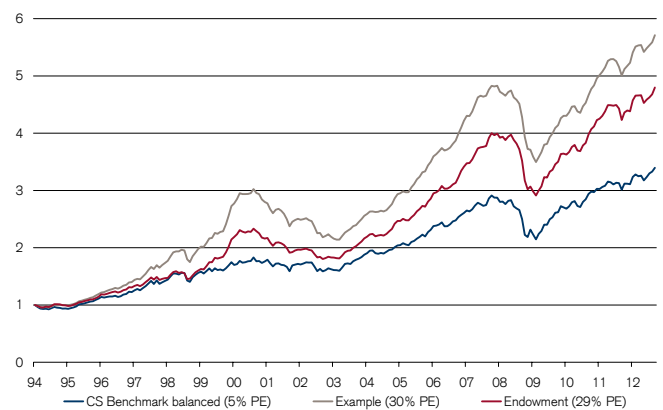
Wir zeigen anhand eines Beispiels, welchen substanziellen Unterschied die Erhöhung der Private-Equity-Allokation in einem Anlegerportfolio machen kann. Nehmen wir an, dass eine Anlegerin ein Nettovermögen von USD 250 Mio. hat, von welchem USD 50 Mio. für Investments verfügbar sind. Ihre Cashflow-Bedürfnisse belaufen sich auf USD 2.5 Mio. pro Jahr bzw. auf 5% ihrer investierbaren Vermögensbasis. Dies entspricht grosso modo der durchschnittlichen Ausgabenquote von Stiftungen von 4.7% pro Jahr. Damit stünden noch USD 47.5 Mio. für Anlagen zur Verfügung. Für diesen Teil des Vermögens kann ein längerfristiger Horizont ins Auge gefasst werden. Gehen wir weiter davon aus, dass die Anlegerin bereit ist, USD 15 Mio. während bis zu zehn Jahren zu binden. Damit wäre es möglich, 30% ihres investierbaren Gesamtvermögens in Private Equity anzulegen. Die verbleibenden 65% werden in unserem Beispiel gemäss der Benchmark Allocation der Credit Suisse für ausgewogene Portfolios angelegt. Unter dem Strich ergibt sich eine Allokation von 5% in Cash, 28.9% in Aktien, 25.3% in Anleihen und 10.8% in andere alternative Anlagen.

Ergebnis

Aus Abbildung 2 ist ersichtlich, dass unser Beispiel mit 30% in Private Equity eine substanzielle Outperformance gegenüber der ausgewogenen Benchmark Allocation (und sogar gegenüber der Allokation der Stiftung) erbracht hätte.

Abbildung 2: Performance verschiedener Beispielportfolios

Simulierte Performance verschiedener Portfolios: Eine Erhöhung der Private-Equity-Allokation wirkt sich bemerkenswert positiv aus.



Quelle: NACUBO, Credit Suisse / IDC

Erklärung der Performance-Unterschiede

Weshalb sind die Renditen unseres Beispiels substanziell höher als jene des Stiftungsportfolios, obwohl die Private-Equity-Allokationen fast gleich hoch sind? Erstens und wahrscheinlich ausschlaggebend: Das Stiftungsportfolio weist einen höheren Anteil an alternativen Anlagen auf, die sich im ersten Jahrzehnt des betrachteten Anlagezeitraums wenig ansprechend entwickelten. Daher begannen die Stiftungen erst in der zweiten Hälfte des Investmentzeitraums eine gute Performance zu zeigen. Zweitens ist das Portfolio des Privatanlegers (d.h. unser Beispiel) stark in Anleihen engagiert, die sich im vergangenen Jahrzehnt besonders erfreulich entwickelten. Drittens unterscheiden sich zudem sowohl die Gewichtungen als auch die Zusammensetzungen der Aktienengagements.

Die tatsächlichen Renditen der Stiftungen waren etwas tiefer, im Vergleich zu jenen von Aktien aber immer noch ansprechend. Gemäss der National Association of College and University Business Officers (NACUBO) wiesen die Stiftungen in den zehn Jahren von 2001 bis 2011 eine durchschnittliche Jahreswachstumsrate (CAGR) von 5.2% aus. Dieser Wert liegt deutlich über jenem des MSCI Index (CAGR +2.1%) oder des S&P 500 Index (CAGR +0.76%). In diesem Kontext weisen wir darauf hin, dass wir für den gesamten Beobachtungszeitraum von konstanten Gewichtungen ausgegangen sind. In der Realität haben sich diese Gewichtungen indes mit der Zeit deutlich verschoben. In den 1990er-Jahren war die Allokation in alternative Anlagen beispielsweise deutlich tiefer. So haben etwa Yale (USD 19.37 Mrd. an verwaltetem Vermögen [AuM]) und Princeton (USD 17.1 Mrd. an AuM), zwei der grössten und renommiertesten Stiftungsfonds, ihre Private-Equity-Allokationen mit der Zeit dramatisch erhöht. 1990 betrug diese Allokation rund 10%, stieg aber bis 2011 auf fast 35% (Yale ICF Working Paper No. 06–14). Dies erklärt einen Grossteil des Performance-Unterschieds.

Und wie steht es um die Liquidität?

Private-Equity-Anlagen sind ihrer Natur nach illiquid. Das Kapital ist üblicherweise während rund zehn Jahren gebunden und davon während rund fünf Jahren investiert. Dafür werden geduldige Anleger mit einem Illiquiditätsaufschlag entschädigt. Für Investoren, die es sich leisten können, ihr Kapital längerfristig zu binden, kann Illiquidität somit ein Vorteil sein.

Eignet sich das Stiftungsmodell für mich?

In unseren Augen entscheiden drei Hauptfaktoren darüber, ob sich das Stiftungsmodell für einen Anleger eignet:

- Hohe Vermögensbasis (in der Regel deutlich über USD 10 Mio.);
- Niedriger Liquiditäts- bzw. Ausgabenbedarf: Ausgabenbedürfnisse, die höhere Allokationen in Private Equity ermöglichen;
- Langer Anlagehorizont: Für Investoren, die einen längerfristigen Anlagehorizont von bis zu zehn Jahren ins Auge fassen können.

Weitere zu berücksichtigende Punkte sind die Präferenzen des Anlegers, seine Ansprüche und seine Erfahrung sowie für spezifische Anleger geltende Regulierungsvorschriften.

Zu berücksichtigende Risiken

Neben den Vorteilen, die Private Equity bieten kann, sollten Anleger einige weitere Punkte berücksichtigen. Ob diese Punkte als Nachteil wahrgenommen werden, hängt teilweise vom Anleger und seinen Bedürfnissen ab.

■ Illiquidität der Anlage (siehe oben).

■ Liquiditätsmanagement: Hierzu gehören die Berücksichtigung und das Management von (Über-) Zeichnungen. Üblicherweise sind zwischen 50% und 75% des Kapitals effektiv investiert, während der Rest darauf wartet, abgerufen zu werden. Je höher die Private-Equity-Allokation, desto wichtiger wird das Management der Kapitalzeichnungen.

■ Gebühren: Private-Equity-Anlagen sind mit hohen Kosten verbunden. Neben den für Fonds üblichen Gebühren von bis zu 2% für die Verwaltung und von bis zu 20% der Performance können weitere Gebührenstufen fällig werden, z.B. wenn Produkte wie Dachfonds gewählt werden. Als Faustregel gilt, dass die relative Höhe der Gebühren mit zunehmendem investierbarem Vermögen in Private Equity sinkt.

■ Die Wahl des Managers macht einen grossen Unterschied. Zugang zu Spitzenmanagern ist daher unerlässlich.

Private-Equity-Allokation von bis zu 35% kann sinnvoll sein

Die Ergebnisse von Stiftungsfonds legen den Schluss nahe, dass eine höhere Allokation in Private Equity für Anleger mit stiftungsähnlichen Eigenschaften sinnvoll ist. Wir raten indes davon ab, das Stiftungsmodell einfach blind zu kopieren, glauben aber, dass eine Allokation von deutlich über 5% in gewissen Fällen vorteilhaft sein kann. Anlegern mit geeigneter Vermögensbasis raten wir deshalb dazu, ihre aktuelle Allokation in diese Anlagekategorie zu überprüfen und sich abhängig von den vorstehend beschriebenen Faktoren zu fragen, ob eine Erhöhung derselben auf bis zu 35% sinnvoll sein könnte. (11.02.2013)

Tabelle 1: Asset Allocation (in %) nordamerikanischer Stiftungsfonds, 2011*

| Stiftungsumfang (in USD) | > 1 Mrd. | 501 Mio. bis 1 Mrd. | 101 Mio. bis 500 Mio. | 51 Mio. bis 100 Mio. | 25 Mio. bis 50 Mio. | < 25 Mio. | Alle Stiftungen (Durchschnitt) |
|--|----------|---------------------|-----------------------|----------------------|---------------------|-----------|--------------------------------|
| Inländische Aktien | 12 | 18 | 27 | 32 | 47 | 41 | 16 |
| Internationale Aktien | 16 | 19 | 18 | 18 | 17 | 14 | 17 |
| Anleihen | 9 | 11 | 15 | 20 | 22 | 25 | 10 |
| Alternative Strategien | 60 | 46 | 35 | 23 | 18 | 10 | 53 |
| => davon Private-Equity-ähnliche Anlagen** | 35 | 22 | 14 | 9 | 6 | 3 | 29 |
| Kurzfristige Wertpapiere/Cash | 3 | 6 | 5 | 7 | 6 | 10 | 4 |

* Die NACUBO-Studie berücksichtigt 839 nordamerikanische Stiftungsfonds mit einer Marktwertspanne von USD 574'000 bis USD 31.7 Mrd. Der Median-Marktwert der Stiftungen lag per Ende 2011 bei USD 93.4 Mio. (Durchschnittsgrösse: USD 498 Mio.). Alle Gewichtungen in % der Gesamtallokationen.

** Die Summe der Private-Equity-Anlagen berücksichtigt Leveraged-Buyouts, Mezzanin-Tranchen, Venture Capital, Private-Equity-Immobilienanlagen, 50% der Investments in Energie und natürliche Ressourcen (weil diese auch andere Investments wie Managed Futures umfassen) und Distressed Debt.

Quelle: NACUBO, Credit Suisse

Risikohinweise

Anleger sollten bei ihrer Investmententscheidung diesen Bericht nur als einen von mehreren Faktoren betrachten. Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse:

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Die Credit Suisse hat gegebenenfalls nicht nachgeprüft, ob die hierin beschriebenen Wertpapiere für alle Anleger geeignet sind. Die Credit Suisse wird die Empfänger dieses Berichts nicht automatisch als Kunden erachten oder als solche behandeln. Die in diesem Bericht genannten oder beschriebenen Anlagen oder Leistungen sind gegebenenfalls nicht für Sie geeignet, und wir empfehlen Ihnen, einen unabhängigen Anlageberater zu konsultieren, falls Sie im Hinblick auf die betreffenden Anlagen oder Leistungen Zweifel hegen. Der Bericht stellt keine Beratung in rechtlichen Fragen oder in Fragen der Rechnungslegung oder Besteuerung dar. Er enthält keine persönliche Empfehlung und soll in keiner Weise andeuten, dass bestimmte Anlagen oder Strategien für Sie geeignet oder im Rahmen Ihrer individuellen Situation für Sie angemessen sind.

Kurs, Wert und Ertrag der in diesem Bericht beschriebenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente können sowohl steigen als auch fallen. Der Wert von Wertpapieren und Finanzinstrumenten unterliegt Wechselkursschwankungen, die sich sowohl vorteilhaft als auch nachteilig auf den Kurs bzw. den Ertrag der betreffenden Papiere oder Instrumente auswirken können. Dieses Risiko ist insbesondere von Belang für Anleger in Wertpapiere wie

beispielsweise ADRs, deren Wert durch schwankende Wechselkurse beeinflusst wird. Bei strukturierten Wertpapieren handelt es sich um komplexe Anlageinstrumente, die typischerweise ein erhöhtes Risiko aufweisen. Diese Produkte richten sich ausschliesslich an erfahrene und informierte Anleger, die alle mit der entsprechenden Anlage verbundenen Risiken verstehen und akzeptieren. Der Marktwert von strukturierten Wertpapieren wird durch wirtschaftliche, finanzielle und politische Faktoren beeinflusst (einschliesslich unter anderem Spot- und Forward-Zinsen sowie Wechselkurse), ebenso durch Faktoren wie Laufzeit, Marktkonditionen, Volatilität oder Bonität des Emittenten bzw. von Referenzemittenten. Anleger, die den Erwerb strukturierter Produkte erwägen, sollten das betreffende Produkt eigenständig prüfen und analysieren und ihre eigenen Berater zu den mit dem geplanten Erwerb verbundenen Risiken konsultieren.

Einige der in diesem Bericht behandelten Produkte weisen ein erhöhtes Mass an Volatilität auf. Anlagen mit erhöhter Volatilität können starken Wertschwankungen unterliegen, die zu Verlusten bei einer Realisierung der betreffenden Anlage führen können. Derartige Verluste können dem Wert der ursprünglichen Anlage entsprechen. Bei bestimmten Investments können die erlittenen Verluste den Wert der ursprünglichen Anlage sogar übersteigen. In einem solchen Fall müssen Sie die erlittenen Verluste durch zusätzliche Zahlungen decken. Die Rendite auf ein Investment kann fluktuieren, und gegebenenfalls wird ein Teil des für die ursprüngliche Anlage gezahlten Betrags für die Zahlung der Rendite verwendet. Bestimmte Investments können gegebenenfalls nicht ohne weiteres realisiert werden, und der Verkauf bzw. die Realisierung der betreffenden Instrumente kann sich als schwierig erweisen.

Offenlegungen

Bestätigung

Alle in diesem Bericht aufgeführten Analysten bestätigen hiermit, dass die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über Unternehmen und deren Wertschriften mit ihren persönlichen Ansichten über sämtliche hier analysierten Unternehmen und Wertschriften übereinstimmen. Die Analysten bestätigen darüber hinaus, dass eine bereits erhaltene oder zukünftige Entschädigung in keiner Art und Weise direkt oder indirekt mit den in diesem Bericht ausgedrückten Empfehlungen oder Ansichten in Verbindung steht.

Die in diesem Bericht erwähnten Knowledge Process Outsourcing Analysten (KPO-Analysten) sind bei der Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited angestellt.

Wichtige Offenlegungen

Die Credit Suisse veröffentlicht Research-Berichte nach eigenem Ermessen. Dabei bezieht sie sich auf Entwicklungen in den analysierten Unternehmen, im Sektor oder Markt, die für die im Bericht geäusserten Meinungen und Ansichten wesentlich sein können. Die Credit Suisse veröffentlicht ausschliesslich unparteiische, unabhängige, eindeutige, faire und nicht irreführende Anlagestudien.

Der für alle Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Credit Suisse verbindliche Code of Conduct ist online unter folgender Adresse abrufbar:

https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code_of_conduct_de.pdf

Weitere Informationen finden sich im Dokument «Unabhängigkeit der Finanzanalyse» unter folgender Adresse:

https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_de.pdf

Die Entschädigung der für diesen Research-Bericht verantwortlichen Analysten setzt sich aus verschiedenen Faktoren zusammen, darunter dem Umsatz der Credit Suisse. Ein Teil dieses Umsatzes erwirtschaftet die Credit Suisse im Bereich Investment Banking.

Zusätzliche Offenlegungen für folgende Rechtsordnungen

Vereinigtes Königreich: Weitere Offenlegungsinformationen für den Bereich Fixed Income erhalten Kunden der Credit Suisse (UK) Limited und Credit Suisse Securities (Europe) Limited unter der Telefonnummer +41 44 333 33 99.

Weitere Informationen wie Offenlegungen im Zusammenhang mit anderen Emittenten erhalten Sie online auf der Seite «Global Research Disclosure» der Credit Suisse unter folgender Adresse:

<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

Erläuterungen zur Analyse

Verteilung der Aktienratings per (12.02.2013):

| | allgemein | Beteiligungen Investment Banking allein |
|------------|-----------|---|
| BUY | 38.2 % | 38.12 % |
| HOLD | 51.69 % | 51.1 % |
| SELL | 7.87 % | 8.38 % |
| RESTRICTED | 2.25 % | 2.4 % |

Relative Performance von Aktien

Auf Titelebene wird bei der Auswahl die relative Attraktivität der einzelnen Aktien gegenüber Sektor, Marktstellung, Wachstumsperspektiven, Bilanzstruktur und Bewertung berücksichtigt. Die Sektor- und Länderempfehlungen lauten «übergewichten», «neutral» und «untergewichten» und beziehen sich auf ihre relative Performance gegenüber den jeweiligen regionalen und globalen Benchmark-Indizes.

Absolute Performance von Aktien

Die Aktienempfehlungen lauten «BUY», «HOLD» und «SELL» («kaufen», «halten» und «verkaufen»). Diese gelten üblicherweise für einen Zeitraum von 6 bis 12 Monaten und sind von der erwarteten absoluten Performance der einzelnen Aktien gemäss folgenden Kriterien abhängig:

| | |
|------------|--|
| BUY | Anstieg des absoluten Aktienkurses um 10% oder mehr. |
| HOLD | Schwankung zwischen -10% und +10% des absoluten Aktienkurses. |
| SELL | Sinken des absoluten Aktienkurses um 10% oder mehr. |
| RESTRICTED | Unter bestimmten Umständen können interne oder externe Vorschriften gewisse Arten der Berichterstattung ausschliessen, darunter z.B. Anlageempfehlungen während eines Engagements der Credit Suisse an einer Investment Banking-Transaktion. |
| TERMINATED | Die Research-Berichterstattung wurde beendet. |

Absolute Performance von Anleihen

Die Anleihenempfehlungen basieren grundsätzlich auf den geschätzten absoluten Renditen gegenüber dem entsprechenden Benchmark. Sie beziehen sich auf einen Zeithorizont von 3 bis 6 Monaten und sind wie folgt definiert:

| | |
|------------|---|
| BUY | Erwartungsgemäss dürfte die Performance der Anleihe diejenige des festgelegten Benchmarks übertreffen |
| HOLD | Erwartungsgemäss dürfte die Performance der Anleihe diejenige des festgelegten Benchmarks entsprechen |
| SELL | Erwartungsgemäss dürfte die Performance der Anleihe hinter derjenigen des festgelegten Benchmarks zurückbleiben |
| RESTRICTED | Unter bestimmten Umständen können interne oder externe Vorschriften gewisse Arten der Berichterstattung ausschliessen, darunter z.B. Anlageempfehlungen während eines Engagements der Credit Suisse an einer Investmentbanking-Transaktion. |

Credit Suisse HOLT

Hinsichtlich der auf der HOLT(tm)-Methode basierten Analyse in diesem Bericht erklärt die Credit Suisse hiermit, dass (1) die in diesem Bericht geäusserten Ansichten genau der HOLT-Methode entsprechen und (2) die Entschädigung des Unternehmens weder ganz noch teilweise in direktem Zusammenhang mit den entsprechenden in diesem Bericht geäusserten Ansichten stand, steht oder stehen wird. Die HOLT-Methode der Credit Suisse ordnet einem Wertpapier kein Rating zu. Vielmehr handelt es sich hierbei um ein Analyseinstrument mit eigens entwickelten quantitativen Algorithmen und zugeordneten Wertberechnungen, das sogenannte HOLT-Bewertungsmodell der Credit Suisse, das consequent auf alle in der entsprechenden Datenbank enthaltenen Unternehmen angewendet wird. Daten von Dritten (einschliesslich Konsensgewinnsschätzungen) werden systematisch in eine Anzahl Standardvariablen umgesetzt und in die Algorithmen im HOLT-Bewertungsmodell der Credit Suisse integriert. Für eine genauere Messung von der Unternehmensperformance zu Grunde liegenden wirtschaftlichen Vorteilen werden die von externen Datenlieferanten gelieferten Daten, wie Jahresabschlüsse, Kurs- und Gewinnzahlen, einer Qualitätsprüfung unterzogen und gegebenenfalls angepasst. Diese Anpassungen bieten die nötige Konsistenz bei der Analyse eines einzelnen Unternehmens über einen Zeitraum oder mehrerer Unternehmen über die Branchen- oder Landesgrenzen hinaus. Das Standardszenario des HOLT-Bewertungsmodells der Credit Suisse legt eine Basisbewertung für ein Wertpapier fest. Anschliessend kann der Anwender zur Berechnung von möglichen alternativen Szenarien die Standardvariablen verändern. Die HOLT-

Methode der Credit Suisse ordnet einem Wertpapier kein Kursziel zu. Das Standardszenario des HOLT-Bewertungsmodells der Credit Suisse legt einen Kursbereich für ein Wertpapier fest. Werden die von Dritten stammenden Daten aktualisiert, kann sich der Kursbereich ebenfalls verändern. Zur Berechnung von möglichen alternativen Kursbereichen können die Standardvariablen ebenfalls verändert werden. Weitere Informationen zur HOLT-Methode der Credit Suisse sind auf Anfrage erhältlich. CFROI(r), CFROE, HOLT, HOLTfolio, HOLTSelect, HS60, HS40, ValueSearch, AggreGator, Signal Flag und Powered by HOLT sind Markenzeichen oder geschützte Markenzeichen der Credit Suisse oder mit ihr verbundener Unternehmen in den USA oder anderen Ländern. HOLT ist eine Beratungsdienstleistung der Credit Suisse bezüglich Unternehmensperformance und -bewertung.

Technisches Research

Wo im Bericht Tabellen mit Empfehlungen aufgeführt sind, bedeutet «Schluss» den letzten an der Börse notierten Schlusskurs. «MT» ist ein Rating für den mittelfristigen Trend (Ausblick über 3-6 Monate). «ST» ist ein Rating für den kurzfristigen Trend (Ausblick über 3-6 Wochen). Das Rating «+» bezeichnet einen positiven Ausblick (möglicher Kursanstieg), «0» einen neutralen (keine grossen Kursveränderungen erwartet) und «-» einen negativen (möglicherweise sinkender Kurs). «Outperform» in der Spalte «Rel. Perf.» bezeichnet die erwartete Performance der Aktie gegenüber dem Benchmark. In der Spalte «Kommentar» sind die jüngsten Analystenempfehlungen enthalten. In der Spalte «Empf.» ist das Datum aufgeführt, an dem die Aktie zum Kauf empfohlen wurde (Eröffnungskauf). «G&V» weist den aufgelaufenen Gewinn oder Verlust seit Abgabe der Kaufempfehlung aus.

In der unter folgender Adresse zugänglichen Broschüre «Grundlagen der technischen Analyse» findet sich eine kurze Einführung in die technische Analyse:

https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/technical_tutorial_de.pdf

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse:

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Alle Hinweise auf die Credit Suisse beziehen sich ebenfalls auf mit ihr verbundene Unternehmen und Tochtergesellschaften. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter folgender Adresse:

http://www.credit-suisse.com/who_we_are/de/

Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von der Abteilung Global Research der Division Private Banking der Credit Suisse am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Aufgrund unterschiedlicher Bewertungskriterien können die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über einen bestimmten Titel von Ansichten und Beurteilungen des Credit Suisse Research Department der Division Investment Banking abweichen oder diesen widersprechen. Die vorliegende Publikation ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die Schweizer Bank Credit Suisse AG, oder ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen («CS») Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müssten. Alle Informationen in dieser Publikation unterliegen dem Copyright der CS, sofern nicht anders angegeben. Weder der Bericht noch sein Inhalt noch Kopien davon dürfen ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die CS verändert, übertragen, kopiert oder an Dritte verteilt werden. Alle in diesem Bericht verwendeten Waren-

zeichen, Dienstleistungsmarken und Logos sind Warenzeichen oder Dienstleistungsmarken bzw. eingetragene Warenzeichen oder Dienstleistungsmarken der CS oder ihrer verbundenen Unternehmen.

Der Bericht wurde einzig zu Informationszwecken publiziert und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder ähnlichen Finanzinstrumenten. Die CS bietet keine Beratung hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen einer Anlage und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Zu beachten ist insbesondere, dass sich die Steuerbasis und die Höhe der Besteuerung ändern können.

Die CS hält die im Disclosure-Anhang des vorliegenden Berichts enthaltenen Informationen und Meinungen für richtig und vollständig. Die Informationen und Meinungen in den übrigen Abschnitten des Berichts stammen aus oder basieren auf Quellen, die die CS als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab, es sei denn, dieser Haftungsausschluss steht im Widerspruch zu einer Haftung, die sich aus bestimmten für die CS geltenden Statuten und Regelungen ergibt. Dieser Bericht ist kein Ersatz für eine unabhängige Beurteilung. Die CS hat möglicherweise eine Handelsidee zu diesem Wertpapier veröffentlicht oder wird dies möglicherweise in Zukunft tun. Handelsideen sind kurzfristige Handlungsempfehlungen, die auf Marktereignissen und Katalysatoren basieren, wohingegen Unternehmensempfehlungen Anlageempfehlungen darstellen, die auf dem erwarteten Gesamtertrag im 6 bis 12-Monats-Horizont basieren, gemäss der Definition im Disclosure-Anhang. Da Handelsideen und Unternehmensempfehlungen auf unterschiedlichen Annahmen und Analysemethoden basieren, könnten die Handelsideen von den Unternehmensempfehlungen abweichen. Ausserdem hat die CS möglicherweise andere Berichte veröffentlicht oder wird möglicherweise Berichte veröffentlichen, die im Widerspruch stehen zu dem vorliegenden Bericht oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Berichte spiegeln die verschiedenen Annahmen, Einschätzungen und Analysemethoden wider, auf denen sie basieren, und die CS ist in keiner Weise verpflichtet, sicherzustellen, dass der Empfänger Kenntnis von anderen entsprechenden Berichten erhält. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel.

Die Informationen, Meinungen und Schätzungen in diesem Bericht entsprechen der Beurteilung durch die CS am angegebenen Datum und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks beinhalten. Die CS hat die Inhalte der Internet-Seiten, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigene Internet-Seiten der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu den eigenen Internet-Inhalten der CS) werden nur als Annehmlichkeit und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Seiten, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Dokuments. Der Besuch der Internet-Seiten oder die Nutzung von Links aus dem vorliegenden Bericht oder der Internet-Seite der CS erfolgt auf Ihr eigenes Risiko.

Distribution von Research-Berichten

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Australien:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896), ausschliesslich an «Wholesale Kunden», definiert nach s761G des Corporations Act 2001, verteilt. CSSB übernimmt keine Gewähr, noch macht sie Zusicherungen zur Wertentwicklung der in diesem Bericht erwähnten Finanzprodukte. **Bahamas:** Der vorliegende Bericht wurde von der Schweizer Bank Credit Suisse AG erstellt und im Namen der Credit Suisse AG, Nassau Branch, verteilt. Diese Niederlassung ist ein bei der Securities Commission der Bahamas eingetragener Broker-Dealer. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert

wird. **Brasilien:** Die hierin enthaltenen Angaben dienen lediglich zu Informationszwecken und sollten nicht als ein öffentliches Angebot für Wertpapiere in Brasilien verstanden werden. Hierin erwähnte Wertschriften sind möglicherweise nicht bei der brasilianischen Börsenaufsicht CVM (Comissão de Valores Mobiliários) registriert. **Deutschland:** Die Credit Suisse (Deutschland) AG untersteht der Zulassung und Regulierung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Sie verbreitet Finanzanalysen an ihre Kunden, die durch ein mit ihr verbundenes Unternehmen erstellt worden sind. **Dubai:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG, Dubai Branch, verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder -dienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an Grosskunden mit liquiden Mitteln von über USD 1 Mio., die über ausreichend Erfahrung in Finanzfragen verfügen, um sich im Sinne eines Grosskundengeschäfts in Finanzmärkten engagieren zu können, und die regulatorischen Kriterien für eine Kundenbeziehung erfüllen. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (France) verteilt. Diese ist ein Anbieter von Investitionsdienstleistungen und verfügt über eine Zulassung der Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP).. Die Credit Suisse (France) untersteht der Aufsicht und Regulierung der Autorité de Contrôle Prudentiel und der Autorité des Marchés Financiers. **Gibraltar:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Gibraltar) Limited verteilt. Die Credit Suisse (Gibraltar) Limited ist eine unabhängige Gesellschaft, die zu 100 % im Besitz der Credit Suisse ist. Sie untersteht der Regulierung der Gibraltar Financial Services Commission. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Guernsey) Limited verteilt, einer unabhängigen Rechtseinheit, die in Guernsey unter der Nummer 15197 und unter der Anschrift Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, eingetragen ist. Die Credit Suisse (Guernsey) Limited ist zu 100% im Besitz der Credit Suisse AG. Sie wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Der jeweils aktuelle testierte Jahresabschluss ist auf Anfrage erhältlich. **Indien:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited («Credit Suisse India»), die vom Securities and Exchange Board of India (SEBI) beaufsichtigt wird unter den SEBI-Registrierungsnummern INB230970637, INF230970637, INB010970631 und INF010970631 und deren Geschäftsadresse wie folgt lautet: 9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, Indien, Tel. +91-22 6777 3777. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien von der Credit Suisse (Italy) S.p.A. verteilt, eine gemäss italienischem Recht gegründete und registrierte Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, sowie durch die Credit Suisse AG, eine Schweizerische Bank mit Lizenz zur Erbringung von Banking- und Finanzdienstleistungen in Italien. **Jersey:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die (Guernsey) Limited, Jersey Branch, die von der Jersey Financial Services Commission beaufsichtigt wird. Die Geschäftsadresse der Credit Suisse (Guernsey) Limited, Jersey Branch, in Jersey lautet: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QA. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse Financial Services (Qatar) L.L.C verteilt, die über eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) verfügt und von dieser reguliert wird (QFC Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (gemäss Definition der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA)) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem liquiden Vermögen von über USD 1 Mio., die eine Einstufung als Geschäftskunden wünschen und die über genügend Kenntnisse, Erfahrung und Verständnis des Finanzwesens verfügen, um sich an solchen Produkten und/oder Dienstleistungen zu beteiligen. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A. verteilt. Diese ist eine luxemburgische Bank, die über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) verfügt und von dieser reguliert wird. **Mexiko:** Die im Bericht enthaltenen Informationen stellen kein öffentliches Angebot von Wertschriften gemäss dem mexikanischen Wertschriftengesetz dar. Der vorliegende Bericht wird nicht in den mexikanischen Massenmedien angeboten. Der Bericht enthält keine Werbung im Zusammenhang mit der Vermittlung oder Erbringung von Bankdienstleistungen oder Anlageberatung auf dem Hoheitsgebiet Mexikos oder für mexikanische Staatsbürger. **Russland:** Das in diesem Bericht angebotene Research ist in keiner Art und Weise als Werbung oder Promotion für bestimmte Wertpapiere oder damit zusammenhängende Wertpapiere zu verstehen. Dieser Research-Bericht stellt keine Bewertung im Sinne des Bun-

desgesetzes über Bewertungsaktivitäten der Russischen Föderation dar. Der Bericht wurde gemäss den Bewertungsmodellen und der Bewertungsmethode der Credit Suisse erstellt. **Singapur:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, verteilt, die durch die Monetary Authority of Singapore reguliert wird. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, verteilt. Diese ist ein durch die Banco de España autorisiertes Unternehmen (Registernummer 1460). **Thailand:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, die von der Securities and Exchange Commission, Thailand, beaufsichtigt wird und unter der Adresse 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok Tel. 0-2614-6000 eingetragen ist. **Vereinigtes Königreich:** Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Financial Services Authority und stehen unter deren Aufsicht. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz der Kleinanleger durch die Financial Services Authority gilt nicht für Investitionen oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt.

USA: WEDER DER VORLIEGENDE BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN.

JAPAN: Weder der vorliegende Bericht noch Kopien davon dürfen nach Japan versandt, in Japan verteilt oder dorthin mitgenommen werden.

Örtliche Gesetze oder Vorschriften können die Verteilung von Research-Berichten in bestimmten Rechtsordnungen einschränken.

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder ganz noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2013 Credit Suisse Group AG und oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

13C021A

Impressum

Abonnementsprofil

Publikation Research Alert
Vorhandene Kapitel Von Stiftungen lernen: Mit Private Equity zu höheren Renditen

Die vorliegende deutsche Übersetzung des Research Alert wurde zum Nutzen unserer Leser erstellt. Die Richtigkeit der Übersetzung wird weder garantiert noch impliziert. Offizieller Text ist das englische Original.

Herausgeber

Giles Keating
Head of Research for Private Banking and Wealth Management
+41 44 332 22 33
giles.keating@credit-suisse.com

Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Global Financial Markets Research
+41 44 333 17 06
nannette.hechler-fayd'herbe@credit-suisse.com

Informationen über andere Research-Publikationen

Credit Suisse AG
Editorial & Publications
Uetlibergstrasse 231, P.O. Box 300, CH-8070 Zürich

E-Mail

publications.research@credit-suisse.com

Internet

<http://www.credit-suisse.com/research>

Intranet (nur für Angestellte)

<http://research.csinfra.net>

Abonnemente (Kunden)

Bitte kontaktieren Sie Ihren Kundenberater, um diese Publikation zu abonnieren

Abonnemente (intern)

Informationen zu unseren Abonnementen finden Sie auf <http://research.csinfra.net/subscriptions>

Autoren

Marina Stoop
+41 44 334 60 47
marina.stoop@credit-suisse.com