

DIRK SÖHNHOLZ

Europa als Krisenprofiteur?
Chancen von Beteiligungs- und Infrastrukturinvestments

LARS JAEGER & MARKUS SCHLATTER

"Alternative Beta" ein Konzept erwächst den Kinderschuhen

**ANN-KRISTIN ACHLEITNER, CHRISTIAN FIGGE &
JAKOB SCHRAMM**

Private Equity-Studie: Secondary Buyouts bieten attraktives
Wertsteigerungspotenzial

OLIVER GOTTSCHALG

The historic performance of Private Equity (PE): Average vs. Top
Quartile Returns - Taking Stock after the Crisis

SPONSOREN

DER BAI E.V. DANKT FOLGENDEN SPONSOREN FÜR
DIE FREUNDLICHE UNTERSTÜTZUNG DIESES NEWSLETTERS:

Sponsoren



INHALTSVERZEICHNIS

	Leitartikel _____	4 - 6
	Mitgliederveränderungen _____	7
	Recht _____	8 - 17
	Europa als Krisenprofiteur? Chancen von Beteiligungs- und Infrastrukturinvestments von Dr. Dirk Söhnholz _____	18 - 21
	"Alternative Beta" ein Konzept erwächst den Kinderschuhen von Dr. Lars Jaeger & Dr. Markus Schlatter _____	22 - 28
	Private Equity-Studie: Secondary Buyouts bieten attraktives Wertsteigerungspotenzial von Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, Christian Figge & Jakob Schramm _____	29 - 31
	The historic performance of Private Equity (PE): Average vs. Top Quartile Returns - Taking Stock after the Crisis by Prof. Oliver Gottschalg _____	32 - 37
	Buchbesprechung _____	39 - 41
	Veranstaltungen _____	43 - 44
	Jobs _____	45 - 46
	Impressum _____	47

LEITARTIKEL

Sehr geehrte Damen und Herren,

im ersten BAI-Newsletter in diesem Jahr hatten wir im Leitartikel die Beantwortung der Frage, ob das Jahr 2010 insgesamt als erfreulich zu bewerten sein werde, maßgeblich von zwei Faktoren abhängig gemacht: Zum einem vom Ausgang der Diskussion zum Entwurf einer Richtlinie über Verwalter alternativer Investmentfonds, die so genannte AIFM-Richtlinie, zum anderen vom Ausgang der Performance der Alternative Investment-Produkte. Jetzt, am Ende des Jahres 2010, möchten wir diese beiden Faktoren genauer untersuchen.

Seit langem haben wir für ein europaweit einheitliches Regelwerk für Hedgefonds und Private Equity plädiert und begrüßen die AIFM-Richtlinie daher auch im Grundsatz. Zu kritisieren ist jedoch der Umfang der Richtlinie. Unserer Ansicht nach hätten die Ziele „Regulierung der Branche“ und „verbesserter Investorenschutz“ auch mit weniger Detailregelungen erreicht werden können. Die Compliance-Kosten für die gesamte Branche durch die Richtlinie werden im Ergebnis erheblich und zuletzt von den Investoren zu tragen sein. Ob für diese Nutzen und Kosten in Relation stehen, bleibt abzuwarten.

Im Rahmen der Implementierung der Richtlinie in deutsches Recht plädieren wir für eine nahtlose Überführung der betroffenen deutschen Investmentfonds unter das AIFM-Regime. Deutsche Investmentfonds außerhalb des OGAW-Regimes, egal ob sonstige Sondervermögen oder Hedgefonds, erfüllen schon heute die Anforderungen der Richt-

linie. Im Hinblick auf Struktur, Genehmigungsverfahren, Kapitalanforderungen, Bewertung, Transparenz, Reporting etc. hat Deutschland bereits Standards gesetzt. Für Private Equity hingegen wird es umfassenden Anpassungsbedarf geben und hier sind wir auch im Jahre 2011 bestrebt, Konzepte zu entwickeln, die europaweit wettbewerbsfähig sind. Ob der in der Richtlinie vorgeschlagene EU-Pass für Fonds bzw. Manager von der Branche und Investoren in der jetzigen Fassung angenommen wird, sehen wir kritisch, da gerade für Manager und Fonds aus Drittländern das Verfahren recht kompliziert ist.

Und die Entwicklung bzw. Performance von AI-Produkten? Laut Meldungen in der Presse scheint die Skepsis der Investoren gegenüber der Anlageklasse Private Equity langsam ein Ende gefunden zu haben. Nach einer längeren Durststrecke funktioniert zumindest bei einigen großen Finanzinvestoren das Fundraising wieder auf etwas höherem Niveau. Nach Angaben von Preqin sammelten Private Equity Fonds per Ende September im Jahr 2010 172 Mrd. Dollar frische Mittel ein – im Vergleich zum Boomjahr 2007 mit 650 Mrd. Dollar natürlich ein sehr geringeres Volumen! Es ist erstrebenswert, dass auch bei uns institutionelle Investoren wieder verstärkt Gelder in Private Equity investieren, um somit an den Renditechancen der Zukunft teilhaben zu können. Insbesondere die US-Pensionskassen und andere große ausländische Investoren sind hier nach der Krise wieder Vorreiter.

LEITARTIKEL

Die Performance von Hedgefonds blieb im Jahr 2010 hinter den Erwartungen der Investoren zurück. Nach Angaben des Datenanbieters Hedge Fund Research wies der HFRX Global Hedge Fund Index für das Jahr 2010 (Stand: 14. Dezember) nur ein schwaches Plus von rund 4 % aus. Als erfreulich können aber die Ergebnisse einer Studie unserer Mitglieder apano und Man gewertet werden, die aufzeigen, dass die Anlageklasse Hedgefonds bei professionellen Anlegern gute Chancen hat, den Absatz in diesem Bereich zu erhöhen. Um die größere Zahl von institutionellen Investoren zu erreichen sei es aber notwendig, dass Wissen über diese Anlageklasse zu vertiefen.

Genau dies - den Bekanntheitsgrad von alternativen Anlagestrategien als Anlageform sowie deren Verständnis in der Öffentlichkeit zu steigern – ist eine unserer satzungsgemäßen Aufgaben. Um dieser Aufgabe noch stärker nachzukommen werden wir im kommenden Jahr erstmalig einen Wissenschaftspreis für herausragende Arbeiten im Bereich der AI vergeben. Mit diesem Preis möchten wir einen Anreiz für Studenten und Wissenschaftler schaffen, Forschungsarbeit in diesem für Investoren zukünftig immer wichtigerem Bereich zu leisten. Dabei werden wir besonderen Wert auf einen hohen Praxisbezug legen, um einen größtmöglichen Nutzen für Investoren zu generieren. Zu unseren Fördermaßnahmen gehören auch Druckkostenzuschüsse zu Dissertationen. Weitere Informationen zu diesem Projekt finden Sie auf unserer Homepage in der Rubrik „Wissenschaftsförderung“.

Um die Leistungen für unsere Mitglieder und für institutionelle Investoren abzurunden bieten wir die-

sen seit Kurzem die Möglichkeit, Stellenangebote auf unserer Homepage sowie im Newsletter zu platzieren. Auch hier finden Sie weitergehende Informationen auf unserer Homepage sowie auf Seite 45.

Wir freuen uns, Ihnen mit diesem Newsletter wieder zahlreiche wichtige und interessante Beiträge präsentieren zu können. Neben einer Studie zu Secondary Buyouts unter Leitung von Frau Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner und einem Artikel über das Konzept der "alternativen Beta Strategien" finden Sie einen Beitrag über die Chancen von Investitionen in deutsche bzw. europäische Sachwerte in Form von geschlossenen Fondsbeteiligungen. Schließlich analysiert Prof. Oliver Gottschalg in seinem Bericht Renditen von durchschnittlichen und überdurchschnittlichen Private Equity Investments im Vergleich zu unter Risikogesichtspunkten gleich gelagerten Public Market Investments. Außerdem finden Sie wie gewohnt Buchvorstellungen und Hinweise zu interessanten Veranstaltungen.

Zu guter Letzt möchten wir Sie an dieser Stelle auf die BAI AIC 2011 aufmerksam machen, die am 5. und 6. April 2011 wieder in der Industrie- und Handelskammer (IHK) zu Frankfurt stattfinden wird. Es erwarten Sie Key-note-Vorträge von Prof. Dr. David Hsieh, Duke University, Prof. Dr. Christoph Kaserer, TU München, Prof. Dr. Wolfgang Seidel, ESCP Europe Business School und Prof. Dr. Mark Wahrenburg, Goethe-Universität Frankfurt und anderen, mehrere Paneldiskussionen zu aktuellen Fragen rund um die Themen AIFM-Richtlinie, UCITS, Alternative Investmentanlagen aus Investorensicht, Private Equity, Rohstoffe, Wald und erneuerbare Energien,

LEITARTIKEL

makroökonomische Entwicklungen und die Auswirkungen auf Alternative Investments, Präsentationen aus der Industrie und natürlich ausreichend Gelegenheit zum Netzwerken. Für institutionelle Investoren haben wir einen Workshop sowie mehrere Roundtables, voraussichtlich zu den Themen Infrastruktur, Multi-Asset-Konzepte und Solvency II, sowie ein interessantes Rahmenprogramm vorgesehen. Das aktuelle Programm finden Sie auf unserer Konferenzwebseite www.ai-conference.com.

Wir wünschen Ihnen und Ihren Familien ruhige und friedliche Feiertage, einen guten Start in das neue Jahr und ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2011. Wir freuen uns schon heute darauf, Sie zur BAI AIC 2011 willkommen heißen zu können und grüßen Sie bis dahin herzlich

Vorstand und Geschäftsführung



Achim Pütz
1. Vorsitzender



Bastian Schmedding
Schatzmeister



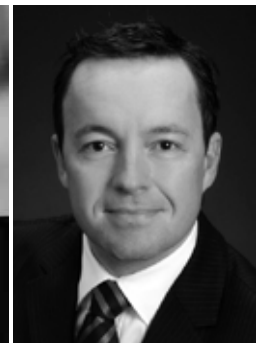
Dietmar H. Bahr
stellv. Vorstandsvorsitzender



Rolf Dreiseidler
stellv. Vorstandsvorsitzender



Dr. Dirk Söhnholz
stellv. Vorstandsvorsitzender



Frank Dornseifer
Geschäftsführer Recht und Policy

MITGLIEDERVERÄNDERUNGEN

Das Mitgliederwachstum des Verbandes verlief auch im vierten Quartal des Jahres 2010 erfolgreich. In diesem Jahr hat der BAI bereits achtzehn neue renommierte Unternehmen als Mitglieder aus der Alternativen Investmentindustrie gewinnen können.

Wir freuen uns sehr

- **BLLW Braun Leberfinger Ludwig Weidinger**

im Kreise des BAI willkommen zu heißen.

BLLW Braun Leberfinger Ludwig Weidinger

Die in München ansässige Kanzlei BLLW Braun Leberfinger Ludwig Weidinger Partnergesellschaft ist mit rd. 25 Steuerberatern, Rechtsanwälten, Wirtschaftsprüfern sowie 4 Partnern vor allem auf die laufende Betreuung nationaler und internationaler Venture Capital- und Private Equity Fonds, die umfassende rechtliche und steuerliche Beratung vermögenger (Privat)Personen mit unternehmerischem Hintergrund (Family Office) sowie die umfassende rechtliche und steuerliche Beratung auf Gesellschafter- und Gesellschaftsebene spezialisiert. Ein weiterer Tätigkeitsschwerpunkt liegt im Bereich Erb- und Familienrecht.

Services

1. Venture Capital- und Private Equity Fonds: handelsrechtliche Jahresabschlüsse, steuerliche Analyse der Investments, jährliche Steuererklärungen, umfassende administrative Unterstützung der nationalen und internationalen Initiatoren
2. Wirtschafts- und Gesellschaftsrecht: umfassende Beratung in wirtschafts- und gesellschaftsrechtlichen Fragestellungen, M&A, Due Diligence
3. Steuerliche Beratung auf Gesellschafter- und Gesellschaftsebene: persönliche Begleitung in allen steuerlichen Themenbereichen, Unternehmensgründung/-umstrukturierung, Nachfolgeplanung, Wohnsitzverlegung ins Ausland, Begleitung steuerlicher Außenprüfung, Due Diligence, Jahresabschlussprüfung, Unternehmensbewertung, Erbschaftssteuerrecht
4. Family Office: umfassende Steuer-, Rechts- und Vermögensberatung von (Privat)Personen mit unternehmerischem Hintergrund, Koordination von Fachberatern und Spezialisten, umfassendes Controlling
5. Beratung im Erb- und Familienrecht

Ansprechpartner:

Private Equity: Dr. Christoph Ludwig

Tel. +49 89 21 11 47-20 | christoph.ludwig@bllw.de

Rechtliche Beratung: RA Joseph Braun

Tel. +49 89 548 07-001 | joseph.braun@bllw.de

Steuerrecht: Jörg Weidinger WP/StB

Tel. +49 89 21 11 47-0 | joerg.weidinger@bllw.de

Standorte:

Möhlstraße 23, 81675 München

Tel: +49 89 21 11 47-0

Fax: +49 89 21 11 47-44

Pienzenauerstraße 27, 81679 München

Tel.: +49 89 548 07-001

Fax: +49 89 548 07-020

E-Mail : info@bllw.de

Internet: http://www.bllw.de

Management/Partner:

Joseph Braun | Prof. Dr. Stefan Leberfinger

Dr. Christoph Ludwig | Jörg Weidinger

RECHT

Von Frank Dornseifer

Geschäftsführer Recht und Policy beim BAI



Verabschiedung der AIFM-Richtlinie im Europaparlament

Nachdem das Europaparlament am 11. November die AIFM-Richtlinie beschlossen hat, steht nunmehr deren förmliche Annahme durch den EU-Rat aus. Zuvor muss der Richtlinientext noch in die EU-Amtssprachen übersetzt werden. Nach derzeitigem Stand soll die Billigung durch den EU-Rat in der ersten Januarhälfte erfolgen, so dass die Richtlinie unmittelbar darauf im Amtsblatt veröffentlicht werden kann. Gem. Art. 55 der Richtlinie wird diese dann am zwanzigsten Tag nach der Veröffentlichung förmlich in Kraft treten. Dieses Datum ist wiederum maßgeblich für die zweijährige Umsetzungsfrist in nationales Recht gem. Art. 54 der Richtlinie, so dass die AIFM-Richtlinie bis spätestens Ende Januar bzw. Anfang Februar 2013 in nationales Recht umzusetzen ist.

Das mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht betraute Finanzministerium hat nunmehr begonnen, mit den betroffenen Verbänden zu sondieren, welche Optionen für eine Umsetzung zur Verfügung stehen. Der BAI wird – mit der Unterstützung der AIFM-Arbeitsgruppe und in Abstimmung mit den anderen betroffenen Verbänden – in den nächsten Wochen Vorschläge für ein Konzept zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie in Deutschland erarbeiten und diese im Finanzministerium auf politischer Ebene präsentieren. Mit dem Entwurf eines Umsetzungsgesetzes rechnen wir im Herbst 2011.

Parallel zu den Umsetzungsarbeiten auf nationaler Ebene haben auf europäischer Ebene die Arbeiten zu den Durchführungsmaßnahmen begonnen. Am 2. Dezember 2010 hat die EU-Kommission eine Anfrage für einen technischen Ratschlag zu den Durchführungsmaßnahmen zur AIFM-Richtlinie an den Ausschuss der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden (CESR) gesandt. Hierbei handelt es sich offiziell um ein vor-

läufiges Mandat, da der EU-Rat die Richtlinie noch nicht formal gebilligt hat. Änderungen sind aber nicht zu erwarten, da die Billigung durch den EU-Rat eine reine Formalie ist.

Die AIFM-Richtlinie enthält bekanntlich eine sehr große Zahl von Durchführungsmaßnahmen. Dementsprechend wurde das CESR-Mandat in folgende vier Teile untergliedert:

- Teil I: allgemeine Bestimmungen, Erlaubnisverfahren und Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit
- Teil II: Verwahrstelle
- Teil III: Transparenzanforderungen und Leverage
- Teil IV: Aufsicht über AIFM, einschließlich Drittstaaten-AIFM

CESR ist aufgefordert, den technischen Ratschlag bis zum 16. September 2011 zu erstellen. Nach derzeitigem Stand wird die BaFin die Federführung zu Teil I, die französische AMF die Federführung zu Teil II und die britische FSA die Federführung zu Teil III übernehmen. Teil IV wird für den Moment noch zurückgestellt. Bitte beachten Sie zu dem CESR-Mandat, welches mit Aufnahme der Tätigkeit von ESMA am 1. Januar 2011 an diese

übergehen wird, den korrespondierenden CESR Call for Evidence unter Kurzmitteilungen international.

Der Vollständigkeit halber nochmals der Link zum AIFM-Richtlinientext in der Fassung, in der er vom Europaparlament beschlossen wurde:

<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st15/st15053-re01.en10.pdf>

Das Europaparlament hat zudem ein Glossar zur AIFM-Richtlinie erstellt, welches Sie unter nachfolgendem Link abrufen können:

http://www.europarl.europa.eu/pdfs/news/expert/background/20100923BKG83508/20100923BKG83508_en.pdf

Über den weiteren Fortgang des nationalen Umsetzungsgesetzes und den Arbeiten zu den Durchführungsmaßnahmen wird Sie die Geschäftsstelle wie gewohnt zeitnah unterrichten.

Abschließend an dieser Stelle auch nochmals der herzliche Dank an die Vertreter der diversen Mitgliedsunternehmen, die die Verbandsarbeit in dieser Sache durch ihr Engagement in der AIFM-Arbeitsgruppe und durch Einzelgespräche unterstützen.

KURZMITTEILUNGEN

National

1. Kabinettsbeschluss zum Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-IV-Richtlinie)

Mit gesonderter Mitgliedermail hatte die Geschäftsstelle bereits kurz über den Beschluss des Bundeskabinetts vom 15. Dezember 2010 zum Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-IV Umsetzungsgesetz) berichtet.

Der Gesetzentwurf beinhaltet die Umsetzung der neu gefassten europäischen Investmentfonds-Richtlinie 2009/65/EG (sog. „OGAW-IV-Richtlinie“, Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) im Investmentgesetz (InvG), die zum 1. Juli 2011 in nationales Recht umzusetzen ist. Aufgrund einer vergleichbaren Interessenlage sollen die Vorschriften auch für nicht durch die OGAW-IV-Richtlinie harmonisierte Fonds (sog. „Nicht-OGAW-Fonds“, z.B. Offene Immobilienfonds) Anwendung finden. Der Gesetzesentwurf enthält zudem steuerliche Maßnahmen.

Aufsichtsrechtliche Änderungen

Die OGAW-IV-Richtlinie regelt insbesondere folgende Bereiche, die durch Änderungen des InvG umgesetzt werden:

- die Pflicht, Anleger durch zweiseitige wesentliche Anlegerinformationen kurz und leicht verständlich über die Hauptmerkmale der Investmentfonds zu informieren,
- die Ermöglichung der grenzüberschreitenden Fondsverwaltung durch Kapitalanlagegesellschaften,
- die Beschleunigung des grenzüberschreitenden Vertriebs von Fondsanteilen durch direkte Übersendung der für den öffentlichen Vertrieb im europäischen Ausland erforderlichen Unterlagen innerhalb der Aufsichtsbehörden,
- die Steigerung der Fondseffizienz durch Ermöglichung von grenzüberschreitenden sog. Master-/Feeder-Konstruktionen (eine Form des Poolings von Vermögenswerten); hierbei investiert ein sog. „Feederfonds“ nahezu sein gesamtes Vermögen in einen sog. „Masterfonds“, die Risikomischung erfolgt indirekt auf Ebene des Masterfonds,
- die Vereinheitlichung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen an inländische und grenzüberschreitende Fondsverschmelzungen. Insbesondere werden die Informationspflichten gegenüber dem Anleger verbessert.
- und die Einführung eines Schlichtungswesens für Verbraucher (vergleichbar dem bereits bestehenden Ombudsmannverfahren für Banken).

In Anlehnung an die Vorgaben der OGAW-IV-Richtlinie im Bereich Verschmelzungen und Master-Feeder-Konstruktionen sieht der Gesetzentwurf zudem neue Informationspflichten gegenüber dem Anleger mittels eines dauerhaften Datenträgers vor.

Zudem gab es diverse Änderungen zur Investmentaktiengesellschaft: zum einen sind Unternehmensaktionäre zukünftig nicht mehr grundsätzlich von der Rückgabe der Aktien ausgeschlossen, wie bisher von der BaFin in ihrer Verwaltungspraxis festgestellt; zum anderen wird klargestellt, dass fremdverwaltete InvAGen, bei denen ausschließlich Anlageaktien eines oder mehrerer Teilgesellschaftsvermögen an der Börse gehandelt werden, nicht als börsennotiert oder kapitalmarktorientiert gelten.

Änderungen für Mikrofinanzfonds

Das Gesetz dient ferner der Verbesserung der Rahmenbedingungen für Mikrofinanzfonds, bei denen inländische Fonds in unverbriefte Darlehensforderungen so genannter Mikrofinanz-Institute investieren können. Hier sollen bestehende Hemmschwellen abgebaut werden. Die bisherigen Anforderungen des InvG an Mikrofinanz-Institute haben dazu geführt, dass keine Mikrofinanz-Sondervermögen in Deutschland aufgelegt wurden. Die Anforderungen an die Mikrofinanz-Institute sollen daher auf ein angemessenes Maß zurückgeführt werden.

Steuerliche Folgeänderungen der OGAW IV-Umsetzung

Die nach der OGAW-IV-Richtlinie zugelassene grenzüberschreitende Fondsverwaltung durch Kapitalanlagegesellschaften macht ferner steuerrechtliche Anpassungen erforderlich, um auch künftig eine eindeutige steuerliche Kategorisierung von Investmentvermögen als inländisches oder ausländisches Steuersubjekt zu gewährleisten. Hierzu werden Änderungen sowohl des Investmentsteuergesetzes, als auch des Einkommenssteuer- und Körperschaftssteuergesetz vorgeschlagen.

Sonstige steuerliche Änderungen

Zusätzlich und unabhängig von der Umsetzung der OGAW-IV-Richtlinie enthält der Regierungsentwurf Än-

derungen für den Kapitalertragsteuerabzug bei sammelverwahrten Aktien und Investmentanteilen, die auf Steuergestaltungen bei Leerverkäufen über den Dividendenstichtag hinaus abzielen. Bitte beachten Sie in diesem Zusammenhang, dass nach dem neuen § 18 Absatz 21 InvStG das Erstattungsverfahren nach § 11 Absatz 2 Satz 2 InvStG eingeschränkt wird und die Kapitalertragsteuererstattung durch die Depotbank für vom Investmentvermögen bezogene Dividendenerträge in der Zeit vom 1. Januar 2011 bis zum 31. Dezember 2011 nur zugelassen wird, wenn die Anteile im Zeitpunkt des Gewinnverteilungsbeschlusses auch im zivilrechtlichen Eigentum des Investmentvermögens stehen. Weitere Informationen hierzu finden Sie im BMF-Schreiben vom 15. Dezember 2010, welches unter dem nachfolgenden Link abrufbar ist:

http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/BMF__Startseite/Aktuelles/BMF__Schreiben/Veroeffentlichungen__zu__Steuerarten/Investmentsteuerrecht/003__a,templateId=raw,property=publicationFile.pdf

Änderung im REIT-Gesetz

Schließlich enthält der Regierungsentwurf eine Regelung im Zusammenhang mit dem REIT-Gesetz (Real Estate Investment Trust), wonach für Vor-REITs die Frist für den zur Erlangung des REIT-Status erforderlichen Börsengang auf Antrag um ein weiteres Jahr verlängert werden kann und hierdurch auch ein steuerlicher Bestandsschutz (§ 3 Nummer 70 EStG - Exit Tax) eintritt.

Zeitplan des Gesetzgebungsverfahrens

Der Regierungsentwurf soll nunmehr Ende Januar 2011 im Finanzausschuss behandelt und voraussichtlich im Februar 2011 vom Bundestag beschlossen werden. Vom BAI vorgebrachte, aber bislang nicht berücksichtigte Petiten, wie z.B. die Erwerbszulassung von unverbrieften Darlehensforderungen für Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken, werden wir nunmehr auf parlamentarischer Ebene einbringen.

2. BaFin-Konsultation einer Sammelverfügung betreffend die Anzeige- und Berichtspflichten der Versicherungsunternehmen über ihre Kapitalanlagen / Entwurf eines BaFin-Rundschreibens zur Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen

Mit Mitgliederemail vom 2. Dezember 2010 hat die Geschäftsstelle bereits über die BaFin-Konsultation einer Sammelverfügung betreffend die Anzeige- und Berichtspflichten der Versicherungsunternehmen über ihre Kapitalanlagen informiert und um Stellungnahme gebeten. Bei dieser Konsultation handelt es sich um keine öffentliche Konsultation, sondern um eine Konsultation, die nur mit den Verbänden durchgeführt wird.

Die zur Konsultation gestellte Sammelverfügung soll das "Berichtsrundschreiben 11/2005 (VA)" ersetzen und ab dem 3. Quartal 2011 gelten. Eine Überarbeitung des Rundschreibens war insbesondere deshalb erforderlich, da sich die Anlagemöglichkeiten der Versicherungsunternehmen nach der Zweiten und Dritten Verordnung zur Änderung der Anlageverordnung erweitert haben und die Mischungs- und Streuungsquoten der Kapitalanlagen modifiziert wurden.

Die Sammelverfügung nebst folgenden Anlagen kann über die BAI-Geschäftsstelle angefordert werden:

- Anlage Beteiligungen, Anlage Fonds, Anlage Immobilien, Anlage Verbundene Unternehmen, Anlage Streuung und Anlage Produktinnovationen
- Merkblatt "Hinweise zur Schätzung der versicherungstechnischen Passiva für die Nachweisung 671"
- Muster der Anlage Mischung (Hilfsmittel gemäß Seite 10 der Sammelverfügung)
- Hinweis zur künftigen Berechnung der Mischungsquoten
- Excel-Sheet zur Ermittlung der 10 größten Aussteller in Fonds seitens der Kapitalanlagegesellschaften
- Auszug aus dem Entwurf zum Kapitalanlagerundschreiben bezüglich der Fondsanlagen gemäß Nrn. 15-17 der Anlageverordnung
- Merkblatt Hinweise zur Schätzung der versicherungstechnischen Passiva für die Nachweisung 671
- Nachweisung 670, 671 und 673

Bitte beachten Sie, dass der Auszug aus dem Entwurf zum Kapitalanlagerundschreiben betreffend Fonds-

anlagen weitere Restriktionen z.B. für Hedgefondsanlagen vorsieht, u.a. für das gebundene Vermögen das Erwerbsverbot für Fonds mit Sidepockets und Lock-up-Perioden. Wir haben die BaFin bereits vorab auf die Unsachgemäßheit derartiger Regelungen hingewiesen und wir werden uns nachdrücklich für die Streichung derartiger Regelungen einsetzen, insbesondere da wir derzeit im Gespräch mit der Abteilung Investmentaufsicht der BaFin über die Einführung von Side-Pockets für deutsche Investmentvermögen sind. Der Ansatz der Versicherungsaufsicht wäre daher kontraproduktiv und scheint BaFin intern nicht abgestimmt zu sein. Ebenso fraglich ist die vorgeschlagen pauschale Anwendung des Rundschreibens 7/2004 (VA), das sog. Hedgefonds-Rundschreiben, auf Rohstoffinvestments.

Im Hinblick auf die von der BaFin gesetzte Frist, den 7. Januar 2011, nimmt die BAI-Geschäftsstelle Stellungnahmen zu den Entwürfen bis zum **4. Januar 2011** entgegen.

In diesem Zusammenhang dürfen wir abschließend darauf hinweisen, dass das überarbeitete Kapitalanlagerundschreiben für Versicherungsunternehmen, welches auszugsweise zur vorgenannten Konsultation beigefügt wurde, demnächst Gegenstand einer eigenen Konsultation sein wird. Die BaFin hat den Entwurf dieses Rundschreibens dem Bundesfinanzministerium zur Billigung vorgelegt und dürften diesen nunmehr kurzfristig zur Konsultation stellen.

3. Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)

Über den Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) hatte die Geschäftsstelle bereits berichtet. Der Entwurf ist auf der BAI-Homepage eingestellt. Mittlerweile hat eine Anhörung im Finanzausschuss stattgefunden und für den 21. Januar 2011 ist die Verabschiedung im Bundestag geplant. Bitte beachten Sie, dass der Bereich Vermögensanlagen aus dem Entwurf in ein eigenständiges Gesetz ausge-

gliedert wurde. Hier wird in Kürze die Präsentation eines Gesetzentwurfs zur Novellierung der Finanzanlagevermittler- und Vermögensanlagerechts erwartet.

4. BaFin Konsultation zur Leerverkaufs-Anzeigenverordnung (LAV)

Mit Mitgliederemail vom 2. Dezember 2010 hatte die Geschäftsstelle bereits über den Entwurf einer BaFin-Verordnung zur Konkretisierung der Anzeigepflichten nach § 30h Absatz 2 Satz 3 und § 30j Absatz 3 Satz 2 des Wertpapierhandelsgesetz (Leerverkaufs-Anzeigenverordnung - LAV) berichtet, der derzeit konsultiert wird. Der Entwurf ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Unternehmen/Konsultationen/2010/kon__0810__LAV__wa,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/kon_0810_LAV_wa.pdf

Mit dieser Verordnung soll die im Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivatengeschäfte, welches am 27. Juli 2010 in Kraft getreten ist, enthaltene Anzeigepflicht für Market Maker, Skontroführer, Designated Sponsor usw. konkretisiert werden. Der Entwurf regelt auf der Grundlage der an die BaFin delegierten Kompetenz die technischen Einzelheiten der Anzeigepflicht. Hierbei wird weitgehend das bereits seit Inkrafttreten der §§ 30h und 30j WpHG praktizierte Verfahren kodifiziert.

Die Konsultationsfrist für den Verordnungsentwurf endet am 4. Januar 2011. Zur Koordinierung einer Verbandsstellungnahme nimmt die Geschäftsstelle Hinweise und Änderungsvorschläge bis zum **28. Dezember 2010** entgegen.

5. BaFin Workshops zum Depotbank-Rundschreiben und zur InvMaRisk- Unterlagen

Zu den BaFin-Workshops zum Depotbank-Rundschreiben und zur InvMaRisk, über die die Geschäftsstelle die Mitglieder informiert hatte, sind nunmehr die Workshop-Unterlagen auf der BaFin-Homepage unter nachfolgenden Links abrufbar:

http://www.bafin.de/cIn_161/nn_721290/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2010/rs__1006__wa__depotbank__invg.html?__nnn=true

http://www.bafin.de/cIn_161/nn_721290/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2010/rs__1005__wa__invmarisk.html?__nnn=true

6. BMF-Schreiben zur Kapitalertragsteuer bei Leerverkäufen von Aktien über den Dividendenstichtag

Das Bundesfinanzministerium hat eine Konkretisierung zum BMF Schreiben vom 5. Mai 2009, BStBl I Seite 631, im Hinblick auf die Kapitalertragssteuer bei Leerverkäufen von Aktien über den Dividendenstichtag vorgenommen. Diese Klarstellung betrifft u.a. den zeitlichen Anwendungsbereich, das Erstattungsverfahren, sowie die Anwendung auf Leerverkäufe mit Anteilen an Investmentvermögen.

Das BMF-Schreiben ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/BMF__Startseite/Aktuelles/BMF__Schreiben/Veroeffentlichungen__zu__Steuerarten/Abgeltungsteuer/001__a,templateId=raw,property=publicationFile.pdf

7. Diskussionsentwurf für eine Verordnung über den Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung, als Vertriebsbeauftragte und Compliance-Beauftragte

Das Bundesfinanzministerium hat am 20. Dezember 2010 einen Diskussionsentwurf für eine Verordnung über den Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung, als Vertriebsbeauftragte und Compliance-Beauftragte zur Konsultation gestellt. Der Entwurf ist auf Anfrage bei der Geschäftsstelle erhältlich.

Der Verordnungsentwurf dient der Konkretisierung der Anforderungen an den Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung, als Vertriebsbeauftragte und als Compliance-Beauftragte gemäß den Vorgaben des Regierungsentwurfs für ein Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfä-

higkeit des Kapitalmarkts. Der Verordnungsentwurf beschreibt in abstrakter Weise die Anforderungen an die Qualifikation von

- Anlageberatern,
- Vertriebsbeauftragten und
- Compliance-Beauftragten.

Der Verordnungsentwurf enthält darüber hinaus einen beispielhaften Katalog von Berufsqualifikationen, bei deren Vorliegen von der geforderten Qualifikation der Mitarbeiter ausgegangen werden kann. Des Weiteren stellt der Verordnungsentwurf die Vermutungsregel auf, dass Personen, die seit dem 1. Januar 2006 ununterbrochen als Mitarbeiter in der Anlageberatung, Vertriebsbeauftragte oder Compliance-Beauftragte waren, über die erforderliche Sachkunde verfügen.

Hinweise und Stellungnahmen zum Diskussionsentwurf nimmt die Geschäftsstelle bis zum **3. Januar 2011** entgegen. An diesem Tag endet auch die vom Bundesfinanzministerium gesetzte Konsultationsfrist.

8. BaFin-Rundschreiben zur Behandlung von Fondsanlagen unter der GroMiKV

Für die ab dem 31. Dezember 2010 geltende Fassung der Verordnung über die Erfassung, Bemessung, Gewichtung und Anzeige von Krediten im Bereich der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften des Kreditwesengesetzes (Großkredit- und Millionenkreditverordnung, GroMiKV), die u.a. Änderungen zur Behandlung von Fondsanlagen in § 6 (Adressausfallrisiken aus zugrunde liegenden Geschäften) beinhaltet, wird die BaFin Anfang des neuen Jahres ein Rundschreiben veröffentlichen, welches Konkretisierungen u.a. zur Durchschau nach § 6 Abs. 1 GroMiKV und Details zu § 6 Abs. 2 GroMiKV und Dachfonds-Konstruktionen enthält. Das Rundschreiben wird auf den Ergebnissen des entsprechenden Fachgremiums Kredit basieren, die der Geschäftsstelle vorliegen. Über die Veröffentlichung des Rundschreibens werden wir Sie wie gewohnt zeitnah informieren.

Die ab dem 31. Dezember 2010 geltende Fassung der GroMiKV ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

http://www.bafin.de/cln_179/nn_722756/Shared-Docs/Aufsichtsrecht/DE/Verordnungen/gromikv__ab__101231.html#doc1990422bodyText7

International

1. CESR Call For Evidence zu Durchführungsmaßnahmen zur AIFM-Richtlinie

Die oben erwähnte Anfrage der EU-Kommission an CESR für einen technischen Ratschlag zu Durchführungsmaßnahmen hinsichtlich der zukünftigen AIFM-Richtlinie vom 2. Dezember 2010 können Sie unter nachfolgendem Link abrufen.

http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/level2/mandate_en.pdf

Auf Basis dieser Anfrage hat CESR nunmehr einen Call for Evidence zu diesem Mandat veröffentlicht, mit dem sie der Branche Gelegenheit gibt, zu Struktur, Inhalt und Umfang des Mandates Stellung zu nehmen. Insbesondere zu folgenden Fragen ist die Branche aufgerufen Stellung zu nehmen:

1. Which categories of investment manager and investment fund will fall within the scope of the Alternative Investment Fund Managers in your jurisdiction? Please provide a brief description of the main characteristics of these entities (investment strategies pursued, underlying assets, use of leverage, redemption policy etc).
2. Among the topics that will be covered by the implementing measures, which do you consider would be most appropriately adopted in the form of regulations or directives? Please explain your choice.
3. Can you identify useful sources of data and statistical evidence from which CESR could benefit in the preparation of its advice?

Der Call for Evidence ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

<http://www.cesr.eu/popup2.php?id=7318>

Im Hinblick auf die von CESR gesetzte Frist nimmt die Geschäftsstelle Ihre Rückmeldungen zum Call for Evidence und den gestellten Fragen bis zum **4. Januar 2011** entgegen.

2. CESR Konsultationspapier „CESR’s Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure for certain types of structured UCITS“

Am 18. November 2010 hat CESR seine „Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure for certain types of structured UCITS“ zur Konsultation gestellt. Diese Guidelines enthalten Modifikationen zu den im Sommer vorgestellten “Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of the Global Exposure and Counterparty Risk (Ref. CESR/10-788)” für sog. strukturierte UCITS, die folgende Merkmale aufweisen:

- a) the UCITS is passively managed and structured to achieve at maturity the pre-defined payoff and holds at all times the assets needed to ensure that this pre-defined payoff will be met;
- b) the UCITS is formula based and the pre-defined payoff can be divided into a limited number of separate scenarios which are dependent on the value of the underlying assets and which offer investors different payoffs;
- c) the investor can only be exposed to one scenario at any time during the life of the UCITS;
- d) the use of the commitment approach to calculate global exposure for the individual scenarios is appropriate taking into account the requirements of Box 1 of the Guidelines;
- e) the UCITS has a final maturity not exceeding 9 years;
- f) the UCITS is closed to new subscriptions after the initial marketing period;
- g) the impact of the performance of a single underlying asset on the payoff when the UCITS switches from one scenario to another complies with the diversification requirements of the UCITS Directive; and

- h) the maximum loss the UCITS can suffer when the portfolio switches from one scenario to another must be limited.

Das CESR Konsultationspapier ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

<http://www.cesr.eu/popup2.php?id=7310>

Die Konsultation endet am 31. Dezember 2010. Hinweise und Stellungnahmen aus dem Mitgliederkreis und von anderen Marktteilnehmern nimmt die Geschäftsstelle bis zum **28. Dezember 2010** entgegen.

3. EU-Verordnung zu Leerverkäufen und CDS-Transaktionen – Kompromissvorschlag der Ratspräsidentschaft und Entwurf des Berichterstatters Canfin

Im letzten Newsletter hatten wir über den Verordnungsentwurf der EU-Kommission zu Leerverkäufen und CDS-Transaktionen vom 15. September 2010 berichtet. Der Entwurf nebst FAQ und Impact Assessment ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_proposal_en.pdf

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/10/409&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_impact_assessment_en.pdf

Zwischenzeitlich hat die belgische Ratspräsidentschaft einen Kompromissvorschlag veröffentlicht, den Sie unter nachfolgendem Link abrufen können:

<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st16/st16676.en10.pdf>

Ebenso hat der zuständige Berichterstatter im Europaparlament, Herr Pascal Canfin, den Entwurf eines Berichtes zum Verordnungsentwurf präsentiert, der unter nachfolgendem Link abrufbar ist:

<http://www.europarl.europa.eu/oeil/FindByProcnum.do?lang=2&procnum=COD/2010/0251>

Dieser Berichtsentwurf enthält signifikante Verschärfungen gegenüber dem Entwurf der EU-Kommission und auch gegenüber dem Kompromissvorschlag der Ratspräsidentschaft. U.a. sollen nach diesem Entwurf

- Short-Positionen mit Bezug auf Indizes, Baskets und ETFs einbezogen werden,
- die Restriktionen bzw. Anzeigepflichten für CDS-Transaktionen auf ‚corporate debt‘ ausgedehnt werden,
- Anzeigepflichten für gehebelte Long-Positionen eingeführt werden,
- ungedeckte CDS nur für Halter von entspr. Long-Positionen in Schuldtitel zugelassen werden,
- CDS Transaktionen für Kreditinstitute im Hinblick auf Schuldtitel des Heimatlandes bzw. der EU verboten werden.

Der BAI führt derzeit Gespräche mit Parlamentariern und dem Bundesfinanzministerium zu beiden Änderungsentwürfen und nehmen für unsere weitere Verbandsarbeit gerne Hinweise und Anregungen zu diesen Vorschlägen entgegen.

4. Änderung der Prospekt- und Transparenzrichtlinie beschlossen

Am 11. Oktober 2010 hat nunmehr auch der EU-Rat die Änderungen zur Prospekt- und zur Transparenzrichtlinie gebilligt, mit der sowohl eine Vereinfachung der Prospekt- und Veröffentlichungspflichten, also auch ein verbesserter Anlegerschutz bezweckt wird. Der angenommene Richtlinienentwurf ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/pe00/pe00029.en10.pdf>

5. IOSCO Final Report on Private Equity Conflicts of Interest

Am 15. November 2010 hat die internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden IOSCO den Abschlussbericht „Private Equity Conflicts of Interest“ veröffentlicht. Der Bericht enthält neben einem aktuellen Marktüberblick und einer Darstellung typischer Private Equity Strukturen in ausgewählten Jurisdiktionen eine Analyse potentieller Interessenkonflikte und Hin-

weise für die Vermeidung bzw. Reduzierung solcher Interessenkonflikte, jeweils bezogen auf die unterschiedlichen Phasen eines Fondszyklus. Abschließend gibt IOSCO in dem Bericht folgende Empfehlungen zur Vermeidung bzw. Reduzierung von Interessenkonflikten ab:

- 1. A private equity firm should manage conflicts of interest in a way that is in the best interests of its fund(s), and therefore the overall best interests of fund investors.**
- 2. A private equity firm should establish and implement written policies and procedures to identify, monitor and appropriately mitigate conflicts of interest throughout the scope of business that the firm conducts.**
- 3. A private equity firm should make the policies and procedures available to all fund investors both at inception of their relationship with the firm, and on an ongoing basis.**
- 4. A private equity firm should review the policies and procedures, and their application, on a regular basis, or as a result of business developments, to ensure their continued appropriateness.**
- 5. A private equity firm should favour conflicts management techniques which provide the most effective mitigation and greatest level of clarity to investors.**
- 6. A private equity firm should establish and implement a clearly documented and defined process which facilitates investor consultation regarding matters relating to conflicts of interest.**
- 7. A private equity firm should disclose the outcome of discussions from the investor consultation process and any related actions taken to all affected fund investors in a timely manner (save where to do so would breach any other legal or regulatory requirement or duties of confidentiality).**
- 8. A private equity firm should ensure that all disclosure provided to investors is clear, complete, fair and not misleading.**

Möglicherweise wird dieser Bericht im Zuge der Arbeiten an Durchführungsmaßnahmen zur AIFM-Richtlinie herangezogen.

Der IOSCO Abschlussbericht ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD341.pdf>

6. Konsultation der EU-Kommission über die Überarbeitung der Richtlinie über Märkte in Finanzinstrumenten (MiFID)

Die EU-Kommission hat am 8. Dezember 2010 eine umfassende Konsultation zur Überarbeitung der Richtlinie über Märkte in Finanzinstrumenten (MiFID) initiiert, die bis zum **2. Februar 2011** andauert.

Das Konsultationspapier ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf

Das Konsultationspapier gliedert sich in folgende Bereiche:

- Developments in market structures and practices
- Transparency of markets
- Commodity derivative markets
- Investor protection
- Supervision.

Hinweise und Stellungnahmen aus dem Mitgliederkreis und von anderen Marktteilnehmern zum Konsultationspapier nimmt die Geschäftsstelle bis zum **26. Januar 2011** entgegen.

Bitte beachten Sie auch, dass die EU-Kommission parallel am 8. Dezember 2010 ein Q&A zur MiFID Novelisierung veröffentlicht, der unter nachfolgendem Link abrufbar ist:

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/10/659&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>

Abschließend ist in diesem Zusammenhang noch auf den CESR Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID Review – Client categorisation vom 22. Oktober 2010 hinzuweisen, der der Konsultation der EU-Kommission vorausgegangen war. Das CESR-Papier ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

<http://www.cesr.eu/popup2.php?id=7292>

7. Konsultation der EU-Kommission zu Durchführungsmaßnahmen unter Solvency II / aktualisierter CEIOPS Q&A zu QIS 5

Die EU-Kommission hat am 24. November 2010 eine umfassende Konsultation zu Durchführungsmaßnahmen unter Solvency II initiiert. Mit dieser noch bis zum 26. Januar 2011 andauernden Konsultation soll der politische Entscheidungsprozess über Durchführungsmaßnahmen unter Berücksichtigung von Auswirkungen, Kosten und Nutzen dieser Maßnahmen unterstützt werden. Die Marktteilnehmer sind daher aufgerufen, zu den geplanten Durchführungsmaßnahmen Stellung zu nehmen, sowohl in qualitativer als auch quantitativer Hinsicht. Dabei soll insbesondere auch auf Auswirkungen auf Preise, Ausgestaltung und Verfügbarkeit von Versicherungsprodukten, Auswirkungen auf Verbraucher und allgemeine soziale oder wirtschaftliche Auswirkungen eingegangen werden.

Das Konsultationspapier ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/solvency-2_en.htm

Hinweise und Stellungnahmen aus dem Mitgliederkreis und von anderen Marktteilnehmern nimmt die Geschäftsstelle bis zum 21. Januar 2011 entgegen.

In der Zwischenzeit hat CEIOPS zudem den Q&A zu QIS 5 (Stand 4. November 2010) aktualisiert, der unter nachfolgendem Link abrufbar ist:

https://www.ceiops.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/QIS/QIS5/CEIOPS-Q-and-A-document-20101104.pdf

Abschließend dürfen wir in diesem Kontext auf das vorläufige Arbeitsprogramm von CEIOPS für das Jahr 2011 hinweisen, welches unter nachfolgendem Link abrufbar ist und u.a. aktualisierte Informationen zum Solvency II Gesetzgebungsverfahren enthält:

https://www.ceiops.eu/fileadmin/tx_dam/files/2011-EIOPA-Work-Programme/EIOPA-Work-Programme-2011.pdf

8. Konsultation der EU-Kommission zu legislativen Schritten für die Umsetzung der Initiative zu Anlageprodukten für Kleinanleger (PRIPs)

Die EU-Kommission hat am 26. November 2010 eine Konsultation zu legislativen Schritten für die Umsetzung der Initiative zu Anlageprodukten für Kleinanleger (Packaged Retail Investment Products, PRIPs) initiiert. Mit dieser noch bis zum 31. Januar 2011 andauernden Konsultation sollen im Hinblick auf Retail-Produkte der Anwendungsbereich, der sachgerechte Ansatz für gesetzgeberische Umsetzungsmaßnahmen, sowie der Inhalt eventueller produktbezogener Veröffentlichungspflichten im Rahmen einer solchen Gesetzgebungsinitiative diskutiert werden.

Das Konsultationspapier ist unter folgendem Link abrufbar:
http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/prips/consultation_paper_en.pdf

Hinweise und Stellungnahmen aus dem Mitgliederkreis und von anderen Marktteilnehmern nimmt die Geschäftsstelle bis zum **26. Januar 2011** entgegen.

Der Konsultation vorausgegangen war der gemeinsame Abschlussbericht von CESR, CEBS und CEIOPS „Report of the 3L3 Task Force on Packaged Retail Investment Products (PRIPs)“, der am 6. Oktober 2010 veröffentlicht wurde und Empfehlungen für die EU-Kommission enthält. Dieser Abschlussbericht ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

https://www.ceiops.eu/fileadmin/tx_dam/files/publications/submissionstotheec/20101012-3L3-TF-Report-on-PRIPs.pdf

9. IOSCO Task Force OTC derivatives regulation

In unserem letzten Newsletter haben wir über den EU-Verordnungsentwurf zu OTC-Derivaten, zentralen Gegenparteien und Melderegistern verwiesen. Hierzu gibt es derzeit noch keinen Berichtsentwurf des Berichterstatters im Europaparlament. Dieser wird Anfang des nächsten Jahres erwartet.

Zwischenzeitlich hat auch IOSCO das Thema OTC Derivate zum Anlass genommen, eine Arbeitsgruppe hierzu einzurichten, auf die wir Sie hiermit hinweisen wollen. Zielsetzungen der Task Force sind:

- to seek to develop consistent international standards related to OTC derivatives regulation in the areas of clearing, trading, trade data collection and reporting, and the oversight of certain market participants;
- to coordinate other international initiatives relating to OTC derivatives regulation, including addressing the recommendations by the OTC Derivatives Working Group for additional analysis of exchange and electronic platform trading as well as data reporting and aggregation requirements for OTC derivatives; and
- to serve as a centralized group within IOSCO through which IOSCO members can consult and coordinate generally on issues relating to OTC derivatives regulation.

Im Rahmen dieser Zielsetzung wird die Task Force folgende Aufgaben übernehmen:

- report on Exchange and Electronic Trading
- report on Data Reporting and Aggregation Requirements;
- report on International Standards

Auch über die Arbeiten der Task Force werden wir Sie wie gewohnt zeitnah unterrichten.

Kontaktdaten:

Bundesverband Alternative Investments e.V.
Frank Dornseifer
- Geschäftsführer -
- Recht und Policy-
Poppelsdorfer Allee 106
53115 Bonn
Deutschland

Tel.: +49-(0)228-96987-0
Fax: +49-(0)228-96987-90

E-mail: dornseifer@bvai.de

EUROPA ALS KRISENPROFITEUR? CHANCEN VON BETEILIGUNGS- UND INFRASTRUKTURINVESTMENTS

von **Dr. Dirk Söhnholz**

Managing Partner, Feri Institutional Advisors GmbH

Europa als Krisenprofiteur? Das hört sich zunächst seltsam an. Im Vergleich zu dem Krisenauslöser USA steht Europa zwar trotz aller Probleme mit Staatsschulden und Eurokrise noch relativ gut da. Im Gegensatz zu Asien oder Lateinamerika scheint Europa jedoch aufgrund von demografischen Entwicklungen schlecht für die Zukunft positioniert zu sein. Aus Sicht der meisten Investoren ist es allerdings relativ unwichtig, wo die größten Wachstumspotentiale sind, wenn man nicht davon profitieren kann. Und zumindest für europäische Investoren kann auch Europa besonders für illiquide Investments in den kommenden Jahren gute Anlagechancen bei begrenztem Risiko bieten.

Die Grundsatzüberlegung ist die Folgende: Deutsche Investoren sind bereit, Risiken einzugehen, um Rendite erwirtschaften zu können. Diese Risiken sollten kalkulierbar sein und in einer vernünftigen Relation zu den erwarteten Renditen stehen. Für sie ist weniger relevant, ob die Wirtschaftsleistung eines Landes generell überproportional wächst, sondern ob Sie in dem von ihnen avisierten Zeithorizont Geld verdienen können.

Zunächst einmal schrumpfen auch in Europa nicht alle Märkte sofort. Es gibt generelle – vor allem exportorientierte – Wachstumsbranchen und Branchen, die auch von negativ angesehenen demografischen Entwicklungen profitieren, wie die Altenpflege. Außerdem können auch in schrumpfenden Märkten erfolgreiche Investments getätigt werden. In einer umfassenden Analyse zu Erfolgsfaktoren von Buyout-Investments haben Feri, HEC und INSEAD 2005 festgestellt dass erfolgreiche Buyouts in schrumpfenden wie in wachsenden Branchen möglich sind (Bernd Kreuter/Oliver Gottschalg/Maurizio Zollo: Truths and Myths about Determinants of Buyout Performance, 2005). Insbesondere wird festgestellt, dass Portfoliofirmen mit einer zum Einstig niedrigen EBITDA-Marge besser performt haben. Man kann argumentieren, dass in schrumpfenden Bran-



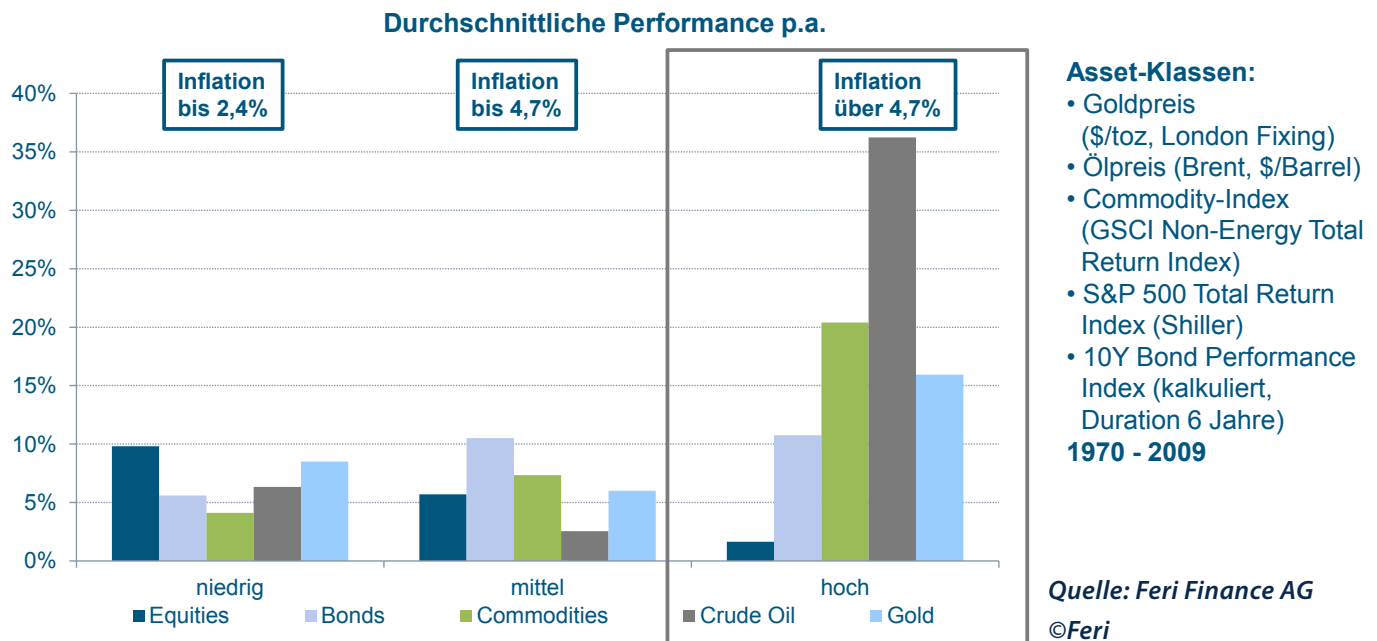
Dr. Dirk Söhnholz
Feri Institutional
Advisors GmbH

chen weniger technologische Umbrüche geschehen und kaum neue Wettbewerber hinzukommen. Dadurch ist es häufig relativ gesehen einfacher, "Underperformer" auf den EBITDA-Marktstandard zu bringen als in anderen Branchen. In wachsenden Märkten ist dagegen mit Risiken wie technologischen Brüchen, neuen Wettbewerbern, Überhitzungen, Inflation und Währungsrisiken zu rechnen. Die Chancen und Risiken sollen zunächst am Beispiel Infrastruktur veranschaulicht werden.

Infrastruktur bezeichnet alle langlebigen Grundeinrichtungen personeller, materieller oder institutioneller Art, welche für die Funktionsfähigkeit von Volkswirtschaften wichtig sind. Ähnlich wie bei Immobilien handelt es sich in der Regel um langfristige Investitionen in Objekte, die eine attraktive laufende Rendite abwerfen sollen. Anders als bei Immobilien erfolgen jedoch die Investitionen meist in stark regulierten Märkten mit hohen Nutzungsbeschränkungen bzw. Unterhaltsanforderungen und nur wenigen „natürlichen“ Käufern und Verkäufern.

In der Vergangenheit waren Infrastrukturprojekte für private Investoren kaum in signifikantem Umfang zugänglich. Dies ändert sich jedoch durch steigende Nachfrage auf Grund des demografischen Wachstums und der Urbanisierung in Entwicklungsländern sowie der Alterung der Be-

Inflation und Wertentwicklung von Assetklassen sind szenarioabhängig



völkerung in entwickelten Ländern, des technologischen Wandels, der Globalisierung mit zunehmendem Handel, des Klimawandels und von Umweltschutzanforderungen. Gleichzeitig nimmt jedoch die Finanzierungsbereitschaft öffentlicher Einrichtungen in den meisten Ländern ab. Dies eröffnet Anlegern sehr gute Opportunitäten, denn Studien prognostizieren in den nächsten Jahren einen jährlichen Investmentbedarf von über tausend Milliarden Euro. Da in Europa die Bestandsinfrastruktur relativ alt ist und die meisten europäischen Länder Investitionen in ihre Infrastruktur lange vernachlässigt haben, ist hier der Investitionsbedarf – zumindest für die nächsten 20 Jahre – sogar höher als z.B. in China.

Infrastruktur ist jedoch keine homogene Anlageklasse: Es kann sowohl in bestehende wie projektierte Objekte als auch Betreiberkonzessionen investiert werden. Dabei können Energie, Telekommunikation, Transport und soziale Infrastruktur potentielle Ziele sein. Diese Segmente unterscheiden sich vor allem in ihren Cashflow-Strukturen und der Unsicherheit dieser Cashflows (z.B. Energieversorgungsanlagen mit Abnahmegarantie vs. private Altersheime), dem Risikoprofil (Bestandsinvestitionen - die wiederum nach ihrem Restrukturierungsbedarf von niedrig bis hoch differenziert werden können - vs. Projektinvestitionen) sowie dem Grad der Zusammenarbeit mit nicht-privaten Institutionen (z.B. Public-Private-Partnerships).

Bei einer Diversifikation über alle diese Segmente und mehrere europäische Länder sowie Fondsmanager kann auch bei einer Investition in ausschließlich opportunistische Fonds ein relativ risikoarmes Portfolio zusammengestellt werden.

Auch die Region, in der investiert wird, spielt eine große Rolle und zwar sowohl aus Rendite- als auch Risikogesichtspunkten. In Europa sind die meisten Investmentopportunitäten im Bereich Bestandsinvestitionen (sog. Brownfield). Deren Risikoprofil ist wesentlich geringer als die überwiegend neuen Projekte (Greenfield) in Emerging Markets. Zudem sind in Europa auch relativ günstige Übernahmen von Projekten notleidender Verkäufer und relativ risikoarme Infrastrukturinvestments in großem Umfang möglich. Darüber hinaus sind das politische Risiko aber besonders auch das Währungsrisiko nicht zu unterschätzende Größen. Für einen konservativen deutschen Investor bietet sich daher - vor allem auch wegen der langen Investmentdauer - ein Investment in der Eurozone an, da hier das langfristige Währungsrisiko (welches nicht wirklich kosteneffizient gesichert werden kann) umgangen werden kann. Zudem ist die Identifikation der besten Investmentmöglichkeiten in Emerging Markets wesentlich zeit- und kostenaufwendiger als in Europa.

Die Größe eines möglichen Investments ist ein weiterer wichtiger Faktor, der bei der Risikoanalyse zu beachten ist: „Kleinere“ Projekte unter einer Milliarde EUR Finanzierungsvolumen weisen z.B. den Vorteil auf, dass sie derzeit noch günstiger und leichter zu finanzieren sind als die viel umworbeneren großen Transaktionen. Zudem sind diese einfacher zu managen und später - wenn große Transaktionen dauerhaft bei Langfristinvestoren „gelandet“ sind - wohl auch leichter zu verkaufen als Megaprojekte, für die immer nur sehr wenige Käufer in Betracht kommen.

Infrastrukturinvestments mit höheren Zielrenditen als Core-Immobilien sowie Private-Equity-Investments werden in der Regel in geschlossenen Fonds mit sogenannten Abruf- bzw. Commitmentstrukturen abgerufen. Die Fondslaufzeiten liegen meist bei zehn bis 15 Jahren und der Investor weiß nicht, wann wie viel Prozent des Commitments abgerufen werden. Auch ist nicht bekannt, wann welche Rückzahlungen und Erträge ausgeschüttet werden können. Solche unsichereren Cashflows sind technisch nicht vernünftig gegen Währungsrisiken abzusichern. Der Idealfall wäre, dass man jetzt einen Nicht-EUR-Fonds zeichnet und der Euro in der Abrufphase des Fonds an Wert gewinnt bzw. in der Ausschüttungsphase verliert. Dieses Szenario ist jedoch unwahrscheinlich. Aus reinen währungstechnischen Aspekten sind liquide Investments mit relativ gut planbaren Cashflow-Verläufen in Nicht-EUR-Ländern für Euro-Investoren zu präferieren.

Investments in Infrastruktur und Immobilien bzw. Private Equity werden auch zur Inflationsabsicherung vorgenommen. Unter Inflationsabsicherung können unterschiedliche Dinge verstanden werden. So ist zunächst der Substanzerhalt bzw. die reale Wertsteigerung zu nennen, die sicher im Vordergrund steht. Gerade institutionelle Investoren sind jedoch auch auf die sogenannte Fruchtziehung angewiesen, also Ausschüttungen des Assets, welche ohne realen Substanzverlust erfolgen können. In Zeiten von Hochinflation wie der Weltwirtschaftskrise 1929 sind Investoren jedoch zumindest auf eine partielle Substanzrealisierung angewiesen. So kann es z.B. wichtig sein, einzelne Wohnungen in einem Miethaus schnell verkaufen zu können. Das fällt umso leichter, je besser man den Markt kennt bzw. je etablierter dieser ist. Zudem sollten Substanzwerte gut zu beleihen sein. Auch das ist wohl im Heimatmarkt leichter - und ohne Währungsrisiken - machbar als in fremden Märkten. Nicht

zuletzt sollten inflationssichernde Investments einen Rechtsschutz bis hin zum Schutz vor Strafsteuern und Enteignung bieten. All diese Aspekte sind voraussichtlich einfacher und besser in entwickelten Märkten umsetzbar als in Emerging Markets.

Investments in Emerging Markets sind zwar gerade angesagt, aber wer kann sicher feststellen, dass die Preise für die Zielinvestments nicht bereits zu hoch sind und zu viele Entwicklungsphantasien mit einpreisen? Megatrends haben außerdem den Nachteil, dass es bis zur Realisierung von signifikanten Gewinnen sehr lange dauern kann. Bei solch langen Investmenthorizonten sind neben politischen Risiken (siehe Koreakrise) auch der Klimawandel (z.B. zunehmende Überschwemmungen in China) und Rechtsrisiken (jüngst die Verstaatlichung des Pensionssystem in Ungarn oder die Diskussion über die rückwirkende Änderung von Solareinspeisevergütungen in Spanien) zu beachten. Neben diesen Risiken sollten Sachwerte zusätzlich vor anderen Risiken schützen wie Gegenparteirisiko, Katastrophen- und Reputationsrisiko (was ist, wenn die Hochstraße im Entwicklungsland einstürzt?).

Inflation ist zudem relativ schwer prognostizierbar. Zur Zeit haben Emerging Marktes wesentlich höhere Inflationserwartungen als entwickelte Länder. Ob man - bei unsicheren Wechselkursen - daher in Emerging-Markets-Infrastruktur etc. investieren sollte um eine - zunächst nicht erwartete Inflation in Deutschland abzusichern - ist zumindest fraglich. Infrastrukturinvestitionen sollten sich danach in allen Segmenten nach Inflation - also real - rentieren. Hinzu kommt, dass selbst Immobilien nicht unbedingt als Inflationsschutz dienen, wie jüngste Analysen aus Großbritannien oder Deutschland (vgl. „Überschätzter Inflationsschutz“, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 26.11.2010) zeigen.

Als inflationsschützende Sachwerte gelten neben Immobilien und neuerdings Infrastruktur (inkl. Energieinfrastruktur) auch Wald, Agrarflächen, Vieh, Rohstoffe und sogar Aktien bzw. Beteiligungen sowie Sammlerobjekte. Die folgende Grafik zeigt, dass die Inflationsabsicherung sich zwischen den Anlagen aber ebenso in Bezug auf die Inflationshöhe in der Vergangenheit relativ klar unterschieden hat.

Die Wertentwicklung von Assetklassen ist Inflationsumfeldabhängig

Zusammenfassend kann man sagen, dass Investitionen in deutsche bzw. europäische Sachwerte in Form von geschlossenen Fondsbeteiligungen unter verschiedensten Aspekten weiterhin sehr attraktiv sein können. Man könnte sogar so weit gehen zu fragen, ob nicht die gesamte Asset Allocation des Investors unter diesen Aspekten neu zu hinterfragen ist, insbesondere wenn eine Krisenabsicherung (Risiko-Overlay) für solche illiquiden Investments möglich ist (siehe auch Dirk Söhnholz/Sascha Rieken/Dieter G. Kaiser: Asset Allocation, Risiko-Overlay und Manager-Selektion – Das Diversifikationsbuch, Gabler, 2010). Möglicherweise sollte man sogar das Core-Satellite-Konzept umkehren und den Core als Investments in illiquide deutsche/europäische Sachwerte definieren und liquide Satelliteninvestments in Märkte außerhalb der Core-Investments tätigen. Das würde zum Beispiel auch die derzeit viel diskutierte Frage nach der Zukunft passiver Investments in ein anderes Licht rücken.

Kontakt:

Dr. Dirk Söhnholz
Feri Institutional Advisors GmbH
Rathausplatz 8-10
D-61348 Bad Homburg

Email: dirk.soehnholz@feri.de
Internet: www.feri.de

"ALTERNATIVE BETA" EIN KONZEPT ENTWÄCHST DEN KINDERSCHUHEN

**von Dr. Lars Jaeger
Dr. Markus Schlatter**
Alternative Beta Partners

Einführung

Hedgefonds- noch vor kurzem als Königsdisziplin des Investments bejubelt – erlebten in den letzten zwei Jahren einen dramatischen Wechsel in der Anlegergunst. Die Finanzkrise des Jahres 2008 verschonte auch die "Herren des Absolutismus" nicht. Seit 2008 besitzt das Wort "absolute" in der Hedgefonds-Branche eine relative Bedeutung: Investoren in den allermeisten "absolute return" Produkten erlitten während der Krise Kapitalverluste von mehr als 20%. Dazu kommen erhöhter Kostendruck, stärkerer Erklärungsbedarf zum proklamierten "Alpha" der Manager, wachsende regulatorische Anforderungen und nicht zuletzt erhöhte Auflagen zur Betrugsprävention mit der Forderung nach verbessertem Risikomanagement. Dies alles schafft neue Rahmenbedingungen für die Hedgefonds-Branche, nicht zuletzt für Dach-Hedgefonds. Ganz im Sinne einer Schumpeter'schen konstruktiven Zerstörung weichen alte Business und Gebührenmodelle neuen Ansprüchen der Investoren nach niedrigeren Gebühren, mehr Transparenz und der Forderung nach einer klareren Differenzierung von Alpha und Beta.

Ein Gewinner dieser Entwicklungen ist das Konzept der "alternativen Beta Strategien". Nachdem entsprechende Produkte im Jahr 2008 vielfach deutlich geringere Verluste als die durchschnittlichen Hedgefonds-Produkte erlitten hatten, verzeichnen sie auch im Jahre 2010 eine wesentlich bessere Wertentwicklung als der durchschnittliche Dach-Hedgefonds. Grundlage dafür ist ihre kosteneffiziente Gesamtstruktur. Mit dem Focus auf höchstmögliche Liquidität und Transparenz kommen sie zudem einer neuen Erwartungshaltung von Seiten der Anleger nach und entsprechen einem sich ändernden regulatorischen Umfeld.



Dr. Lars Jaeger
Alternative Beta Partners



Dr. Markus Schlatter
Alternative Beta Partners

Die genaue Analyse der Renditen der ca. 8000 Hedgefonds-Manager, das bessere Verständnis ihrer Renditequellen und das daraus resultierende Wissen über die Verfügbarkeit kosteneffizienter Zugangsalternativen zu ausgewählten Hedgefonds-Risikoprämien werden nicht nur von institutionellen Anlegern sondern von jeglichen Asset Managern, die weniger von Aktien- und Rentenmärkten abhängig sein wollen, zunehmend als alternativer und attraktiverer Zugang zu besserer Netto-Performance angesehen. Dieser Artikel stellt die verschiedenen Ansätze dazu vor, von simpler "hedge fund replication" bis zu "bottom-up" basierten "Alternative Beta Strategien", und präsentiert einen ausführlichen Performancevergleich der verschiedenen Produkte untereinander sowie im Vergleich zu den "klassischen" Hedgefonds-Produkten.

Jeder Mensch hat persönliche Interessen und bevorzugte Sichtweisen, so auch die Autoren dieses Artikels. Das Beste, was ein Autor damit machen kann, ist sie offen zu legen. Hier sind unsere: Die Autoren sind aktive Teilnehmer wie auch Beobachter der Hedgefonds-Replication / "Alternative Beta" Bewegung. Im Jahre 2004 starteten wir als erster seiner Art einen Anlagefonds, der sich zum Ziel setzte, generische Hedgefonds-Risikoprämien aus den Kapitalmärkten kosteneffizient zugänglich zu machen.

Diesem Anspruch werden wir nun seit sechs Jahren gerecht. Dies bedeutet, dass die Autoren ein kommerzielles Interesse an diesem Thema haben. Es bedeutet allerdings auch, dass sie viel Zeit und Ideen in die Entwicklung und Implementierung solcher Investmentstrategien gesetzt haben. Wir freuen uns sehr darüber, dass unser Konzept der "Alternative Beta Strategien" mit der Zeit zahlreiche Anhänger gefunden hat.

Die globale Hedgefonds-Industrie in den Jahren 2008-2010

Es ist noch nicht lange her, da musste sich die Hedgefonds-Industrie keine Gedanken darüber machen, was die Leute von ihr dachten - niemand dachte über sie nach. Hedgefonds-Manager operierten in einem wenig bis gar nicht reguliertem Umfeld und zeigten sich äusserst zurückhaltend mit Informationen hinsichtlich ihrer Handelsstrategien. Vor rund 15 Jahren war es primär eine Reihe von wohlhabenden Privatinvestoren, die sich als ihre Investoren engagierten. Diese akzeptierten bereitwillig hohe Gebühren und wenig bis gar keine Transparenz als Tribut an eine offensichtlich magische Performance der Hedgefonds Manager.

Diese alte Welt ist untergegangen – versunken im grossen Erfolg der Hedgefonds-Branche und ihrem darauf folgenden spektakulären Versagen im Jahre 2008. Bis 2008 hatte sich das weltweite Investment-Volumen von Hedgefonds ca. um den Faktor 15x erhöht, in ca. genau so vielen Jahren. Dieser Demokratisierungsprozess ermöglichte einen geradezu raketenhaften Aufstieg der Hedgefonds-Manager und ihrer "Zulieferer", den Dach-Hedgefonds. Diese begründeten ihre Verkaufsstrategie auf "Alpha", d.h. ihrer Expertise und ihrem Know-How, aus Marktineffizienzen Renditen zu erzielen. Doch stellt die tatsächliche Performance der Hedgefonds-Industrie, insbesondere die der Dachfonds-Manager, in den letzten Jahren die Alpha Komponente ihrer Renditen in Frage. Selbst vor der Krise im Jahre 2008 war die Wertentwicklung des durchschnittlichen Hedgefonds signifikant unter dem historischen Durchschnitt der 90er Jahre geblieben: In den Jahren 2001-2007 war die durchschnittliche Performance eines Hedgefonds-Managers magere 200-300 Basispunkte über dem risikolosen Zinssatz – die der Dach-Hedgefonds noch geringer. Und bereits vor der Krise mussten zahl-

reiche grosse Stars der Branche wie LTCM, Quantum, Tiger, Niederhoffer, Amaranth, und Beacon Hill in weit weniger dramatischen Marktumfeldern eine Unzahl von spektakulären Verlusten bis zu Totalverlusten hinnehmen. Und zuletzt haben sich Hedgefonds als Gruppe trotz ihres Anspruches, marktneutrale Erträge zu erwirtschaften, nie den zeitweiligen Verlusten an den globalen Aktienmärkten zu entziehen vermocht. Schwache Hedgefonds-Performance ging immer wieder Hand in Hand mit Einbrüchen der Aktienmärkte, wie z.B. Oktober 2005, Mai/Juni 2006, Februar/März 2007, Juli/August 2007 und März 2008.

Die Finanzkrise des Jahres 2008 hatte eine Halbierung der von Hedgefonds verwalteten Gelder zur Folge. Viele Manager verschwanden gänzlich vom Markt. Hedgefonds erwiesen sich als ein Teil des kollabierenden Marktsystems. Trotz der ihnen zur Verfügung stehenden Flexibilität bei der Wahl ihrer Finanzinstrumente, konnten sie sich im Herbst der "Flucht in die Liquidität" nicht entziehen. Obwohl einige wenige Hedgefonds-Manager durch konträre Positionierungen viel beachtete aussergewöhnliche Erträge erzielen konnten, erlitten Dach-Hedgefonds-Manager im Jahre 2008 durchschnittlich 20% bis 25% Verluste. Diesen Verlusten waren umfangreichen Investments von Seiten institutioneller Investoren vorangegangen, die sich auf die Verkaufsversprechen von Alpha und "absoluten Renditen" eingelassen hatten. Nun zogen genau diese Anleger ihr Geld wieder ab. Entsprechend sahen sich Dach-Hedgefonds mit einer solchen Fülle von Rücknahme-Forderungen konfrontiert, dass sie diese nicht honorieren konnten. Die ihren Portfolios zugrunde liegenden Positionen konnten nicht liquidiert werden. Als Stichwörter der Hedgefonds-Terminologie lösten "Gating" und "side-pockets" das vormals gepriesene Wort "Alpha" ab. Viele Investoren mussten die schmerzliche Erfahrung machen, dass sie Ihre investierten Gelder genau dann nicht zurück erhielten, als sie diese am dringendsten benötigten.

Die beschriebenen Erfahrungen decken sich mit quantitativen Untersuchungen. Eine Reihe von akademischen Studien belegt, dass das Hedgefonds-Alpha bei weitem nicht so prominent vertreten ist, wie es Investoren gerne suggeriert wurde. Die überwiegende Mehrheit von Hedgefonds-Renditen beruht auf systematischen Risikoprämien und nicht auf dem Ausnutzen von Marktineffizienzen, mit anderen Worten in Hedgefonds ist weit

mehr Beta als Alpha. Dies bedeutet nicht, dass Alpha inexistent ist. Nur ist es viel schwerer zu finden als anhin angenommen. Die Attraktion von Alpha leuchtet sofort ein. Wer hätte nicht gerne Renditen ohne systematische Risiken? Der Charme von Beta dagegen ist eher mondän, allerdings auch leichter verfügbar. Eine Konsequenz aus der Beobachtung, dass Hedgefonds-Renditen zum überwiegenden Teil aus Beta-Erträgen stammen, ist die Idee, solches Hedgefonds-Beta direkt aus den Kapitalmärkten zu extrahieren, ohne in die Hedgefonds zu investieren. Solche Extrahierungstechniken weisen einen klaren Vorteil gegenüber "traditionellen Hedgefonds-Anlagen" auf: eine signifikant geringere Gebührenbelastung.

Alternatives und Traditionelles Beta

Hedgefonds-Beta und traditionelles Beta unterscheiden sich substantiell voneinander. Obwohl beide das Resultat von systematischen Risiken in den globalen Kapitalmärkten sind, ist das Beta von Hedgefonds oft komplexer als traditionelles Beta. Letzteres beruht darauf, ein Instrument zu kaufen und im Portfolio zu halten ("buy and hold"-Strategie). Dagegen erfordert alternatives Beta weitere Investmenttechniken wie Leerverkauf, Leverage oder Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten. Diese werden häufig direkt dafür verwendet, Hedgefonds zu charakterisieren, da diese unter den wenigen Marktteilnehmern sind, die diese Techniken verwenden. Beispiele für alternative Betas sind diverse Aktien-Spreadfaktoren wie small cap versus large cap, value versus growth, und Momentum-Investments; Event Risikoprämien wie z.B. in der Fusionsarbitrage; Volatility Faktoren (vega risk); Prämien aufgrund von Hedging-Nachfrage in den globalen Terminmärkten; sowie eine Reihe weitere Spread-Strategien wie "Carry" im Währungsbereich (FX) oder in Zinsinstrumenten ("fixed income").

Da alternatives Beta komplexer ist als das bekanntere traditionelle Beta, darf es nicht verwundern, dass es von vielen lange als Alpha angesehen wurde. Erst mit der Entwicklung besserer Risikomodelle liessen sich Alpha von Beta genauer differenzieren. Können Anleger bereits heute direkt in alternative Beta-Risikoprämien investieren? Lassen sich Hedgefonds-Investmenttechniken mittels eines systematischen Handelsmodells erfassen und dieses dann in einem Anlagevehikel abbilden? Wir be-

antworten diese Fragen mit gewissen Einschränkungen aber dennoch deutlich mit "Ja". Mit grossem Aufwand versucht heute eine Reihe von Marktteilnehmern, inklusive traditioneller Fonds-Manager, neue Zugangswege zu alternativen Beta-Renditen zu finden.

Es ist sicher unmöglich, Alpha zu modellieren oder sogar nachzubauen, da dieses spezifischen Know-hows und Wissens über Marktineffizienzen bedarf. Dagegen können wir die Erträge aus Risikoprämien (Beta) durchaus mittels Modelle erfassen und extrahieren. Da eine Reihe von Risikoprämien als Beta umklassifiziert wurden, die früher als Alpha angesehen wurden, sehen sich Hedgefonds-Manager gezwungen, ihren Anlegern diese beiden Komponenten genauer zu erklären und ihre sehr hohen Gebühren für ihr erklärtes Alpha zu rechtfertigen. Genau hier setzt das Alternative Beta-Konzept an. Vor über fünf Jahren veröffentlicht einer der Autoren unter dem Titel "Factor Modeling and Benchmarking of Hedge Funds: Can passive investments in hedge fund strategies deliver?" in der Winter 2005 Ausgabe des Journal of Alternative Investments einen einflussreichen Artikel. Die darin vorgestellten linearen Faktormodelle stellten an sich keine erhebliche Innovation dar, da diese bereits in der Vergangenheit in verschiedenen Fachzeitschriften diskutiert worden waren. Doch in anderer Hinsicht liess sich dieser Artikel auf eine wahrlich neue Frage ein: Sollte es möglich sein, die bereits weitgehend bekannten Faktormodelle in das Format von Handelsmodellen zu bringen und damit Hedgefonds-Renditen direkt nachzubilden? Die Frage stiess auf fruchtbaren Boden: Im Verlaufe der folgenden Jahre begannen immer mehr globale Investmentbanken und deren Asset Management Abteilungen sich mit dem Thema "Hedgefonds-Renditereplikation" zu beschäftigen.

Identifikation von Risikoprämien und Bottom Up Extraktion alternativer Betas

Die Wahl der meisten Ansätze, Hedgefonds-Risikoprämien zu extrahieren, ist die lineare Faktoranalyse. Die entsprechenden Modelle beschreiben eine Investmentstrategie als Linearkombination von einer Reihe von Faktoren verschiedener Asset-Klassen. Diese Multifaktormodelle stellen die am besten verstandene Möglichkeit dar, die lineare Abhängigkeiten bestimmter Variablen

von anderen Variablen zu erklären, in unserem Fall die Wertentwicklung einer Hedgefonds-Strategie von ihren systematischen Risikofaktoren. Eine mittlerweile umfangreiche Zahl von Anbietern offerieren auf lineare Faktormodelle basierte Replikationsprodukte, die die vergangenen Zeitreihen von Hedgefonds-Indizes und deren statistische Eigenschaften nachzubilden versuchen. Diese Modelle zeigen im Bereich der direktionalen Aktienstrategien eine zufrieden stellende statistische Signifikanz und sind somit für diese Strategien gut geeignet. Hier reicht das Aktien-Exposure als erklärender Faktor aus. Bei anderen Hedgefonds-Strategien, insbesondere jenen mit nicht direktonalem Charakter, ist ihre Aussagekraft jedoch stark eingeschränkt. Auch zur Erklärung breit diversifizierter Hedgefonds-Indizes erreicht man mit diesen faktorbasierten Modellen schnell die Grenzen der Erklärungskraft. Mit ihren stark direktonalen Faktoren verwässern diese Modelle das wertvolle alternative Beta weitestgehend. Daraufhin bleibt das Aktien-Beta als alleiniger Faktor übrig. Berechtigterweise fragen sich die Anleger hier: Wofür bedarf es solcher Modelle überhaupt, beruht doch der eigentliche Sinn und Zweck der Rendite-Extraktion bei Hedgefonds auf alternativem Beta?

Woher kommen die nicht-linearen und bedingten Ertragsprofile der meisten Hedgefonds-Strategien, die lineare Faktormodelle scheitern lassen? Wie kommt es, dass sich die Exposures der Hedgefonds zu den systematischen Risiken im Laufe der Zeit verändern? Befassen wir uns mit solchen Fragen im Detail, so sind wir gezwungen, uns ausführlicher mit den individuellen Investmenttechniken der Hedgefonds-Manager zu beschäftigen. Da die von den Hedgefonds-Managern erzielten Risikoprämien in ihren Eigenschaften von denjenigen traditioneller Investmentmanager abweichen – daher stammte ja der Begriff "alternative beta" – sind auch alternative Investmenttechniken für ihre Extraktion nötig. Wie bereits erwähnt, umfassen diese den Einsatz von Leerverkaufstechniken, Derivaten und Fremdkapital. Es sollte uns daher nicht verwundern, dass bei einer solchen Breite an Instrumenten und Investmenttechniken lineare Faktormodelle Hedgefonds-Renditen nicht adäquat abzubilden vermögen.

Betrachten wir als illustratives Beispiel die Extraktion von Risikoprämien in der Merger Arbitrage Strategie. Es ist einleuchtend, dass, wenn wir an der Risikoprämie (in

Form des "deal spread") von M&A Transaktionen partizipieren wollen, gezwungen sind, in Aktien, die einer M&A Transaktionen unterliegen, selbst zu investieren. Es gibt keinen einfachen Faktor, mit dessen Hilfe man dieses Ertragsprofil sonst erfassen könnte. Dieses Beispiel illustriert, dass wir bei der Extraktion von alternativen Betas wie ein Hedgefonds-Manager selbst handeln und die gleichen Investmenttechniken wie ein solcher verwenden müssen. Diese beruhen auf bedingten Handelsstrategien anstatt simplen Kauf- und Haltestrategien.

Wir fassen zusammen: Um Hedgefonds-Renditen zu replizieren, müssen wir wie ein Hedgefonds-Manager handeln. Wir bezeichnen diesen Regel-basierten Investmentansatz als "bottom up" Methode, oder auch "alternative Beta Strategien". Letzterer Name bezieht sich darauf, dass wir die individuellen alternativen Betas direkt extrahieren. Der "Bottom Up"-Ansatz hilft und zwingt uns, die Investmenttechniken der Hedgefonds, deren Risiko und Renditebedingungen im Detail zu verstehen. Naturgemäß ist diese Methode weniger genau spezifiziert als statistische Replikationsverfahren. Daher erfordert seine Umsetzung detailliertes Wissen über die Aktivitäten der Hedgefonds, der Implementierung der Techniken zur Extraktion von Risikoprämien, sowie zuletzt auch der Portfoliokonstruktion.

Wir haben in den letzten Jahren zahlreiche entsprechende Handelsmodelle entwickelt. Das Modelluniversum umfasst heute 16 verschiedene alternative Betas, die fünf Hedgefonds-Strategiesektoren zugeordnet werden (equity long short, event driven, equity market neutral, global macro and relative value). Im Folgenden wird die live Wertentwicklung (netto nach allen Gebüh-

Strategies	2010	2009	2008	2007	2006	2005
	bis September					
Event Driven	0.9%	7.3%	-19.3%	1.2%	7.8%	
Merger arbitrage	7.8%	9.7%	-6.9%	5.3%	-1.0%	
Long/short	2.8%	8.8%	-22.9%	8.7%	11.7%	6.1%
Master Ltd Partnerships	12.0%	14.4%	-40.6%			
Emerging Markets	7.3%	17.6%	-18.7%	13.7%		
Deep Value	-2.7%	20.2%	-4.0%	-3.6%		
Minimum Variance	5.9%	-7.3%	5.6%	5.4%	22.0%	5.4%
Carry Bonds	12.7%	0.5%	-2.8%	1.4%	5.0%	
Carry FX	23.1%	-11.1%	-11.3%	0.2%	14.5%	
Comm Term Structure	1.3%	-0.4%				
GTAA	-2.4%	-19.3%				
Trend-following	0.0%	-3.2%	57.6%	8.4%	3.2%	4.5%
Fixed Income Credit	1.3%	11.5%	-5.2%	-0.1%		
Fixed Income Duration	10.0%	2.9%	20.9%			
Insurance Linked Sec	5.9%	7.5%	0.5%			
Volatility Arbitrage	-0.6%	10.2%	-26.4%	3.8%	12.1%	4.6%

Abbildung 1: Live und netto Performance der einzelnen ABP Alternativen Beta Strategien

ren) der einzelnen Strategien gezeigt (Zahlen in Italics bedeuten, dass die Strategie während des Jahres begonnen wurde, die Zahlen sind nicht annualisiert)

Nach Festlegung des Mechanismus für die Extraktion der verschiedenen alternativen Betas erfolgt die Bestimmung der optimalen Asset-Allokation. Aus den "Atomen" der Risikoprämien konstruieren wir die gewünschten Hedgefonds-"Moleküle". Wie man eine schier endlose Zahl von Molekülen aus einer vergleichsweise kleinen Anzahl von Atomen bauen kann, lassen sich die unterschiedlichsten Hedgefonds-Portfolios aus alternativen Beta Strategien konstruieren. Beschränken wir uns dagegen wie im Faktormodell-Ansatz auf die rein statistische Replikation eines Hedgefonds-Indexes, so ist die Asset-Allokation durch den Indexanbieter bereits vorgegeben.

Doch können wir mit Hilfe des Bottom Up Ansatzes noch einige Schritte weiter gehen. Wir sind in der Lage, dem Investor ein sehr viel genauer definiertes Risiko-Ertrag-Korrelationsprofil für sein gewünschtes Investment zu liefern. An dieser Stelle befindet sich der Alternative Beta Anbieter in derselben Position wie ein Dach-Hedgefonds-Manager. Beide sehen sich der Herausforderung gegenüber, ein diversifiziertes Portfolio über verschiedene Risikoprämien zu liefern. Allerdings hat die Asset-Allokation über verschiedene Alternative Beta Strategien hinweg gegenüber dem konventionellen Dachfonds einen entscheidenden Vorteil: Die Atomisierung der Ertragsquellen in individuelle Risikoprämien erlaubt einen weit höheren Grad an Flexibilität. Der Leser erinnere sich daran, dass die alternativen Betas selbst einzelne Hedgefonds-Bestandteile verkörpern, die zusammengefügt erst bestimmte Hedgefonds-Strategien ergeben. Dem Manager von alternative Betas steht daher eine sehr viel granularere Menge an Risikoprofilen zur Verfügung, die genauer und transparenter definiert sind als die wesentlich größeren Risikoprofile, die einem Dach-Hedgefonds-Manager in Form einzelner Manager und Hedgefonds-Strategien zugänglich sind. Damit kann der Portfolio Manager die seiner Meinung nach vorherrschende relative Attraktivität von Strategien und Risikoprämien sehr viel flexibler und genauer in einer taktischen Asset-Allokation umsetzen.

Empirische Resultate – Wie sind Investoren in alternative Beta/Hedge Fund Replikations-Produkten bisher gefahren?

Im Folgenden betrachten wir die live Performance einzelner alternativer Beta und Hedgefonds-Replikations-Produkte. Dabei konzentrieren wir uns ausschliesslich auf investierbare Produkte mit öffentlich zugänglicher live Performance, um allfälligen (und leider omnipräsenten) Reporting-Biases aus dem Weg zu gehen sowie eine Vergleichsbasis "nach allen Kosten" zu haben. Dieses Verfahren erscheint uns sehr wichtig, da zahlreiche Anbieter so genannte "Index-Performance" angeben, die die tatsächliche Investment-Performance der Produkte um einiges übertrifft (und daher eher das ökonomische Interesse der Anbieter als tatsächlich für den Anleger verfügbare Rendite beschreibt). Die alternativen Beta/Hedgefonds-Replikations-Produkte ("Alt-Beta Fonds"), die unserer Vergleichsstudie zugrunde liegenden, sind die folgenden: "Credit Suisse Liquid Alternative Beta", "Goldman Sachs Absolute Return Fund", "IndexIQ Multi-Strategy Tracker", "Lombard Odier Alternative Beta", "Merrill Lynch Factor Index Fund", "Rydex MultiHedge", "SSgA Premia Fund", und "Alternative Beta Partners ("ABP") - Alternative Beta Balanced Fund". Die folgende Tabelle 1 zeigt das jeweilige Auflegungsdatum der Produkte.

Produkt	Auflegungsdatum
AltBeta Balanced	05.10.2004
Rydex MultiHedge	19.09.2005
GS Absolute Return	06.03.2007
ML Factor Index	03.04.2007
SSgA Premia Fund	20.10.2008
LO Alternative Beta	26.02.2009
IndexIQ Multi-Strategy Tracker	25.03.2009
CS Liquid Alternative Beta	31.03.2010

Tabelle 1: Auflegungsdaten der einzelnen alternativen Beta/Hedgefonds-Replikations-Produkte (Alt Beta Funds)

Die entsprechenden relevanten investierbaren breit diversifizierten HedgeFonds-Indexprodukte ("HF Index-Fonds") sind "Dow Jones-Credit Suisse All Hedge", "Dow Jones-Credit Suisse Blue Chip", "HFRX Global" und "MSCI Lyxor". In allen Fällen haben wir den relevanten Fonds netto aller Gebühren seit Auflegung herangezogen.

Zunächst vergleichen wir die durchschnittliche Performance der AltBeta Fonds mit jener der HF Index-Fonds. Die jeweiligen Produkte fließen hierbei gleich-gewichtet in den Durchschnitt ein. Abbildung 2 zeigt diesen Vergleich seit Ende 2007.



Abb. 2: Vergleich der durchschnittlichen Performance der alternativen Beta/Hedefonds-Replikations-Produkte (Alt Beta Funds) mit investierbaren Hedefonds-Indexprodukten (HF Index Funds)

Wir erkennen deutlich, dass in der fast dreijährigen Periode seit Ende 2007 die Performance der AltBeta Fonds die der HF Index-Fonds schlägt, wobei erstere auch noch eine deutlich niedrigere Volatilität sowie einen wesentlich geringeren Verlust im Krisenjahr 2008 aufweisen - was die einführende Aussage oben bestätigt.

Die Zukunft von absoluten Ertragszielen und die Rolle von Dach-Hedefonds

Was bedeutet all dies für die Anleger? Die kurze und prägnante Antwort lautet: Die Suche nach absoluten Erträgen geht weiter. Allerdings müssen wir die traditionelle Antwort von Dach-Hedefonds, gemäss welcher absolute Rendite mehr oder weniger ausschliesslich durch das Auffinden besonders talentierter Manager generiert wird, erweitern und teils ersetzen. Es geht jetzt primär um die Strukturierung idealer Portfolios aus kosteneffizienten, liquiden alternative Betakomponenten, welche mit einem spezifischen Risiko-Rendite-Spektrum versehen sind. Das Alternative Beta Konzept ist ein neuer Weg zu einem alt bekannten Konzept: Hedefonds eignen sich in idealer Weise als Diversifikationsinstrumente. Hedefonds-Investoren, die die Seltenheit und idiosyn-

kratische Natur von Alpha erkannt haben, können ihr Portfolio auf kosteneffiziente und liquide alternative Betafaktoren stützen und sich auf dieser Basis dann auf die Suche nach wahrem Alpha begeben.

Wenn es darum geht, diese neuen Opportunitäten und teils nicht mehr ganz so neuen Konzepte in die Investment-Praxis umzusetzen, können Dach-Hedefonds eine wichtige Rolle übernehmen. Zu diesem Zweck müssten sie realisieren, dass ihre zukünftige Rolle weit über eine reine Managerselektion hinausgeht. Verwechseln Sie Beta mit Alpha, so zahlen ihre Kunden als Konsequenz eine unnötige Gebühr für Beta-dominierte Produkte, die bereits alles andere als billig - und entsprechend renditeschwach - sind. Klassifizieren sie Beta-Renditequellen in inkorrekt Weise oder schränken sich in ihrer Auswahl zu sehr ein, erhalten sie suboptimale Portfolios. Um ihr Leistungsspektrum und Produktangebot angemessen anzupassen, müssen sie in der Zukunft neben der Manager-Auswahl die einzelnen Risikoprämien in den globalen Kapitalmärkten besser verstehen, eine systematische Risiko-Budgetierung betreiben, um auf dieser Basis die am besten geeignete Asset Allokation festzulegen, und nicht zuletzt die bestehenden Risiken aktiv zu managen. Alternative Betas geben ihnen dabei die Möglichkeit, effizientere, flexiblere und kostengünstigere - und damit netto mit höherer Rendite versehene - Portfolios zu bauen. Ein weiteres Augenmerk wird dabei auf der in der Vergangenheit oft vernachlässigten Frage nach Liquidität liegen. Viele alternative Beta Strategien ermöglichen tägliche Liquidität und erlauben dem Portfolio-Manager ein viel aktiveres Liquiditätsmanagement. In Kombination mit alternativen Beta Strategien und den verbleibenden Alpha generierenden Hedefonds-Managern können sie ihr Geschäftsmodell wieder zukunftsfähig machen.

Zusammenfassung

Die Integration von Nichtlinearität und ein solides Verständnis von Hedefonds-Renditen sind unabdinglich um alternative Risikoprämien als Komponenten von Hedefonds-Renditen effizient zu extrahieren. Die von den meisten Anbietern verwendete Methode von Faktormodellen zur Replikation von Hedefonds-Indizes stellte sich dabei als nur sehr beschränkt nützlich heraus.

Nur für direktionale Hedgefonds-Strategien wie Long Short Equity erweist sie sich als nützlich, da sie hier die Aktienkomponenten der Renditen akkurat beschreiben kann. Die Mehrzahl von alternative Beta Erträgen, insbesondere jene mit nicht direktionalen Komponenten, kann nur mit Hilfe bedingter Handelsmodelle extrahiert werden, welche sich direkt auf bestimmte alternative Betas konzentrieren (Bottom up Ansatz). Sie ähneln den Techniken, wie sie Hedgefonds-Manager selbst verwenden. Die zugrunde liegenden Modelle bieten Asset-Allokatoren, seien dies Dach-Hedgefonds oder andere institutionelle Anleger in alternative Anlagen, neue Werkzeuge bei der Portfoliokonstruktion. Wir folgen weiterhin unserem bereits mehr als sechs Jahre bewährten Glauben, dass liquide alternative Beta Strategien ein wichtiges Instrument in der zukünftigen alternativen Investmentindustrie darstellen.

Kontakt:

Dr. Lars Jaeger
Alternative Beta Partners AG
Zugerstrasse 57
6341 Baar-Zug
Switzerland
Tel. +41 41 768 85 85
Fax +41 41 768 83 80

Email: lars.jaeger@altbetapartners.com

Web: www.altbetapartners.com

PRIVATE EQUITY-STUDIE: SECONDARY BUYOUTS BIETEN ATTRAKTIVES WERTSTEIGERUNGSPOTENZIAL



**Prof. Dr. Dr.
Ann-Kristin Achleitner**
CEFS, TU München



Christian Figge
CEFS, TU München



Jakob Schramm
Golding Capital Partners

**von Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner
Christian Figge
Jakob Schramm**

CEFS, TU München, Golding Capital Partners

Für Private Equity ist 2010 das Jahr der Secondary Buyouts. Diese Transaktionen, bei denen sowohl der Verkäufer als auch der Käufer eines Unternehmens Private Equity-Fonds sind, haben stark an Bedeutung gewonnen; ein wesentlicher Teil der in den letzten zwölf Monaten bekannt gegebenen Transaktionen entfiel auf Secondary Buyouts. Dennoch wurden Secondary Buyouts in der öffentlichen Diskussion bislang sehr kritisch beurteilt. Insbesondere bezweifelten viele Private Equity-Investoren, dass Secondary Buyouts für die Käuferseite ähnlich lukrativ sein könnten wie Erstinvestments. Die aktuelle Studie von Golding Capital Partners in Zusammenarbeit mit dem Center for Entrepreneurial and Financial Studies an der TU München hat das Ziel, der Diskussion eine empirische Grundlage zu geben. Sie beleuchtet erstmals folgende Fragestellungen auf einer breiten Datenbasis realisierter Transaktionen:

1. Erzielen Secondary Buyouts geringere Renditen als Primary Buyouts?
2. Erfolgt die Wertsteigerung bei Secondary Buyouts vor allem über den Einsatz von Fremdkapital?
3. Bieten Secondary Buyouts ein geringeres operatives Wertsteigerungspotenzial als Primary Buyouts?
4. Bieten Secondary Buyouts weniger Potenzial für Bewertungsverbesserungen als Primary Buyouts?

Methodik und Datenbasis

Um den Einfluss der unterschiedlichen Werttreiber empirisch zu untersuchen, wurde eine erweiterte Version der für Buyouts gebräuchlichen Methodik zur Analyse der Wertschöpfung verwendet. Dabei wird die Eigenkapitalrendite einer Transaktion in vier Werthebel zerlegt:

- Leverage - Effekt: Einfluss der Hebelwirkung des eingesetzten Fremdkapitals auf die Rendite einer Transaktion

- EBITDA¹-Effekt: Einfluss des EBITDA-Wachstums des Unternehmens auf die Rendite
- Free Cash Flow-Effekt: Einfluss der Tilgung von Fremdkapital und Dividendenzahlungen auf die Rendite
- Multiple-Effekt: Einfluss einer Bewertungsveränderung beim Verkauf des Unternehmens auf die Rendite²

Die Analysen greifen auf die Transaktionsdatenbank von Golding Capital Partners zurück. In dieser Datenbank werden Cash Flows und Transaktionsdetails auf Ebene der Portfoliounternehmen von allen Private Equity-Fondsmanagern gesammelt, die GCP im Rahmen der Due Diligence zur Verfügung gestellt werden. Für die Analyse konnten 286 Transaktionen herangezogen werden, für die detaillierte Informationen zu Rendite, Kapitalstruktur und Ergebniswachstum zur Verfügung stehen, davon 236 Primary Buyouts und 50 Secondary Buyouts. Die Transaktionen sind im Zeitraum von 1989 und 2006 getätigt worden; 80% der Unternehmen haben ihren Sitz in Europa. Für die Analyse wurden die Daten der Portfoliounternehmen und der Private Equity-Fondsmanager vollständig anonymisiert.

Ergebnisse

Bei Anwendung der vorgestellten Methodik auf den Datensatz ergeben sich folgende Ergebnisse:

1. Secondary Buyouts erzielen keine signifikant geringeren Renditen als Primary Buyouts.

Auf den ersten Blick haben Secondary Buyouts eine geringere Rendite als Primary Buyouts: Im Median liegt der IRR von Secondary Buyouts bei 31,9%, der für Primary Buyouts bei 37,5%. Hier gilt allerdings zu beachten, dass in dem verwendeten Datensatz der Unternehmenswert von Secondary Buyouts im Median über dem von Primary Buyouts liegt. Gleichzeitig

-
- 1 Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
 - 2 Der Effekt wird anhand des sogenannten EBITDA-Multiples ermittelt, der den Unternehmenswert als Vielfaches des EBITDA misst.

zeigt die Datenbank, dass die Renditen auf Transaktionsebene negativ mit der Unternehmensgröße korreliert sind. Eine multivariate Analyse belegt, dass der Unterschied in der Rendite auf Investmentgröße, Region und Zeitpunkt des Investments zurückzuführen ist und dass Secondary Buyouts damit keine statistisch signifikant geringere Rendite als Primary Buyouts erzielen.

2. Die Wertsteigerung über den Einsatz von Fremdkapital hat bei Secondary Buyouts keinen signifikant größeren Anteil als bei Primary Buyouts.

Ein Blick auf die Kapitalstruktur zeigt, dass Secondary Buyouts mit einem Verhältnis von 2,1:1 von Fremdkapital zu Eigenkapital etwas mehr Leverage einsetzen als Primary Buyouts mit 1,9:1. Allerdings ist der Unterschied relativ gering und statistisch nicht signifikant. Ebenso unterscheidet sich der Anteil des Leverage-Effekts an der Wertsteigerung bei Secondary Buyouts und bei Primary Buyouts nur unwesentlich und ist statistisch nicht signifikant.

3. Secondary Buyouts bieten ein ebenso hohes operatives Wertsteigerungspotenzial wie Primary Buyouts.

Auch bei der operativen Wertsteigerung, gemessen als Kombination von EBITDA-Effekt und Free Cash Flow-Effekt, ergeben sich nur geringe Unterschiede, die ebenfalls statistisch nicht signifikant sind. Das widerlegt deutlich die These, dass Secondary Buyouts ein geringeres operatives Wertsteigerungspotenzial als Primary Buyouts bieten.

4. Secondary Buyouts bieten weniger Potenzial für Bewertungsverbesserungen als Primary Buyouts.

Für den Multiple-Effekt ergibt sich ein statistisch signifikanter Unterschied zwischen Secondary Buyouts und Primary Buyouts. Der Effekt ist bei Secondary Buyouts signifikant geringer und unterstützt somit die Hypothese, dass sich hier das Verhandlungsgeschick von Käufer und Verkäufer neutralisiert.

Schlussfolgerungen

Secondary Buyouts bieten signifikantes Wertsteigerungspotenzial – auch auf operativer Ebene –, ohne dafür eine höhere Fremdverschuldung zu benötigen als Primary Buyouts. Nur die Möglichkeit für Bewertungsverbesserungen ist im Vergleich zu Primary Buyouts reduziert. Mehrere Gründe stützen dabei die These, dass Secondary Buyouts eine dauerhaft attraktive Investitionsmöglichkeit darstellen:

- Das Private Equity-Geschäftsmodell kann nicht, wie oftmals behauptet, auf das Ausnutzen von einmaligen Ineffizienzen reduziert werden. Im Corporate Governance-Modell von Private Equity kann auch über verschiedene Eigentümer hinweg langfristig Wert geschaffen werden. Dabei spielt vor allem die bessere Einbindung und Motivation des Managements über eine direkte Beteiligung am Unternehmenserfolg eine tragende Rolle.
- In vielen Fällen lässt die durch das geschlossene Fondsmodell begrenzte Haltedauer bei Buyout-Transaktionen noch Spielraum für die Fortsetzung einer erfolgreichen Strategie durch den neuen Investor. Für den lukrativen Verkauf eines Unternehmens ist neben einer erfolgreichen Entwicklung in der Vergangenheit vor allem das künftige Wachstumspotenzial entscheidend, denn damit wird der Käufer sein Geld verdienen. Deshalb ist es aus Sicht des Verkäufers wichtig, noch Wertsteigerungspotenzial im Unternehmen zu belassen.

- Verschiedene Entwicklungsstufen eines Unternehmens, wie Institutionalisierung oder Expansion, können von unterschiedlichen Private Equity-Fondsmanagern mit ihren jeweiligen Kernkompetenzen begleitet werden. Ein Fonds kann sich beispielsweise auf die Institutionalisierung eines Unternehmens konzentrieren: Hierzu zählen der Aufbau professioneller Finance- und Controlling-Funktionen sowie fundierter Kapitalmarktcompetenzen, aber auch notwendige Ergänzungen des Managementteams und die Optimierung des Geschäftsbetriebs. Der darauf folgende Besitzer kann dann in einem weiteren Schritt die Expansion des Unternehmens vorantreiben, etwa durch Internationalisierung, Zukäufe und Fusionen, und indem er seinem Unternehmen hilft, neue Geschäftsbereiche und Vertriebskanäle zu erschließen.

Der Trend zu Secondary Buyouts spricht somit für eine Etablierung des Corporate Governance-Modells als Ownership-Ansatz für Private Equity-Fonds. Hierzu müssen sich jedoch die Fondsmanager zunehmend auf spezifische Wertschöpfungsansätze konzentrieren, die über das Ausnutzen von einmaligen Ineffizienzen hinausgehen und darauf abzielen, die erworbenen Unternehmen dauerhaft besser, wachstumsstärker und profitabler zu machen.

Kontakt:

KfW Endowed Chair in Entrepreneurial Finance | Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner | TUM School of Management | Technische Universität München (TUM)

Arcisstr. 21 | D-80333 München | Germany
Tel.: +49 (0)89 289 25190 | Fax: +49 (0)89 289 25188

christian.figge@wi.tum.de | <http://www.ef.wi.tum.de>

THE HISTORIC PERFORMANCE OF PRIVATE EQUITY (PE): AVERAGE VS. TOP QUARTILE RETURNS - TAKING STOCK AFTER THE CRISIS

by **Prof. Oliver Gottschalg**
HEC School of Management



Prof. Oliver Gottschalg

This report presents the results of a statistical analysis of the historic performance of a sample of private equity fund investments. None of the information in this report constitutes a recommendation for or against an investment in any type of fund, company or security. The author of this report is not liable for the consequences of any decisions made on the basis of its content.

Executive Summary

This report assesses the attractiveness of average and top-quartile private equity investments relative to similar, i.e. equally risky public market investments. We identify and measure the key components of fund-level net returns for a large sample of buyout funds, capturing the effect of the relevant market performance and the effect of additional leverage. Most importantly, we quantify the “Alpha” of these funds, i.e. their outperformance relative to equally risky public market investments.

We deviate from the standard approach to compare the long-term internal rate of return (IRR) of private equity investments to the annualised long-term passive (“buy-and-hold”) returns from public market indices. We do this because this approach ignores the typically irregular timing of cash flows from private equity fund investments and the differences in operating and leverage risk between private equity fund investments and ‘the market’ as captured by these indices. Instead, we capture these factors in a five-step decomposition of buyout returns into:

- the portion driven by returns on the broad stock market (‘passive return’)
- the portion driven by investment timing

- the portion attributable to sector selection
- the effect of superimposed financial leverage to replicate the typical financial risk of buyout funds
- the residual intrinsic value generation of the buyout fund, i.e. the private equity Alpha.

We composed a sample of 701 sufficiently mature buyout Funds (US and EU) with an aggregate fund size of \$360BN. For these funds, at least seven years of detailed Cash-Flow (CF) and Net-Asset-Value (NAV) information (times-series) is available. This allowed us to compute precisely the net-of-fees performance of each fund and its public-market-equivalent (PME) benchmarks. To reduce the effect of imprecise single-vintage year definitions, we operationalise “Top Quartile” funds based on three-year vintage year windows and returns measured as Modified-IRR (MIRR) with variable re-investment and financing rates. The sample covers three decades of cash flows and consists of a mix of funds that were liquidated prior to and after the onset of the recent economic crisis.

Our baseline analysis confirms prior academic work on less recent datasets (Kaplan & Schoar, 2005; Phalippou & Gottschalg, 2009) in that on average buyout funds tend to perform broadly in line with equally risky public market investments (7.6% MIRR vs. 6.8% MIRR for our sample).

In other words, the private equity asset class on average yields only minimal and statistically insignificant Alpha.

Top quartile buyout funds, however, not only show a substantially higher absolute performance (13.6% MIRR), but also a significant Alpha (5.10%), as public market investments with the same risk profile as the top quartile buyout funds have an aggregate MIRR of 8.5%.

These findings remain qualitatively unchanged in a variety of robustness checks using the following parameters:

- different re-investment and financing rates for MIRR calculations
- stricter requirements regarding the age of the selected buyout funds
- increased assumptions regarding the average financial leverage of the buyout funds
- different assumptions regarding the value of net-asset-values of unrealised investments
- different performance measures.

1. The wrong reasons to invest in PE

There seems to be a widespread belief that private equity in general offers an extraordinarily attractive risk-return profile to investors. However, a closer look reveals that on its own, such a belief is unwarranted and a more detailed analysis is necessary before making any investment in PE.

There are regular reports in the business media praising the returns of this asset class. The performance benchmark statistics published by private equity industry associations – which then come to serve as a quasi industry-standard – suggest that long-term private equity performance compares favourably to public market returns. Finally, due to the difficulties in obtaining data of sufficient breadth and depth, academic research on this topic has been scarce, and many of the existing studies report that historically private equity beats public markets in terms of performance.

But despite an apparent consensus between practitioners, journalists and academics, the view that private equity has historically offered average net returns to investors which exceed comparable investments in the public markets has to be questioned. Based on a more careful empirical analysis performed on the largest and most comprehensive data set on the historic performance and the investment characteristics of private equity funds in North America and Europe available at the time, Phalippou and Gottschalg (2009) provide clear evidence that in fact private equity on average underperformed broad public market indices by about 3% per year (after fees). This analysis considers PE fund cash flows only through 2003 and hence excludes the recent periods of boom followed by economic crisis.

Accordingly, we need to perform a more detailed analysis of the risk-return characteristics of private equity, using both the most comprehensive and recent data available and a methodology that avoids the shortcomings of prior work.

2. Methodology

It is standard practice in the private equity industry to report performance either as a (undiscounted) ratio of cash proceeds over cash investments (multiple) or as the annualized internal rate of return of all corresponding cash flows (IRR). Each of these measures has important limitations. The “multiple” does not consider the “time value of money” - the information that, for instance, a private equity fund doubled investors’ money is of little value unless we know for how long their money had been invested. One important advantage of IRR is the fact that it considers the “time value of money” so that the timing of the underlying cash flows has a great influence on its measurement. However, there are important shortcomings in the use of IRR¹. In particular, intermediate cash flows can bias IRR results, especially for longer streams of irregular cash flows. Accordingly, we apply the modified-IRR (MIRR) method for all performance calculations, which resolves most of the

1 See, for example, Ludovic Phalippou, The Hazards of Using IRR to Measure Performance: The Case of Private Equity; http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1111796

difficulties with traditional IRR. In the MIRR calculation we apply for each of the CFs in our dataset the relevant market returns as the financing and re-investment rates: cash inflows are re-invested at the annualised rate of market return over the period between a given CF and the last CF of that fund; cash outflows are financed at the annualised rate of market return over the period between the first CF of the corresponding fund and the given CF.

Most industry statistics compare the long-term performance of private equity investments to the annualised long-term passive (“buy-and-hold”) returns from public market indices. However this approach ignores some important points, such as the irregularly timed cash flows of private equity fund investments and the differences in operating and leverage risk between private equity fund investments and ‘the market’ as captured by these indices.

Based on a refinement of the methodology used by Groh and Gottschalg (2009), we proceed in five distinct stages to provide a more accurate account of the relative performance of private equity fund investments and to gain further insights into the different components of private equity returns.

We start by computing the MIRR of each of the funds in the database based on the net of fees cash inflows and outflows. We consider the residual values of unrealised investments (i.e., the Net Asset Values or NAVs) as accurately reflecting the net-present-value of these investments and treat them as a final cash inflow in the IRR calculation². This MIRR measure of the fund net cash flows is the ‘Focal MIRR’ to which other return figures will be compared.

Second, we replicate the approach used in standard industry statistics and calculate the compounded annualised passive (“buy-and-hold”) returns from a public market index (MSCI World index) over the period from the first cash flow to a last cash flow of each of the funds in the database. The performance that results from this computation is the return that could be obtained by an investor who makes investments in the amount of the capital committed to each buyout fund at the day of the fund’s first cash flow and liquidates this position at the day of the fund’s final CF or reported NAV.

2 We assess the impact of this assumption in our robustness checks.

In a third step, we consider the particular timing of the cash flows and the operating risk of the private equity funds to compute an industry-matched (unleveraged³) Public Market Equivalent (PME) return. Similar to the approach taken by Kaplan and Schoar (2005) and Phalippou and Gottschalg (2009), we impose the observed annual net cash flows from private equity on a public market index (MSCI World) by purchasing shares to represent negative net cash flows and selling shares to represent positive net cash flows. We then calculate the final value of the public equity market portfolio created based on the market value of the portfolio on the last day of the fund (i.e., the day of the last CF or the day on which the net asset value of the fund is available). One can think of this value as being the additional final cash flow representing the liquidation value of the residual public equity market portfolio. If the final value of the PME portfolio is positive, it implies that the public market has produced a greater return than the private equity fund whose cash flows were superimposed on the public market index. If the final value of the PME portfolio is negative, it implies that the public market has produced a smaller return than private equity.

As we aim to capture the operating risk of the underlying investments, we replicate the industry mix of each fund in a fourth step of our analysis. This industry mix is changing from one year to another to track any industry changes that occur at the fund level. We use annual averages derived from the HEC Buyout Database to reflect the approximate industry split of each cash flow. To calculate the corresponding industry-matched (unleveraged) Public Market Equivalent (PME) return, we construct portfolio holdings in sector indices according to the industry mix at the fund level and proceed with investments into and out of corresponding industry-specific indices as described earlier. We then calculate the MIRR of this industry-matched (unleveraged) public market equivalent by using both the replicated annual net cash flows and the final cash flow based on the residual positions in the industry specific indices. The MIRR that results from this computation is the return that could be obtained by an investor who makes investments in industry-matched bundles of public securities and exits

3 “Unleveraged” in this context means that no leverage is added to the normal leverage of the publicly listed companies.

these securities by replicating exactly the timing of the private equity investments and exits.

In the fifth and final step, we consider the level of financial leverage in the investments underlying the buyout funds. Based on information on the typical degree of leverage both of publicly traded firms and of buyouts at a given point in time, we construct an investment strategy into the industry-matched public market equivalents which mimics the degree of leverage of each of the buyout funds. The returns to these investments are the industry-matched (leveraged) Public Market Equivalent (PME) returns and enable us to capture the effect of additional leverage.

This approach allows us to deconstruct the buyout funds' returns into five elements:

- the portion driven by returns on the broad stock market ('Passive Index Return')
- the portion driven by the timing of the underlying investments
- the performance differential between the broad stock market and returns of the industry sectors in which the fund invests after taking into account the timing of these investments
- the effect of the buyout-typical additional leverage on the industry-matched unleveraged PME and
- the residual intrinsic value generation of the buyout fund, i.e. the private equity Alpha.

Each of these benchmarks matches the investment characteristics of the PE fund in terms of...

With these benchmarks, we can calculate the following:

Passive Index Return + Timing Effect + Industry Effect + Leverage Effect = Industry-Matched leveraged PME

Alpha = Focal PE Return – Industry-Matched leveraged PME

3. Dataset and Key Assumptions

- We obtained detailed net-of-fees Cash-Flow information (times-series) from Venturexpert (mostly older vintages with performance as of 2003) and Preqin (mostly more recent vintages with performance as of 2010). There are in total 1281 buyout funds with 37,566 distinct CFs. To avoid possible biases in considering funds which are not sufficiently mature, we applied a filter on funds with at least seven years of CF activity, which led to a combined Cash Flow Database with 701 buyout Funds (US and EU) and a total fund size of \$360 BN.
- We defined "Top Quartile" funds based on three-year vintage year windows and returns measured as Modified-IRR. For example, the MIRR of all funds raised in 1996, 1997 or 1998 would all be considered in the three-year window of 1997.
- We gathered data on the distribution of PE investment across different industries over time from the proprietary HEC PPM Database (based on 5496 investments)
- We gathered data on the performance of public-market investments in 10 different industry categories in US and EU, MSCI world index and NASDAQ index. For the industry specific indices, we used Stoxx sector daily indices as market benchmarks in our analysis.⁴
- We retrieved cost of debt financing measures from the Loan Pricing Corporation. This database provides spreads over standard benchmarks (mainly LIBOR) for leveraged syndicated term loans used in buyout transactions. We aggregated this borrower specific loan data and used time-varying measures of cost-of-debt buyout financing in our analysis. More specifically, we computed annual averages for the interest rates demanded by banks in these loan contracts.

4 EuroStoxx Sector indices are compiled by Dow Jones, in conjunction with the Paris SBF, the Frankfurt Deutsche Borse and the Zurich Stock Exchange. For most sector indices the daily coverage starts in 1986. We used the following Stoxx sector indices: Financials, Food, Healthcare, Retail, Basic Resources, Services, Transportation, Industrials, and Technology. Pre 1986 we have always used MSCI World returns.

- We retrieved Debt/Equity ratios for leveraged buyout transactions from a combined Incisive Media and Capital IQ dataset. These two datasets are expected to cover a very large percentage of the buyout transactions and are considered to be representative of the leveraged debt market conditions. We computed averages of these ratios by industry and year.
- We retrieved similar Debt/Equity ratios for public companies from Datastream. We aggregated these ratios into averages by industry and year.
- We analysed the entire life-span of mature PE funds, not rolling-windows of aggregate funds
- We considered NAV with no adjustment

We compared the net-of-fee PE Cash flows to the returns to the different PME benchmarks, without any quantification of the additional cost to implement the PME investment strategies.

4. Results

According to the previously outlined methodology, we computed the MIRR for each of the funds in the sample using the available cash flows into and out of the funds net of fees that we have available. For benchmarking purposes, we also computed the MIRRs for the four alternative PME investment strategies: the passive buy and hold return, the simple PME, the industry-matched unlevered return and the industry-matched leveraged return. To assess the magnitude of the buyout funds' performance relative to the public market benchmarks we compared the average buyout return (7.6% MIRR for the full sample) with the average industry-matched leveraged PME return (6.% MIRR for the full sample). These figures illustrate that on average the private equity asset class yields an Alpha which, despite its statistical significance ($t=3,184$), is of an economic magnitude (80BP) that does not compensate for the less attractive features of the private equity asset class (such as illiquidity and unpredictable cash flows).

Source: Data from Preqin and ThomsonReuters, PERACS Analysis

Switching our focus to the sub-sample of top quartile buyout funds, however, we see that these funds on average do not only show a substantially higher absolute performance (13.6% MIRR), but also a significant Alpha (510BP), as risky public market investments with the same risk profile as the top quartile buyout funds have an aggregate MIRR of 8.5%. This Alpha is not only of considerable economic magnitude, but also of high statistical significance ($t=14,195$).

Source: Data from Preqin and ThomsonReuters, PERACS Analysis

These findings remain qualitatively unchanged in a variety of robustness checks with the following altered parameters:

- different re-investments and financing rates for MIRR calculations
- stricter requirements regarding the age of the selected buyout funds
- increased assumptions regarding the average financial leverage of the buyout funds
- different assumptions regarding the value of net-asset-values of unrealised investments and
- using the profitability index (with variable discount rate) as performance measure.

Overview of Key Findings and Conclusions

- The traditional approach in evaluating private equity performance, based on performance measured as IRR, and as compared to long-term stock market returns is inaccurate and misleading.
- Unbiased and risk-adjusted performance measures make it possible to identify the Alpha of buyout funds as a fair measure of outperformance relative to the public market
- The average buyout fund generates only minimal Alpha
- The top-quartile of buyout Funds generates substantial Alpha over risk-adjusted public market investments: 5.1% in base case

- The finding regarding the Alpha of top-Quartile buy-out Funds is robust to changing assumptions regarding sample selection, leverage, treatment of NAV, re-investment rates and methods of performance measurement

References

Groh and O. Gottschalg, 2009. "Measuring the risk-adjusted Performance of US Buyouts", NBER Working Paper.

Kaplan, S. N., and A. Schoar. 2005. Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *Journal of Finance* 60:1791–823.

Lerner, J., A. Schoar, and W. Wong. 2007. Smart Institutions, Foolish Choices? The Limited Partner Performance Puzzle. *Journal of Finance* 62:731–64.

Phalippou, L. and O., Gottschalg, 2009. The performance of private equity funds, *Review of Financial Studies*.

Contact:

Oliver Gottschalg
HEC Paris
1, Rue de la Libération
78351 Jouy en Josas Cedex
France

gottschalg@hec.fr

BAI WISSENSCHAFTSPREIS

Prämiert werden Arbeiten im Bereich alternativer Investments mit Schwerpunkt **Hedgefonds, Private Equity** sowie **Rohstoffe**

insbesondere aus den Disziplinen:
Betriebswirtschaftslehre | Volkswirtschaftslehre
Rechtswissenschaften | (Wirtschafts-) Mathematik | Physik



Das Preisgeld von insgesamt € 10.000,- wird an die Gewinner folgender Kategorien ausgelobt:

- /// Bachelorarbeiten
- /// Dissertationen/Habilitationen
- /// Diplom-/Masterarbeiten
- /// Sonstige wissenschaftliche Arbeiten

Teilnehmen können Studierende, Doktoranden sowie wissenschaftliche Mitarbeiter deutscher Hochschulen und Forschungseinrichtungen.

Die Jury besteht aus hochrangigen Wissenschaftlern und Experten aus der Praxis.

Abgabetermin 28. Februar 2011

Informationen Detaillierte Informationen und Teilnahmebedingungen finden Sie unter:

www.bvai.de Rubrik Wissenschaftsförderung

BUCHBESPRECHUNG

An dieser Stelle im Newsletter möchten wir Ihnen interessante Veröffentlichungen zum Thema „Alternative Investments“ vorstellen. Dies sind neben Büchern auch einzelne Artikel, bzw. Auszüge aus akademischen Arbeiten, wie Habilitations- und Promotionsschriften, bzw. herausragende Diplomarbeiten. Wir würden es sehr begrüßen, wenn Sie auch aktiv von der Möglichkeit Gebrauch machen. Bitte wenden Sie sich diesbezüglich an Frau Christina Gaul unter 0228 969870 oder gaul@bvai.de.

Zagst, Rudi, Krimm, Theresa, Hörter, Dr. Stefan und Menziger, Barbara

„Responsible Investing – Verantwortlich investieren“

Finanz Buch Verlag, München 2010, 368 S., ISBN 978-3-89879-601-9, € 24,95



In den vergangenen zwölf Jahren erschütterten nicht weniger als drei große Krisen die weltweiten Kapitalmärkte. Um diesen durch kurzfristige Gewinne getriebenen Kreislauf zu durchbrechen, müssen in Zukunft alle Investoren den Grundsatz der Nachhaltigkeit berücksichtigen. Doch was verbirgt sich dahinter und welchen finan-

ziellen Nutzen bietet »Responsible Investing«? Genau diese Frage beantwortet dieses Buch. Es beleuchtet verschiedene Ansätze, wie »Responsible Investing« in eine strukturierte Kapitalanlageentscheidung eingebunden werden kann. Insbesondere wird das Verhalten nachhaltiger Investments in verschiedenen Marktphasen untersucht. Den Autoren gelingt es dabei, komplexe Hintergründe auf interessante und verständliche Weise zu erläutern und die Integration von »Responsible Investing« in Anlageprodukte, traditionelle Kapitalmarktmodelle sowie finanzmathematische Methoden praxisorientiert und verständlich darzustellen.

Informationen zum Autor: Zagst, Rudi

Prof. Dr. Rudi Zagst studierte Wirtschaftsmathematik an der Universität Ulm. Nach seiner Habilitation im Jahr 2000 nahm Rudi Zagst 2001 einen Ruf an die Technische Universität München als Professor für Finanzmathematik an und ist dort seit 2002 Leiter des HVB Stiftungsinstituts für Finanzmathematik. Prof. Zagst erhielt im Jahr 2007 von der Zeitschrift "Unicum Beruf" die Auszeichnung zum "Professor des Jahres 2007" für sein Engagement um eine praxisnahe Ausbildung seiner Studenten.

Informationen zum Autor: Krimm, Theresa

Theresa Krimm spezialisierte sich im Rahmen des Elitestudiengangs Finance and Information Management an der TU München und Universität Augsburg auf den Bereich Finance. Seit ihrem Studienabschluss ist sie Analystin im Bereich Mergers & Acquisitions bei einer Privatbank.

Informationen zum Autor: Hörter, Dr. Steffen

Dr. Steffen Hörter spezialisierte sich zu Beginn seiner Karriere bei einer internationalen Unternehmensberatung auf Finanzdienstleister und Risikomanagement. Nach leitender Tätigkeit bei Allianz Global Investor Europe ist er seit 2008 als Direktor Mitglied des Partner-Gremiums von risklab.

Hrsg.: F.A.Z.-Institut für Management-, Markt- und Medieninformationen GmbH in Zusammenarbeit mit der DZ BANK

„Wirtschaftsprognose 2011“

Hardcover, 120 S., ISBN 978-3-89981-707-2, € 45, Die Wirtschaftsprognose kann per E-Mail beim F.A.Z.-Institut bestellt werden. E-Mail-Adresse: k.gangl@faz-institut.de

Die Wirtschaftsprognose 2011 bietet Analysen und Ausblicke zur globalen, nationalen und sektoralen Wirtschaftsentwicklung. Die deutsche Wirtschaft wird das Wachstum im Euro-Raum weiter anführen. Sie profitiert dabei vom rasanten Anstieg des Welthandels und von der kräftigen Nachfrage in den Schwellenländern. Die Autoren der Wirtschaftsprognose 2011, die vom F.A.Z.-

BUCHBESPRECHUNG



Institut in Zusammenarbeit mit der DZ BANK veröffentlicht wird, rechnen für das kommende Jahr mit einem Anstieg des realen BIP um 2,6%. Dagegen stehen die USA und einige europäische Staaten vor weiteren Einschnitten. In diesem Umfeld wird die Diskussion über einen Abbau der Handelsüberschüsse der besser aus der Krise gekommenen Länder China und Deutschland wieder lauter geführt.

Die institutionelle Reform des IWF hat unterdessen das steigende Gewicht der Schwellenländer in der Weltwirtschaft zum Ausdruck gebracht. Die Verlagerung der wirtschaftlichen Dynamik nach Asien und Lateinamerika geht einher mit der dort wachsenden Bevölkerung und einem zunehmenden politischen Gestaltungswillen auf internationaler Ebene. Holger Steltzner, Mitherausgeber der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, beschreibt in seinem Beitrag diese Neuordnung der Welt auch als schmerzlichen Anpassungsprozess in den Industrieländern, auf den diese mit zunehmender Regulierung reagieren. Die Schuldenkrise einiger Euro-Staaten analysiert Jan Holthusen (DZ BANK). Er verweist auf die unterschiedlichen Ursachen, die auch bei der Lösung der Finanzprobleme zu beachten sind. Auf dem Weg aus dieser Krise sei Europa trotz der noch bestehenden Unsicherheit bereits weiter vorangekommen als hochverschuldete Staaten wie die USA und Japan. Die deutsche Industrie profitiert von einer hohen Arbeitsproduktivität, die auch in der Krise trotz des Erhalts von Arbeitsplätzen nicht stark gelitten hat. Nun kann das verarbeitende Gewerbe den weltwirtschaftlichen Aufschwung zur Erhöhung seiner Produktion nutzen. In nahezu allen Branchen werden 2010 zweistellige Zuwächse erreicht, der Maschinenbau wird dies nach Einschätzung von Hans-Günther Vieweg (ifo-Institut) 2011 nachholen. Auf den Kapitalmärkten der USA und Deutschlands sorgen niedrige Zinsen für ein positives Umfeld, steigende Unternehmensgewinne geben den Aktien Auftrieb. Allerdings besteht insbesondere in den USA noch eine hö-

here Wahrscheinlichkeit für eine kurzfristige Korrektur, bevor sich der Aufwärtstrend fortsetzt. Der Euro dürfte an Wert gewinnen. Weitere Preisaufschläge sind auch für Rohstoffe wie Erdöl zu erwarten. Dagegen bleibt die Preisentwicklung auf den Immobilienmärkten verhalten. In den Märkten, die von der Immobilienkrise erfasst wurden, dauert der Konsolidierungsprozess an.

Heidel, Thomas (Hrsg.)

„Aktienrecht und Kapitalmarktrecht“

C.H. Beck, 3. Auflage 2011, rund 3.100 S. gebunden, ISBN 978-3-8329-5606-6, Subskriptionspreis € 168 (bis 31.3.2011, danach € 188)



Der einzige Großkommentar, der in einem Band nicht nur schnelle und zuverlässige Auskunft in der gesamten Breite des Aktienrechts bietet, sondern gleichzeitig auch alle praxisrelevanten kapitalmarktrechtlichen Vorschriften in idealer Tiefe kommentiert – konsequent ausgerichtet an den Bedürfnissen einer hoch qualifizierten und effizienten Beratungspraxis.

Die besonderen Vorteile des Werkes:

- Erfahrene Autoren aus der Praxis der Justiz, Anwaltschaft, Notariaten und der BaFin liefern wissenschaftlich profunde Erläuterungen bei größtmöglicher Praxisnähe.
- Aus einem Guss werden alle Rechtsfragen rund um die Aktie, die AG und ihre Aktionäre behandelt.
- Vernetzt dargestellt wird die europarechtliche Fundierung des deutschen Aktienrechts, die steuerlichen Folgen bestimmter Gestaltungen sowie die ökonomischen Grundlagen des Aktienmarkts.

BUCHBESPRECHUNG

- Einzelnen Praxisthemen werden Querschnittsbeiträge gewidmet, von Behavioral Finance/mathematischer Prognose der Börsenkursentwicklung über Steuerrecht bis hin zum Kapitalanlage-recht.
- Die Kommentierung enthält eine Fülle von Mustern u.a. betreffend die Satzung der AG, den Vorstand, Aufsichtsrat, die Hauptversammlung, Kapitalmaßnahme und Aktienoptionsvereinbarungen.

Die umfangreichen Gesetzesänderungen in den kommentierten Vorschriften, insbesondere anlässlich der Finanzkrise der Jahre 2008/2009 werden durchgehend berücksichtigt, zB:

- Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
- Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG)
- FGG-Reformgesetz (FamFG)
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
- Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie o. Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
- Gesetz zur Änderung des Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetzes und anderer Gesetze
- Gesetz zur Stärkung der Finanzmarkt- und der Versicherungsaufsicht
- Gesetz zur Umsetzung der Beteiligungsrichtlinie

Die Rechtsprechungs- und Literaturhinweise berücksichtigen die Entwicklungen bis einschließlich Juli 2010.



Sattelfest in alternativen Finanzanlagen:

Kompaktstudiengänge

■ Private Equity

Berater für Finanzanlagen sehen sich einer zunehmend komplexen Anlagewelt gegenüber, in die sie ihre Kunden begleiten sollen. Das „klassische“ Angebot mit Anleihen, Aktien, Zertifikaten und Derivaten ist schon schwer überschaubar.

Trotz Finanzkrise werden aber auf dem deutschen Markt ebenso Anlageformen aus dem alternativen Finanz-Arsenal immer interessanter: Private Equity, Hedgefonds und Rohstoffe sind sinnvolle Ergänzungen im Portfolio und werden nicht nur von vermögenden Kunden öfter nachgefragt. Um die Sicht auf diese Assetklassen zu verbreitern und in der Beratung sattelfest zu werden, sind Weiterbildungs-Studiengänge für Anlage- und Finanzberater, Vermögensverwalter, Family Offices etc. unverzichtbar.

Die EBS Finanzakademie bietet neben den Kompaktstudiengängen Private Equity und Hedgefonds seit 2007 auch den sechstägigen Kompaktstudiengang „Rohstoffe“ an. Das Studienziel ist nicht, zu erlernen, wie man alternative Fonds „macht“, sondern wie sie funktionieren und gemanaged werden, welche Rendite- und Risikovorteile sich aus der Beimischung für die Kunden-Portfolios ergeben und welche steuerlichen Implikationen alternative Anlageprodukte haben.

■ Hedgefonds

KOMPAKTSTUDIUM HEDGEFONDS

Studiendauer: 7 Tage inklusive der Zeiten für das Erbringen der Prüfungsleistungen. Erfolgreiche Absolventen tragen den Titel Hedgefonds-Advisor (EBS/BAI).

KOMPAKTSTUDIUM PRIVATE EQUITY

Studiendauer: 7 Tage inklusive der Zeiten für das Erbringen der Prüfungsleistungen. Erfolgreiche Absolventen tragen den Titel Private Equity-Advisor (EBS/BAI).

KOMPAKTSTUDIUM ROHSTOFFE

Studiendauer: 6,5 Tage inklusive der Zeiten für das Erbringen der Prüfungsleistungen. Erfolgreiche Absolventen tragen den Titel Commodity-Advisor (EBS/BAI).

■ Rohstoffe

Studienbeginn 13. Jahrgang:
16. Mai 2011
in Oestrich-Winkel

Studienbeginn 9. Jahrgang:
12. September 2011
in Oestrich-Winkel

Studienbeginn 7. Jahrgang:
14. November 2011
in Oestrich-Winkel

Mehr Informationen:
info@ebs-finanzakademie.de
www.ebs-finanzakademie.de

PFI Private Finance Institute / EBS Finanzakademie,
Hauptstraße 31, 65375 Oestrich-Winkel
Tel: (0 67 23) 88 88 0, Fax: (0 67 23) 88 88 11

VERANSTALTUNGEN

8. Deutsche Investorenkonferenz **30. März 2011** **Villa Kennedy, Frankfurt am Main**

Viele institutionelle Investoren haben die vergangenen zwei Jahre genutzt, um die Struktur ihrer Anlageportfolios gründlich zu überdenken. Vor dem Hintergrund deutlich gestiegener Aktienkurse und von Bondmärkten, die von extrem niedrigen Renditen bei Top-Anleihen und hoher Volatilität bei schlechter bewerteten Bonds (Griechenland, Portugal, etc.) geprägt sind, geraten alternative Investments ins Blickfeld – allen voran Private Equity. In den Portfolios deutscher Institutioneller sind Private-Equity-Investments im internationalen Vergleich immer noch deutlich unterrepräsentiert.

Zuletzt haben jedoch zahlreiche Investoren mitgeteilt, dass sie darüber nachdenken, in den nächsten Jahren den Private-Equity-Anteil in ihrem Asset-Mix erhöhen zu wollen. Damit dies zu einem nachhaltigen Wachstum des Private-Equity-Marktes führen kann, müssen die Private-Equity-Fonds in den nächsten Jahren „liefern“. In einer Zeit, in der die Unternehmensbewertungen schon wieder recht teuer geworden sind und viele Private-Equity-Häuser um wenige Deals konkurrieren, ist das alles andere als trivial. Die nächsten Jahre werden für das Private-Equity-Geschäft wegweisend werden – auch und vor allem im deutschen Mittelstand.

Diskutieren Sie mit namhaften Branchenexperten, wie institutionelle Investoren und Private-Equity-Häuser in dieser wegweisenden Marktsituation am besten handeln sollen.

Weitere Informationen finden Sie unter:
www.finance-events.de/dik

Für BAI-Mitglieder gewähren wir einen Rabatt von 50 Euro. Zusätzlich sparen Sie 100 Euro bei einer Registrierung bis 31. Januar 2011.

50€ Rabatt für BAI-Mitglieder

BAI Alternative Investor Conference (AIC) **5. und 6. April 2011** **Industrie- und Handelskammer (IHK)** **Frankfurt am Main**

Der BAI, als Verband und Vertreter der Alternativen Investmentindustrie in Deutschland, möchte mit der AIC den Teilnehmern die Möglichkeit des fachlichen Gedankenaustausches bieten und darüber hinaus maßgeblich dazu beitragen, dass das Thema Alternative Investments mit einem besseren Verständnis von der Öffentlichkeit aufgenommen wird. Die Konferenz bietet den Teilnehmern eine hervorragende Möglichkeit, sich gedanklich auszutauschen und sich über neue Trends der Branche zu informieren.

Schwerpunktthemen sind:

- Die Weiterentwicklung Alternativer Investmentstrategien
- Risikomanagement bei alternativen Assets und Solvency II
- Alternative Investmentanlagen aus Investorensicht
- Rendite/Risiko-Verhältnis von Private Equity
- Rohstoffe, Infrastruktur, Wald und erneuerbare Energien

... und zahlreiche andere Themen aus dem Bereich Alternative Investments.

Für institutionelle Endinvestoren (Pensionskassen, Versorgungswerke, Versicherungen, Stiftungen etc.) besteht die Möglichkeit, sich in einem exklusiven Seminar in geeigneter Atmosphäre über Alternative Investmentmöglichkeiten zu informieren und Erfahrungen im Rahmen von Roundtables – z.B. zu den Themen Multi Asset Konzepte, Private Equity und Rohstoffe - auszutauschen, sowie an einem exklusiven Dinner teilzunehmen.

Konferenzsprache ist deutsch; deutsche Vorträge und Paneldiskussionen werden simultan in die englische Sprache übersetzt.

Institutionelle Endinvestoren haben freien Eintritt!

Als Keynotespeaker konnten wir Prof. Dr. Christoph Kaserer, TU München, Prof. Dr. Mark Wahrenburg, Goethe Universität Frankfurt, Prof. Dr. Wolfgang Seidel, ESCP Europe Business School sowie Prof. David A. Hsieh, Duke University gewinnen können.

Mehr Informationen finden Sie unter www.ai-conference.com oder telefonisch über die Geschäftsstelle des BAI unter 0228 969 87 0.

30% Rabatt für BAI-Mitglieder

EBS Finanzakademie/BAI e.V.
Kompaktstudium Hedgefonds
12. Jahrgang: 17. -21. Mai 2010
Oestrich-Winkel bei Wiesbaden

Dem Finanzplatz Deutschland wurde mit dem seit Januar 2004 in Kraft getretenen Investmentmodernisierungsgesetz eine neue Assetklasse zugänglich gemacht, die weltweit erfolgreich zur Stabilisierung von Portfolios eingesetzt wird: Hedgefonds.

In Zusammenarbeit mit dem BAI hat sich die EBS Finanzakademie das ehrgeizige Ziel gesetzt, Finanzdienstleistern die Eigenheiten dieser Assetklasse, ihre Chancen und Risiken und ihre zielgerichtete Beimischung in Portfolios zu vermitteln. Im Rahmen eines siebentägigen Intensivstudiums - aufgeteilt in eine fünftägige Blockphase und eine Wochenendphase - werden in knapp 100 Unterrichtseinheiten alle wesentlichen Facetten von Hedgefonds, ihre rechtliche und steuerliche Behandlung sowie Beratungs- und Vertriebsansätze praxisnah von Experten der Branche vermittelt. Erfolgreiche Absolventen des Kompaktstudiums tragen den Titel „Hedgefonds-Advisor (EBS/BAI)“.

Weitere Informationen erhalten Sie unter <http://www.ebs-finanzakademie.de/hedgefonds/> oder unter Tel.: +49 (0) 228 96987 0

350 EUR Discount für BAI-Mitglieder

JOBS

■ Referendariat beim BAI e.V.

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments Industrie in Deutschland. Er hat es sich zur satzungsmäßigen Aufgabe gemacht, insbesondere den Bekanntheitsgrad von Alternativen Investments zu steigern. Er setzt sich dafür ein, vor allem die deutschen (aufsicht-)rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen für Investoren und Anbieter zu verbessern. Der Kreis der Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments Geschäfts rekrutieren, ist auf rund 130 namhafte nationale und internationale Unternehmen angewachsen.

Der BAI e.V. bietet Rechtsreferendaren (m/w) regelmäßig die Möglichkeit, einen Teil ihres Referendariats im Bonner Büro zu absolvieren. Geboten wird ein attraktives und abwechslungsreiches Tätigkeitsfeld im Bereich des deutschen und europäischen Kapitalmarktrechts.

Schwerpunkte der Arbeit:

- Analyse und Auswertung von aktuellen Gesetzes- und Regulierungsvorhaben auf nationaler und europäischer Ebene
- Redaktionelle Arbeiten, insbesondere Zuarbeit zu Fach- und Newsletterbeiträgen sowie zu Vorträgen
- Mitgliederinformation zu aufsichtsrechtlichen Themen
- Übernahme von Sonderprojekten (z.B. Schreiben einer Informationsbroschüre für ausländische Investoren)

Ihre Kompetenzen:

- Ausgeprägtes Interesse am nationalen und europäischen Kapitalmarktrecht sowie an alternativen Investments (Hedgefonds, Managed Futures, Private Equity, Rohstoffe)
- Selbständige und gewissenhafte Arbeitsweise
- Sehr gute Formulierungsgabe
- Gute Englischkenntnisse in Wort und Schrift
- Sicherer Umgang mit MS-Office (Word, Excel, Outlook, Powerpoint)

Wir freuen uns auf Ihre Bewerbung, die Sie bitte an gaul@bvai.de senden.

Ansprechpartnerin:

Bundesverband Alternative Investments e.V.

Frau Christina Gaul

Poppelsdorfer Allee 106

53115 Bonn

Tel.: 0228 / 96 98 70

Fax: 0228 / 96 98 7-90

gaul@bvai.de

www.bvai.de

JOBS

Research-Assistent/in für studentische Nebentätigkeit

Die Absolut Research GmbH ist ein unabhängiges Beratungsinstitut und Herausgeber des Absolut|report, der führenden Fachpublikation im Bereich Alternative Investments und innovatives Asset-Management für institutionelle Investoren in Deutschland, Österreich und der Schweiz.

Wir suchen:

- Studenten, die sich für Finanzdienstleistungen und Research interessieren
- Beschäftigungsdauer mindestens 3, besser >6 Monate

Ihre Aufgaben:

- Recherche-Tätigkeiten und Datenanalysen
- Selbstständige Aufbereitung von Research-Themen
- Betreuung unserer Datenbanken und Pflege der Internetinhalte

Ihr Profil:

- Studium der Wirtschaftswissenschaften, Wirtschaftsinformatik oder Informatik
- Abgeschlossenes Vordiplom ist vorteilhaft
- Gute Englischkenntnisse
- Sicherer Umgang mit MS Office und gängigen Internetanwendungen
- Initiative, Kreativität, Zuverlässigkeit und eigenverantwortliches Arbeiten

Wir bieten:

- Eine abwechslungsreiche Aufgabe
- Hochaktuelle Themen
- Ein nettes Team
- Eine attraktive Vergütung

Ihre aussagekräftigen Bewerbungsunterlagen senden Sie bitte per E-Mail an: sekretariat@absolut-research.de

Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277
22767 Hamburg - Altona

Tel.: 040 / 30 37 79-0
www.absolut-report.de

IMPRESSUM

Haftungsausschluss

Die Informationen des BAI-Newsletters stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Eine Investitionsentscheidung sollte auf Grundlage eines Beratungsgesprächs mit einem qualifizierten Anlageberater erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Dokumente/Informationen. Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Informationen kann keine Gewähr übernommen werden.

Impressum

Jahrgang 9 – Ausgabe 4

Verantwortliche Redakteure:

Roland Brooks

Frank Dornseifer

Christina Gaul

Erscheinungsweise: vierteljährlich

BAI e.V.

Poppelsdorfer Allee 106

D-53115 Bonn

Tel. +49 - (0) 228 - 969870

Fax +49 - (0) 228 - 9698790

www.bvai.de

info@bvai.de

Satz & Layout

VANAMELAND UG (haftungsbeschränkt)

Markgrafenstraße 1a

51063 Köln

Tel. +49 - (0) 221 - 222 547 - 0

Fax +49 - (0) 221 - 222 547 - 47

www.VANAMELAND.de

info@VANAMELAND.de