



UWE BÄRENZ & JENS STEINMÜLLER

Beteiligung deutscher regulierter Fonds an geschlossenen Fonds –
Herausforderungen und Lösungen

MAX AHLERS

Der Zweitmarkt für deutsche Lebensversicherungen

OLIVER GOTTSCHALG

The 2010 HEC –DowJones Private Equity Fitness Ranking™

SPONSOREN

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

/ Sponsoren mit einem Artikel in dieser Ausgabe



policendirekt
... einfach mehr Wert!

/ Weitere Sponsoren

PRICEWATERHOUSECOOPERS 



INHALTSVERZEICHNIS

	Leitartikel _____	4
	Mitgliederveränderungen _____	6 - 9
	Recht _____	10 - 20
	Beteiligung deutscher regulierter Fonds an geschlossenen Fonds Herausforderungen und Lösungen von Uwe Bärenz & Dr. Jens Steinmüller _____	21 - 29
	Der Zweitmarkt für deutsche Lebensversicherungen von Max Ahlers _____	30 - 32
	The 2010 HEC –DowJones Private Equity Fitness Ranking™ by Professor Oliver Gottschalg _____	33 - 36
	Buchbesprechung _____	37 - 40
	Veranstaltungen _____	42 - 43
	Impressum _____	44

LEITARTIKEL

Sehr geehrte Damen und Herren,

jüngste Pressemitteilungen zu Alternativen Investments geben Anlass dazu, mit steigendem Optimismus in die zweite Jahreshälfte zu blicken. Umfragen bei institutionellen Investoren verdeutlichen nämlich, dass das Interesse an alternativen Anlagemöglichkeiten wieder zugenommen hat. Wichtiger denn je ist aber weniger die Chance auf eine höhere Rendite, als vielmehr die Stabilisierung des Portfolios. Vor allem Pensionskassen und Versicherungen setzen sich wieder verstärkt mit dem Thema Alternative Investments auseinander. Dieses sich ändernde Investorenverhalten wird allerdings nur von Dauer sein, wenn es der Branche gelingt, auch in schwierigen Zeiten bei fallenden Märkten eine positive Rendite zu erzielen.

Auch mit dieser Ausgabe des Verbandsnewsletters präsentieren wir Ihnen wieder interessante Artikel aus der Alternative Investments-Industrie. Wie gewohnt informiert Sie unser Geschäftsführer Recht & Policy Frank Dornseifer zudem über die rechtliche Entwicklung.

Zunächst möchten wir kurz zurückblicken auf die letzten drei Monate. Ende April hat die BAI Alternative Investor Conference (AIC) in Frankfurt - diesmal in den Räumlichkeiten der IHK in der Alten Börse - stattgefunden. Auf dieser zweitägigen Fachkonferenz konnten sich die insgesamt ca. 340 Teilnehmer wieder über neueste Trends und Entwicklungen von Alternativen Assetklassen informieren und in Gesprächen fachlich austauschen. Ein echter Gewinn der diesjährigen AIC war die aktive Einbindung mehrerer namhafter institutioneller deutscher und ausländischer Investoren sowohl bei den Vorträgen als auch bei den

Paneldiskussionen. So informierte z.B. Herr Dr. Andreas Kretschmer, Hauptgeschäftsführer der Ärzteversorgung Westfalen-Lippe, das Publikum über Chancen und Risiken von Opportunistischen Investments aus Sicht eines Altersversorgers. Gerald Chen-Young, Investmentdirektor und Portfoliomanager beim United Negro College Fund (UNCF) referierte zum Thema „Stiftungsmanagement in der heutigen Zeit“. Insbesondere die Private-Equity-Keynotevorträge der Referenten Frau Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, Guy Fraser-Sampson und Leonhard Fischer machten deutlich, wie wichtig Alternative Assetklassen als Beimischung in professionell diversifizierten Portfolios sind. Ein weiteres Highlight der AIC war der Workshop für institutionelle Investoren, welcher im Anschluss an das offizielle Programm stattfand und von den teilnehmenden Investoren als äußerst nutzbringend bewertet wurde. An dieser Stelle möchten wir uns nochmals bei den zahlreichen Sponsoren und Referenten für die finanzielle Unterstützung und den fachlichen Input bedanken.

Die BAI AIC 2011 findet am 5. und 6. April statt – wir werden Sie rechtzeitig über das Programm informieren.

Am 16. Juni haben wir die ordentliche Mitgliederversammlung abgehalten. Wie üblich stellte der Vorstand den Geschäftsbericht 2009 vor und berichtete den mehr als 50 Teilnehmern u.a. über die nicht nachlassenden Bemühungen des BAI, die regulatorischen Rahmenbedingungen für Alternative Investments in Deutschland zu verbessern.

Im Rahmen der turnusgemäß anstehenden Vor-

LEITARTIKEL

standswahl wurde dieser teilweise neu besetzt: Anstelle von Michael Busack, der aus persönlichen und zeitlichen Gründen nicht mehr für den Vorstand kandidierte, wird der Verband nun neben den im Amt bestätigtem ersten Vorsitzenden Achim Pütz sowie den stellvertretenden Vorsitzenden Dietmar Bahr und Dr. Dirk Söhnholz von Rolf Dreiseidler, Head Institutional Clients Germany, Man Investments geleitet. Bastian Schmedding wurde als Schatzmeister ebenfalls im Amt bestätigt.

Wir freuen uns, Sie auf die nächste BAI Insight hinweisen zu dürfen, die von unseren Mitgliedsunternehmen Deloitte und SJ Berwin am 15. September in Frankfurt, am 22. September in Düsseldorf sowie am 29. September 2010 in München durchgeführt wird. Nähere Informationen entnehmen Sie bitte der Rubrik Veranstaltungen sowie in Kürze unserer Webseite.

Es grüßen Sie 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 zweiten Quartal des Jahres 2010 erfolgreich. In diesem Jahr hat der BAI bereits dreizehn neue renommierte Unternehmen als Mitglieder aus der Alternativen Investmentindustrie gewinnen können.

Wir freuen uns sehr

- **FREO Group**
- **IP Bewertungs AG**
- **Merrill Lynch International Bank Ltd.**
- **Swiss Re Private Equity Partners AG**
- **Union Bancaire Privée**
- **Universal Investment Gesellschaft mbH**

im Kreise des BAI willkommen zu heißen.

FREO Investment Management

Die FREO ist ein Private Equity Unternehmen, das sich auf den Erwerb, die Entwicklung und den Verkauf von gewerblichen Immobilien in Deutschland spezialisiert hat. Der Sitz der FREO Holding sowie des Investment Managers befinden sich in Luxemburg, dazu kommen Standorte in Berlin, Frankfurt, München und Paris.

Unter Führung von Matthias Luecker setzt sich das interdisziplinäre Team aus 4 Partnern und mehr als 40 Professionals aus den Bereichen Fondsmanagement, Investment Banking, Transaktionsstrukturierung, Finance, Recht, Asset Management, Property Management, Projektentwicklung und Vermietung zusammen.

Seit ihrer Gründung hat die FREO Transaktionen im Volumen von ca. 1,2 Mrd. EUR umgesetzt und hat derzeit mehr als 900.000 qm Mietflächen in der Verwaltung.

In 2006 wurde der erste Private Equity Real Estate Fonds mit einem Eigenkapitalvolumen in Höhe von 161 Mio. EUR und einem opportunistischen Investitionsfokus von Luxemburg aus erfolgreich aufgelegt. In diesen Fonds haben ausschließlich renommierte ausländische

institutionelle Investoren investiert. Daneben werden einzelne Objekte und Portfolien in Joint-Ventures mit unterschiedlichen Partnern gehalten. Der zweite opportunistische Fonds wird Ende 2010 aufgelegt werden.

Loyalität, Diskretion und Fairness, gepaart mit Risikobewusstsein, Mut und Weitsicht sind für FREO die Voraussetzungen professionellen Handelns. Das Unternehmen setzt auf einen respektvollen Umgang mit Geschäftspartnern sowie auf ein angenehmes Arbeitsumfeld innerhalb des Unternehmens.

Wir fühlen uns gegenüber unseren Investoren und Geschäftspartnern verpflichtet, verantwortungs- und umweltbewusst Mehrwerte zu schaffen.

Kontakt:

Matthias Luecker
Chairman/CEO

FREO INVESTMENT MANAGEMENT SARL
EBBC 6D, route de Trèves
L-2633 Senningerberg
Luxembourg
Telefon: +352 26 63 11 - 40
Telefax: +352 26 63 11 - 41
info@freogroup.com
www.freogroup.com

IP Bewertungs AG

Die IPB AG ist eines der führenden Unternehmen im Bereich der Bewertung, Weiterentwicklung und Vermarktung von patentgeschützten Technologien. Mit einem betreuten Fondsvolumen von über 200 Mio. Euro ist die IPB AG Marktführer im Bereich der Technologieentwicklungsfonds.

Als Spin-off einer Hamburger Bank ist die IPB AG seit der Gründung eng mit dem Kapitalmarkt verbunden.

MITGLIEDERVERÄNDERUNGEN

Das im Jahr 2001 gegründete Hamburger Unternehmen erlangte mit der Bewertung von Patenten und Patentportfolios eine einzigartige Expertise, welche die Grundlage für die seit 2005 erfolgreich betreuten Technologieentwicklungsfonds bildet. Aktuell werden durch uns Publikumsfonds und Private Placements mit einem Volumen von über 200 Mio. Euro betreut. Neben Investitionen in Fonds bieten wir Anlegern und strategischen Investoren die Möglichkeit, direkt in einzelne von uns betreute Zukunftstechnologien zu investieren.

Unsere zentralen Dienstleistungen umfassen:

- Auswahl und Analyse von attraktiven, patentbasierten Zukunftstechnologien
- Technische, juristische und ökonomische Weiterentwicklung von Technologien
- Nationale und internationale Technologievermarktung

Mit unseren über 80 Mitarbeitern und mehr als 250 externen Partnern aus Forschungsinstituten und Universitäten ist die IPB AG integraler Bestandteil eines starken Technologie- und Forschungsnetzwerks. Die langjährige Zusammenarbeit mit renommierten Kanzleien sowie zahlreichen Partnern aus der Industrie ist Garant für unsere umfassende Kompetenz. Die IPB AG ist eine deutsche Aktiengesellschaft, die sich ausschließlich im Besitz von privaten Anlegern befindet. Sie ist somit rechtlich und wirtschaftlich unabhängig.

Kontakt:

IP Bewertungs AG (IPB)
Stephansplatz 10
20354 Hamburg

Tel: +49 (0)40 878790 - 00
Fax: +49 (0)40 878790 - 01
info@IPB-AG.COM
www.IPB-AG.com

Swiss Re Private Equity Partners AG

Swiss Re Private Equity Partners ist eine dedizierte Anleger-Plattform, die institutionellen Investoren mit gleichgerichteten Interessen Zugang zu privaten Anlagen bietet. Der Schweizer Rückversicherer Swiss Re investiert seit 1995 für das eigene Buch in Private Equity Fonds. Seit 2003 setzt Swiss Re dieses systematische Investment Programm gemeinsam mit gleichgesinnten Anlegern wie anderen Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen um. Derzeit verwaltet Swiss Re Private Equity Partners Anlagen von rund 7,5 Milliarden Dollar in Private Equity-, Infrastruktur-, Immobilien- und Nachhaltigkeitfonds. Swiss Re Private Equity Partners verfolgt einen ganzheitlichen globalen Ansatz mittels Selektion von Primärfonds und Co-Investments sowie einem aktiven Portfoliomanagement durch Secondaries. Die rund 40 Spezialisten in Zürich, New York, Hong Kong und Bratislava bewirtschaften mehr als 350 Fundengagements von rund 150 Private Equity Fund Managern weltweit. Swiss Re Private Equity Partners steht zudem die Expertise und das globale Netzwerk von Swiss Re, mit lokalen Vertretungen in mehr als 20 Ländern, zur Verfügung. Institutionellen Investoren erlaubt diese gemeinsame Plattform die konsequente Fokussierung auf ihre Bedürfnisse und die Gleichrichtung ihrer Interessen.

Kontakt:

Jörg Allenspach
Member of Management Team

Swiss Re Private Equity Partners AG
Mythenquai 50/60
8022 Zurich
Switzerland

Direct: +41 43 285 2975
E-mail: Joerg_Allenspach@swissre.com
<http://www.swissre.com>

MITGLIEDERVERÄNDERUNGEN

Union Bancaire Privée

Die 1969 von Edgar de Picciotto gegründete Union Bancaire Privée ist eine der marktführenden und bestkapitalisierten Schweizer Vermögensverwaltungsbanken in Privatbesitz. Sie zeichnet sich seit jeher durch ihre Unabhängigkeit und Unternehmergeist aus und verwaltet ca. Euro 50 Mrd. an Kundenvermögen. Der Schutz und die Vermehrung der Kundengelder sind die vorrangigen Ziele der Anlagepolitik und des Produkt- und Dienstleistungsangebots, das sowohl traditionelle als auch alternative Kundenlösungen für institutionelle und private Anleger umfasst. Die UBP hat ihren Hauptsitz in Genf und beschäftigt rund 1.200 Mitarbeiter in mehr als 20 Niederlassungen weltweit.

Das Geschäftsmodell der UBP ist unterteilt in Private Banking und Asset Management. Drei Anlagethemen bilden den Kern der strategischen Ausrichtung: Asset Allocation, Dachhedgefonds und Emerging Markets. Die Asset Allocation ist nach wie vor die Königsdisziplin des Portfolio Managements. Die alternative Vermögensverwaltung bleibt dabei ein bevorzugtes Investitionsinstrument.

Die UBP zählt zu den Pionieren der Hedge Fonds Branche und hat bereits Anfang der siebziger Jahre erste Hedge Fonds Investitionen getätigt. Der erste Dachhedgefonds wurde bereits 1986 aufgelegt. Somit blickt die UBP auf mehr als 35 Jahre Erfahrung im Hedge Fonds Segment zurück. Neben Dachhedgefonds umfasst das Dienstleistungsangebot auch das Verwalten individueller, segregierter Mandate, die eng an den Bedürfnissen der Kunden ausgerichtet werden sowie das Advisory Geschäft. Das zukünftige Bekenntnis zu dieser Anlagekategorie wurde in der jüngsten Krise bestätigt und das Geschäftsmodell den veränderten Rahmenbedingungen organisatorisch und produktseitig angepasst.

Kontakt:

Peter Richters
Leiter Institutionelle Kunden Deutschland
Union Bancaire Privée SA

Bahnhofstrasse 1
8022 Zürich
Tel. +41-58-819 6337
Email: per@ubp.ch

Universal-Investment

Universal-Investment ist mit einem verwalteten Vermögen von 120 Milliarden Euro, 1.000 Fonds- und Investmentmandaten sowie 350 Mitarbeitern die größte unabhängige Kapitalanlagegesellschaften (KAG) im deutschsprachigen Raum (Stand Mai 2010). Kunden sind institutionelle Investoren, Vermögensverwalter, Asset Manager und KAGs, die ihre Administration an Universal-Investment ausgelagert haben (u.a. eine KAG mit Schwerpunkt auf alternative Anlagen).

1968 in Frankfurt am Main gegründet, ist Universal-Investment seit Jahrzehnten die zentrale Plattform für unabhängige Vermögensverwalter und Asset Manager aus dem In- und Ausland. Gemeinsam mit ihnen hat sie über 300 Private-Label-Fonds aufgelegt. Seit Jahren engagiert sich die Universal-Investment-Gruppe in alternativen Anlagen – entweder über die Frankfurter Muttergesellschaft oder die Luxemburger Tochtergesellschaft. So legte die KAG im September 2008 als eine der ersten deutschen KAGs einen Publikumsfonds im Rechtsmantel des „Sonstigen Sondervermögen“ auf. Seitdem hat die Frankfurter KAG die Palette alternativer Investmentfonds Stück für Stück ausgebaut und im Frühjahr 2010 ihre eigene Plattform so genannter „Newcits“-Fonds präsentiert: Dabei handelt es sich um alternative Investmentstrategien in Form eines nach europäischem Recht regulierten UCITS-III-Fonds. Zu diesen Produkten zählen Publikumsfonds, die mit Merger-Arbitrage-, Options- oder Devisenstrategien arbeiten, sowie ein Luxemburger Solarenergiefonds. Gerade institutionelle

MITGLIEDERVERÄNDERUNGEN

Investoren schätzen die Expertise der KAG im Bereich alternativer Investments: So investiert das größte deutsche Altersversorgungswerk seit 2008 über einen Kaskaden-Spezialfonds bei Universal-Investment-Luxembourg in alternative Anlageklassen wie Holz oder Infrastruktur.

Kontakt:

Universal-Investment-Gesellschaft mbH
Henning Stegmayer
Leiter Marketing & Kommunikation
Am Hauptbahnhof 18
D-60329 Frankfurt am Main
Tel: +49 (0)69 / 7 10 43 - 549
henning.stegmayer@universal-investment.com
www.universal-investment.de

Das Unternehmensportrait zu Merrill Lynch International Bank Ltd. wird im nächsten Newsletter veröffentlicht.

Personelle Veränderung im BAI Vorstand

Rolf Dreiseidler wurde auf der diesjährigen BAI Mitgliederversammlung am 16. Juni zum stellvertretenden Vorsitzenden gewählt und gehört nun dem BAI Vorstand an.

Rolf Dreiseidler ist Leiter Institutional Clients Germany von Man Investments mit Sitz in Pfäffikon SZ, Schweiz. Er ist verantwortlich für die Betreuung von Versicherungen, Pensionskassen, Corporates, Banken Treasuries sowie Stiftungen und Family Offices in Deutschland.

Vor seinem Eintritt bei Man Investments im Juli 2007 war Rolf Dreiseidler als Leiter der Abteilung Dach-Hedge Funds bei der Deka Investment GmbH tätig. In seiner Rolle war er verantwortlich für die Produktentwicklung sowie das Portfoliomanagement von Dach-Hedge Funds. Zuvor hatte Herr Dreiseidler die Leitung der Geschäftsstelle des Bundesverbands Alternative Investments e.V. (BAI) inne. Herr Dreiseidler begann seine Karriere als Consultant bei einer namhaften internationalen Management- und Unternehmensberatung im Bereich Capital Markets/Asset Management.

Herr Dreiseidler besitzt einen Abschluss als Diplom Volkswirt mit Schwerpunkt auf Finanz- und Portfoliotheorie der Universität Bonn. Er ist CFA- und CAIA-Charterholder sowie Dozent an der ebs-Finanzakademie GmbH, einer Weiterbildungsgesellschaft der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL (ebs) International University Schloss Reichartshausen.

RECHT

Von Frank Dornseifer

Geschäftsführer Recht und Policy beim BAI



Update zur AIFM-Richtlinie

Nachdem sowohl der Wirtschaftsausschuss des Europaparlaments (ECON) als auch der Ecofin-Rat, also die Vertretung der Finanz- und Wirtschaftsminister der Mitgliedstaaten, ihre Änderungsvorschläge zum Richtlinienentwurf der EU-Kommission vorgelegt haben, findet derzeit der so genannte Trilog zwischen diesen drei Gremien statt. Die EU-Kommission übernimmt dabei eine moderierende Funktion und erarbeitet Kompromissvorschläge. Ziel dieses Abstimmungsprozesses ist es, Kompromisse für die divergierenden Positionen zu finden, so dass der Richtlinienentwurf in nur einer Lesung verabschiedet werden kann (zum hier einschlägigen Gesetzgebungsvorhaben, dem Mitentscheidungsverfahren, und die jeweilige Beteiligung der einzelnen Gremien vgl. die Darstellung im Newsletter 04/09).

Die Beratungen erweisen sich als weiterhin äußerst schwierig und der ursprünglich für Juli avisierte Termin im Plenum des Europaparlaments, in dem die Richtlinie beschlossen werden sollte, wurde nunmehr auf September verschoben. Ab dem 1. Juli obliegt es also der amtierenden belgischen Ratspräsidentschaft, die Verhandlungen für den EU-Rat weiterzuführen.

Anders als in der Presse verlautbart sind es aber nicht nur die Drittstaatenregelungen, die zwischen Parlament und Ecofin-Rat streitig sind, sondern eine Vielzahl von Detailregelungen, zu denen bislang keine Übereinkunft erzielt werden konnte.

I. Vertrieb von Drittstaatenfonds

Bei den Drittstaatenregelungen geht es im Kern um die Frage, ob – wie vom Rat favorisiert – die einzelnen Mitgliedstaaten auf Basis nationaler Private-Placement-Regime über die Zulassung von Drittstaatenfonds entscheiden, oder ob – wie vom Europaparlament befür-

wortet – eine zentrale europäische Aufsichtsbehörde Drittstaatenfonds eine einheitliche Vertriebszulassung für die gesamte EU (sog. EU-Pass) erteilt. Hier spiegelt sich die Grundsatzdebatte zwischen Parlament und Rat über Struktur und Kompetenz der europäischen Aufsichtsbehörden wieder. Das Parlament plädiert für eine starke und zentrale europäische Finanzaufsicht, während die Mitgliedstaaten nur eine partielle Übertragung von Kompetenzen an die europäischen Aufsichtsbehörden befürworten.

Strittig ist in dem Kontext der Vertriebsregelungen für AIF aus Drittstaaten auch, welche Anforderungen von Drittstaatenmanagern bzw. den von ihnen verwalteten Fonds erfüllt werden müssen, damit diese in der EU vertrieben werden dürfen. Das Europaparlament fordert äquivalente Regulierungs- und Aufsichtsstandards für Drittstaatenmanager und den von ihnen verwalteten Fonds. Zudem sollen die jeweils zuständigen ausländischen Aufsichtsbehörden die Einhaltung der einschlägigen Regelungen der Richtlinie durch die Drittstaatenmanager überwachen. Im Ergebnis würde dieser Ansatz den Markteintritt ausländischer AIFM bzw. AIF massiv beeinträchtigen, da in vielen Fällen eine Äquivalenz der Regulierung und Beaufsichtigung gerade nicht gegeben ist. Beispielhaft sei hier lediglich die Regulierung von Hedgefonds oder Private Equity in den USA genannt, die auf einem anderen Konzept (s. nachfolgend

Kurzmitteilungen international) beruht und damit wohl nicht ohne weiteres als äquivalent bezeichnet werden kann, z.B. weil dort keine unabhängigen Verwahr- und Depotstellen vorgeschrieben werden.

Der vom Ecofin-Rat favorisierte Ansatz, den Vertrieb jeweils national über ein Private-Placement-Regime zu regeln, erfährt ebenfalls deutliche Kritik, führt er doch zu Regulierungsarbitrage – eben weil es hierzu keinen europäischen Rahmen gibt - und gewährleistet eben kein einheitliches Vertriebsrecht für die gesamte EU. Vor diesem Hintergrund erscheint der ursprünglich von der EU-Kommission gewählte Ansatz für die Zulassung von AIFM mit Sitz in Drittländern vom Grundsatz her weiterhin vorzugswürdig, auch wenn im Detail noch Anpassungsbedarf besteht. Insbesondere ist für die Zulassung von AIFM bzw. AIF aus Drittstaaten auf eine Regulierung und Aufsicht, die im Einklang mit internationalen Standards steht, abzustellen. Es dürfen auch keine Äquivalenzanforderungen vorgegeben werden, die eine europäische Regulierung als Maßstab haben. Denn die Regulierungsansätze in der Fondsbranche unterscheiden sich weltweit deutlich und sind nicht in jeder Hinsicht kompatibel. Auch der BAI befürwortet, dass es hier Mindeststandards geben muss, es darf aber nicht faktisch durch ein Äquivalenzerfordernis der Marktzugang für Drittstaatenmanager und deren Fonds versperrt werden.

Ein weiterer in diesem Kontext kritisch diskutierter Aspekt ist die Definition von „Marketing“ bzw. „Vertrieb“. Hier sah der ursprüngliche Kommissionsentwurf eine sehr weit reichende Definition vor, die auch entsprechende Aktivitäten, die auf Veranlassung eines Investors erfolgten, erfasst. Sowohl Rat als auch Parlament haben sich zwar davon distanziert und wollen nur Aktivitäten, die vom AIFM ausgehen, erfassen. In den aktuellen Triloggesprächen scheint aber die Kommission diesen Aspekt nochmals zu thematisieren.

Der BAI setzt sich hier weiterhin nicht nur für einen liberalen und sachgerechten Marktzugang für Drittstaatenmanager und –fonds ein, sondern auch für die Anerkennung freier Anlageentscheidungen von Investoren, die weiterhin in Eigeninitiative auch in AIF investieren können sollen, die keine Vertriebszulassung unter der Richtlinie haben. Protektionistische und be-

vormundende Regelungen sind in dieser Richtlinie fehl am Platz.

II. Anwendungsbereich

Auch im Hinblick auf den Anwendungsbereich der Richtlinie gibt es unterschiedliche Ansätze bei Kommission, Ecofin-Rat und Parlament. Während der Kommissionsentwurf noch Mindestanlagevolumina (100 Mio. Euro im Allgemeinen bzw. 500 Mio. Euro für Private Equity AIF) vorsieht, unterhalb derer AIFM bzw. deren AIF nicht vom Anwendungsbereich der Richtlinie erfasst sein sollten, soll es nach den Änderungsvorschlägen des Rates im Ermessen der Mitgliedstaaten stehen, gewisse Typen von AIFM – z.B. unterhalb eines Schwellenwertes von 100 Mio. Euro - vom Anwendungsbereich auszunehmen. Das Europaparlament hingegen verfolgt den Ansatz, keine derartigen Ausnahmen vom Anwendungsbereich der Richtlinie zuzulassen, dafür aber dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit Rechnung zu tragen und z.B. bei „nicht-systemrelevanten“ AIFM nur einzelne Regelung der Richtlinie zur Anwendung zu bringen.

Der BAI hatte zwar selbst gegenüber den beteiligten Gremien angeregt, dass es Ausnahmeregelungen für „kleine AIFM“ gibt. Der vom Parlament vorgeschlagene Ansatz erscheint allerdings bedenklich, denn er definiert als „nicht systemrelevante AIFM“ nur AIFM, die AIF des geschlossenen Typs und mit Assets under Management von jeweils höchstens 100 Millionen Euro und kumuliert höchstens 250 Millionen Euro verwalten. Im Umkehrschluss würden demnach alle AIFM, die offene Fonds verwalten, und darüber hinaus alle AIFM, die geschlossene AIF über den vorgenannten Schwellenwert verwalten, als „systemrelevante“ AIFM qualifiziert. Für eine solche Annahme gibt es jedoch keine valide Grundlage und es zeichnet sich ab, dass dieser Ansatz innerhalb der Triloggespräche auch keine Mehrheit findet. Stattdessen scheint sich ein Konsens dahingehend abzuzeichnen, dass die Mitgliedstaaten Ausnahmen vom Anwendungsbereich zulassen können, wie vom Rat vorgeschlagen, wobei diese dann aber sicherstellen müssen, dass AIFM bzw. AIF, die danach nicht in den Anwendungsbereich der Richtlinie fallen, im Heimatland registriert sind und die zuständigen Aufsichtsbehörden über ihre Aktivitäten informieren.

Im Hinblick auf weitere Ausnahmeregelungen scheint sich Konsens dahingehend zwischen den Gremien einzustellen, dass Holding-Gesellschaften vom Anwendungsbereich der Richtlinie insgesamt ausgenommen werden. Hier wird derzeit insbesondere über die Kriterien für eine Holding-Gesellschaft diskutiert. Parlament und Rat hatten zunächst übereinstimmend für eine obligatorische Börsennotierung votiert, die möglicherweise aber im Hinblick auf die dann unvermeidliche Schlechterstellung von nicht-gelisteten Holding-Gesellschaften noch angepasst wird.

III. Erlaubnisverfahren

Aus Sicht des BAI weiterhin kritisch sind die Regelungen zum Erlaubnisverfahren, nachdem das Parlament in den Änderungsanträgen vorschlägt, dass ein Nichttätigwerden der zuständigen Aufsichtsbehörde als Ablehnung eines Erlaubnisanspruchs zu werten sei. Aufsichtsbehörden wären demnach weder verpflichtet, innerhalb eines bestimmten Zeitraums über den Erlaubnisanspruch zu entscheiden, noch wären sie verpflichtet, für die Ablehnung Gründe anzuführen. Hier bleibt zu hoffen, dass Kommission und Ecofin-Rat an ihren Positionen festhalten, die einen festen Zeitraum für die Erteilung bzw. Ablehnung eines Erlaubnisanspruchs vorsehen und auch das Erfordernis einer Begründung statuieren, wenn ein Antrag abgelehnt werden soll.

Ebenso kritisch ist der Umstand, dass im Grundsatz alle drei Gremien faktische Genehmigungserfordernisse für die jeweiligen AIF vorsehen, z.B. bei den Änderungen der Anlagestrategie oder beim Einsatz von Leverage. Aus Sicht des BAI steht dieser Ansatz im Widerspruch zum ursprünglichen Konzept der Richtlinie, das eine Regulierung des Managers, nicht aber eine Regulierung des Produkts zum Gegenstand hat.

IV. Short Selling

Short Selling ist eine weitere Thematik, die zwischen den Gremien höchst unterschiedlich beurteilt wird. Während die Kommission für den AIFM im Rahmen des Risikomanagements adäquate Prozeduren bei Short-Selling-Aktivitäten fordert, die sicherstellen, dass Lieferverpflichtungen nachgekommen werden kann, schlägt das Parlament ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe

und ein Transparenzregime gem. den entsprechenden CESR-Vorschlägen vor. Der Rat beschränkt sich zunächst auf Offenlegungsverpflichtungen von Leerverkäufen gegenüber der Aufsicht und weist zugleich darauf hin, dass Leerverkäufe keine spezielle Thematik in der AIFM-Richtlinie sind und daher außerhalb dieser Richtlinie zu regeln sind.

Für die weiteren Triloggespräche dürfte entscheiden sein, dass die EU-Kommission nunmehr eine Konsultation zu Leerverkaufsgeschäften und sog. Credit Default Swaps (CDS) durchgeführt hat (s. Kurzmitteilungen international). In dieser Konsultation wurden im Anschluss an die vom Ausschuss der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden CESR im März bzw. Mai vorgelegten Vorschlägen für ein pan-europäisches Transparenzregime für Leerverkäufe insgesamt 30 Fragen zur Konsultation gestellt, u.a.

- zum sachlichen Anwendungsbereich der Finanzinstrumente, die erfasst werden könnten,
- zur Ausgestaltung des Transparenzregimes (Offenlegung ggü. der Aufsicht und/oder Marktpublizität),
- zu Regelungsansätzen für ungedeckte Leerverkäufe,
- zu Regelungs- und Eingriffsbefugnissen der Aufsichtsbehörden.

Der BAI würde es begrüßen, wenn gerade im Hinblick auf diese Konsultation und den in diesem Zusammenhang angekündigten Vorschlag der EU-Kommission zur Regulierung von Leerverkäufen und CDS die entsprechenden Regelungen zu Leerverkäufen aus der AIFM-Richtlinie ausgenommen werden. Zumindest auf Ratsebene und bei der EU-Kommission scheint derzeit auch Einigkeit zu bestehen, dass die Leerverkaufsthematik außerhalb dieser Richtlinie zu behandeln ist.

V. Verwahrstellenthematik

Als sehr komplex erweist sich auch die Abstimmung zu den Regelungen zu Verwahrstellen. Sowohl der Ecofin-Rat, vor allem aber das Parlament haben sehr umfangreiche und detaillierte Änderungsvorschläge zu dieser Thematik eingebracht, die nunmehr abgestimmt werden müssen. Kernthemen sind die Funktionen, die von

Verwahrstellen ausgeübt werden, die Anforderungen an Verwahrstellen und schließlich das Haftungsregime.

Im Hinblick auf die Funktionen der Verwahrstelle (Entgegennahme von Zahlungen der Anleger, Verwahrung von Vermögensgegenständen und Sicherstellung der ordnungsgemäßen Abwicklung von Zahlungen für Anleger) besteht zwischen den beteiligten Gremien offenbar im Grundsatz Konsens. Hier dürften sich die Regelungen der Richtlinie im Wesentlichen an den korrespondierenden Regelungen der OGAW-Richtlinie orientieren.

Die Kommission wollte zunächst lediglich Kreditinstitute gem. der Richtlinie 2006/48/EG als Verwahrstellen zulassen. Sowohl Parlament als auch Rat sprachen sich darüber hinaus aber für die Zulassung von Wertpapierfirmen unter der Richtlinie 2004/39/EG, weiteren unter der OGAW-Richtlinie zugelassen Instituten und – soweit Private-Equity-AIF betroffen sind – sogar auch für sonstige Verwahrstellen aus, die derartige Funktionen als Teil ihrer Berufsausübung wahrnehmen und einer Registrierungspflicht unterliegen. Aktuell zeichnet sich in den Triloggesprächen ab, dass sich die beteiligten Gremien auf diese Erweiterung der zulässigen Verwahrstellen einigen.

Im Hinblick auf das Haftungsregime der Verwahrstellen ist die Trilogabstimmung zwischen den Gremien auch durch die gegenwärtige Diskussion über die Haftung der Verwahrstellen unter der OGAW-Richtlinie geprägt. Hier gibt es dem Vernehmen nach noch keine abschließende Einigung über die Detailregelungen zu Umfang und Ausschlussmöglichkeiten der Haftung, insbesondere bei Auslagerungsfällen.

VI. Einsatz von Leverage

Für den Einsatz von Leverage zeigt sich zwischen den beteiligten Gremien ein Konsens dahingehend abzuzeichnen, dass AIFM diesen und dessen Herkunft nicht nur offen zu legen haben, sondern von vornherein sog. „Leverage limits“ festzulegen haben. Darüber hinaus sollen die zuständigen Aufsichtsbehörden ermächtigt werden, weitere Beschränkungen für den Einsatz von Leverage zu erlassen, soweit durch diesen Gefahren für die Finanzmarktstabilität oder das Funktionieren der Finanzmärkte droht.

VII. Kapitalanforderungen für Portfoliogesellschaften von Private-Equity-AIF

Auf Veranlassung des Europaparlaments sollen in die Richtlinie Regelungen aufgenommen werden, die Portfolio-Unternehmen von Private-Equity-AIF vor sog. „asset stripping“ schützen. Diskutiert wird derzeit zwischen Parlament, Ecofin-Rat und Kommission die partielle Anwendung der zweiten Richtlinie zum Gesellschaftsrecht (RL 77/91/EWG) im Hinblick auf den Kapitalerhalt.

Kurzmitteilungen

National

1. Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte von Bundestag und Bundesrat beschlossen

Nachdem der Bundestag am 2. Juli das vorgenannte Gesetz beschlossen hatte (s. hierzu auch die entsprechende Presse-Mitteilung auf der BAI-Homepage), hat nunmehr auch der Bundesrat am 9. Juli das Gesetz angenommen.

Der BAI hat über das Gesetz mehrfach durch Mitglieder-rundschreiben informiert, auf die an dieser Stelle verwiesen wird. Kernelemente des Gesetzes sind

- das Verbot ungedeckter Leerverkäufe von Aktien und Schuldtiteln von Staaten der Euro-Zone, die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind,
- das Verbot bestimmter ungedeckter Kreditausfallversicherungen auf Verbindlichkeiten von EU-Mitgliedstaaten (so genannten Credit Default Swaps, CDS), bei denen kein eigener Absicherungszweck besteht,
- Einführung eines zweistufigen Transparenzsystems für Netto-Leerverkaufspositionen, das sowohl gedeckte Leerverkaufspositionen in Aktien als auch Positionen in anderen Finanzinstrumenten, die wirtschaftlich einer Leerverkaufsposition in Aktien entsprechen, erfasst; das System orientiert sich an den einschlägigen CESR-Vorschlägen, die auf der er-

sten Stufe eine Unterrichtung der zuständigen Aufsichtsbehörde, also der BaFin, und auf der zweiten Stufe eine Veröffentlichung vorsehen.

Der BAI hat an der Anhörung zum Gesetz im Finanzausschuss als Sachverständiger teilgenommen. Unsere Verbandspetitionen wurden zum Teil (insbesondere im Hinblick auf die Definition des ungedeckten Leerverkaufs) berücksichtigt, so dass es insoweit zu einer praxisgerechteren Ausgestaltung des Gesetzes kam.

Ein anderes Petition, nämlich der Verzicht auf die individuelle Veröffentlichung von Leerverkaufspositionen unter Nennung des Inhabers im Bundesanzeiger, wurde jedoch nicht berücksichtigt. Dies begründet die Bundesregierung zum einen mit Verweis auf die einschlägigen gleichlautenden CESR-Vorschläge, auch wenn derzeit noch offen ist, ob die EU-Kommission diese übernehmen wird. Zum anderen damit, dass es auch in Großbritannien derartige Veröffentlichungspflichten gibt, auch wenn diese sich nur auf ausgewählte Finanztitel beziehen und diese Verpflichtung weiterhin als temporäre Maßnahme bezeichnet wird. Für die Veröffentlichungspflicht sieht das Gesetz nunmehr aber eine Übergangsfrist von 20 Monaten vor.

Der Gesetzentwurf ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

<http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/17/019/1701952.pdf>

Die Änderungsanträge des Bundestags sind unter nachfolgendem Link abrufbar:

<http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/17/023/1702336.pdf>

Die Änderungsanträge des Bundesrats sind unter nachfolgendem Link abrufbar:

http://www.bundesrat.de/cln_179/nn_1759312/Shared-Docs/Drucksachen/2010/0301-400/397-10,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/397-10.pdf

Die Stellungnahmen der Sachverständigen und das Protokoll zur Anhörung im Finanzausschuss sind unter nachfolgendem Link abrufbar:

<http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/>

[a07/anhoeerungen/2010/020/index.html](http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/anhoeerungen/2010/020/index.html)

Die Geschäftsstelle rechnet nunmehr kurzfristig mit einer Unterzeichnung des Gesetzes durch den Bundespräsidenten. Im Anschluss kann die Veröffentlichung im Bundesanzeiger erfolgen, die Voraussetzung für das Inkrafttreten des Gesetzes ist. Die Geschäftsstelle wird Sie umgehend über das Inkrafttreten des Gesetzes informieren. Mit Inkrafttreten des Gesetzes werden auch die diversen BaFin-Allgemeinverfügungen vom 18. Mai 2010 (s. nachfolgende Kurzmitteilung) zumindest teilweise obsolet. Auch hierzu werden wir Sie zu gegebener Zeit informieren.

2. BaFin-Allgemeinverfügungen vom 18. Mai 2010 zu Leerverkäufen

Mit Allgemeinverfügung vom 18. Mai 2010 hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) diverse Leerverkaufstransaktionen vorübergehend untersagt (s. hierzu auch die entsprechende Mitgliederinfo). Vom Verbot erfasst sind zum einen ungedeckte Leerverkäufe von Schuldtiteln von Staaten der Eurozone, die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind, zum anderen Credit Default Swaps (CDS), soweit die Referenzverbindlichkeit zumindest auch eine Verbindlichkeit eines Staates der Eurozone ist und sie nicht der Absicherung von Ausfallrisiken dienen (ungedockte CDS). Untersagt sind zudem Leerverkäufe von Aktien folgender Unternehmen der Finanzbranche:

- AAREAL BANK AG
- ALLIANZ SE
- COMMERZBANK AG
- DEUTSCHE BANK AG
- DEUTSCHE BÖRSE AG
- DEUTSCHE POSTBANK AG
- GENERALI Deutschland HOLDING AG
- HANNOVER RÜCKVERSICHERUNG AG
- MLP AG
- MÜNCHENER RÜCKVERSICHERUNGS-GESELLSCHAFT AG

Die Allgemeinverfügung nebst ausführlichen Informationen finden Sie auf der BaFin-Homepage unter nachfolgendem Link:

http://www.bafin.de/cln_161/nn_722564/SharedDocs/Artikel/DE/Service/Meldungen/meldung__100518__cde__leerverkaufsverbot__allgemeinverf_C3_BCgun-gen.html?__nnn=true

Mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte wird es zu Änderungen der Allgemeinverfügungen kommen, z.B. durch die Ausnahme von untertägigen Leerverkaufsgeschäften oder der Umsetzungsfrist für Veröffentlichungen von Leerverkaufspositionen. Hierzu wird Sie die Geschäftsstelle zu gegebener Zeit informieren.

3. Änderung der Anlageverordnung in Kraft getreten

Mit Mitgliederschreiben vom 30. Juni 2010 hatte die Geschäftsstelle bereits über das Inkrafttreten der Änderung der Anlageverordnung am 1. Juli 2010 berichtet. Neben den laufenden Mitgliederinformationen zu den Änderungen darf an dieser Stelle auch auf einschlägige Informationsschreiben von Sozietäten aus dem Mitgliederkreis verwiesen werden, die sich bereits ausführlich mit den Änderungen befasst haben. Die BAI-Arbeitsgruppe zur Anlageverordnung wird sich im August näher mit offenen Fragen, die sich aus den jüngsten Änderungen ergeben, befassen und diese Themen dann mit der BaFin besprechen. Hierüber werden wir Sie dann auch zeitnah unterrichten.

Ergänzend zum letzten BAI-Newsletter, in dem bereits der zur Konsultation gestellte Entwurf der Änderungsordnung vorgestellt wurde, sollen an dieser Stelle nunmehr lediglich die wichtigsten Änderungen kurz zusammengefasst werden.

Anlage in Private Equity/Infrastruktur können zukünftig bis zu 15% des gebundenen Vermögens erfolgen, wobei bis zu 1% des gebundenen Vermögens in ein einzelnes Zielunternehmen investiert werden darf.

Für Anlagen in Hedgefonds gibt es im Grundsatz keine Änderungen, jedoch wurde für Rohstoff-Investments, die bisher der Hedgefonds-Quote zugerechnet wurden, eine separate Rohstoff-Quote in Höhe von bis zu 5%

des gebundenen Vermögens eingeführt. Auch diese wird in die 35 %-Risikokapitalanlagequote einbezogen.

Die Beschränkung beim Erwerb von (Staats-) Anleihen auf solche aus Staaten des EWR-Raums wurde aufgehoben. Der Emittentenkreis wurde erweitert auf Vollmitgliedstaaten der OECD und deren Gebietskörperschaften, sowie multilaterale Entwicklungsbanken.

Anlagen in ausländische (offene) Investmentvermögen sind zukünftig auch dann zulässig, wenn sie nicht unter das Investmentgesetz fallen, jedoch einer Investmentaufsicht und einer vergleichbaren Anlagepolitik unterfallen und über ein Rückgaberecht verfügen.

Für Anlagen in Investmentvermögen sind nunmehr die 10 größten Aussteller (Schuldner) im Fonds auf die Streuungsgrenzen anzurechnen. Hierdurch sollen Klumpenrisiken bei Anlagen über Fonds vermieden werden. Darüber hinaus ist zu beachten, dass die Begründung zur Änderung der Anlageverordnung diverse Einschränkungen im Hinblick auf Rückgabe- und Rücknahmerechte enthält. Zudem wird die BaFin kurzfristig weitere Klarstellungen ihrer Verwaltungspraxis ergänzend zum Rundschreiben 15/2005 verlautbaren.

Für Immobilien-Dachfonds gibt es weitere Änderungen. Zum einen sind Anlagen in offene Immobilien-Dachfonds nur dann zulässig, wenn sie vergleichbar mit einem deutschen Sondervermögen sind. Zum anderen können geschlossene Immobilien-Dachfonds unter bestimmten Voraussetzungen auch unter die Immobilienquote fallen, und nicht mehr wie bisher ausschließlich unter die Beteiligungsquote.

Für Grundstücksgesellschaften wurde schließlich die 3-Objektgrenze gestrichen.

Der Text der Anlageverordnung unter Berücksichtigung der dritten Änderungsverordnung nebst Begründung ist auf der BAI-Homepage eingestellt.

4. Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes

Am 3. Mai hat das Bundesministerium der Finanzen den im März angekündigten Referentenentwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes vorgestellt (s. auch gesondertes Mitglieder-rundschreiben). Neben entsprechenden Regelungen zu Leerverkäufen, die dann kurzfristig in das oben zu 1. genannte Gesetz überführt wurden, enthält das Gesetz Regelungen zu folgenden Punkten:

- Einführung neuer Mitteilungspflichten für Finanzinstrumente, die bislang das „Anschleichen“ an ein Unternehmen ermöglichten,
- strengere Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch Ausdehnung der anlegerschützenden Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) und des Kreditwesengesetzes (KWG) auf den Vertrieb von Produkten des Grauen Kapitalmarkts,
- anlegergerechte Beratung sowie
- eine Überarbeitung des Rechts der offenen Immobilienfonds.

Der Entwurf des Gesetzes ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_1940/DE/BMF__Startseite/Service/Downloads/Abt__VII/DiskE__Gesetz__Anlegerschutz__Verbesserung_20Funktionalit_C3_A4t_20Finanzm_C3_A4rkte,templateId=raw,property=publicationFile.pdf

Die parlamentarische Abstimmung des Gesetzesentwurfes konnte vor der Sommerpause nicht mehr erfolgen, nachdem insbesondere die Regelungen zu den offenen Immobilienfonds und zur Einbeziehung des sog. Grauen Kapitalmarkts in das WpHG bzw. KWG auf heftige Kritik aus der Branche stießen. Im Kabinett soll es nunmehr eine Einigung zu den Regelungen zu offenen Immobilienfonds geben, jedoch noch nicht zu der

zukünftigen Regulierung des grauen Kapitalmarktes.

5. Veröffentlichung BaFin-Rundschreiben zu Depotbanken

Die BaFin hat am 2. Juli 2010 das Rundschreiben 6/2010 (WA) zu den Aufgaben und Pflichten der Depotbank nach den §§ 20 ff. InvG (Depotbank-Rundschreiben) veröffentlicht. Bereits in unserem letzten Newsletter haben wir den zur Konsultation gestellten Entwurf des Depotbank-Rundschreibens vorgestellt.

Mit dem Rundschreiben will die BaFin Unsicherheiten, mit denen sich die Branche bei der Auslegung der §§ 20 ff. InvG bislang konfrontiert sah, beseitigen. Ein Schwerpunkt ist dabei die Konkretisierung der Kontrollfunktionen der Depotbank. Das Rundschreiben enthält zum Beispiel detaillierte Vorgaben zum Inhalt und zum Zeitpunkt der Prüfung durch die Depotbank in Bezug auf solche Geschäfte, die der Zustimmung der Depotbank bedürfen oder auf andere Weise durch die Depotbank zu kontrollieren sind. Das Rundschreiben gibt auch detaillierte Modelle zur Anlagegrenzprüfung vor und regelt, welche Punkte im Depotbankvertrag zu regeln sind und wieweit die Depotbank Tätigkeiten auf andere Unternehmen auslagern oder Tätigkeiten der Kapitalanlagegesellschaften einlagern darf.

Das Rundschreiben mit Erläuterungen ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

http://www.bafin.de/cln_161/nn_722758/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2010/rs__1006__wa__depotbank__invg.html

Für die Umsetzung der neuen Anforderungen hat die BaFin eine Übergangsfrist von zwölf Monaten nach Veröffentlichung vorgesehen.

6. Veröffentlichung BaFin-MaRisk für Investmentgesellschaften

Die BaFin hat am 30. Juni 2010 das Rundschreiben 5/2010 (WA) zu den Mindestanforderungen an das Risikoma-

nagement für Investmentgesellschaften (InvMaRisk) veröffentlicht. Über den zur Konsultation gestellten Entwurf hatte die Geschäftsstelle bereits berichtet.

Die InvMaRisk legt fest, welche Mindestanforderungen Kapitalanlagegesellschaften und Investmentaktiengesellschaften bei der Ausgestaltung einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation und insbesondere des Risikomanagements einhalten müssen. Ziel dieses Rundschreibens ist es, auf Grundlage des § 9a des Investmentgesetzes einen flexiblen und praxisnahen Rahmen für die Ausgestaltung einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation der Kapitalanlagegesellschaften und selbstverwaltenden Investmentaktiengesellschaften vorzugeben. Das Rundschreiben bezieht sich auf die zulässigen Geschäftstätigkeiten einer Kapitalanlagegesellschaft, mithin die Verwaltung von Investmentvermögen, die Erbringung von Dienstleistungen und Nebendienstleistung im Sinne des § 7 Abs. 2 InvG sowie die Anlage des eigenen Vermögens der Kapitalanlagegesellschaft und die zulässigen Geschäftstätigkeiten einer selbstverwaltenden Investmentaktiengesellschaft.

Bis zum Dezember 2007 hatten für Kapitalanlagegesellschaften die Mindestanforderungen an das Risikomanagement aus der Bankenaufsicht – die MaRisk (BA) – gegolten. Da Kapitalanlagegesellschaften durch das Investmentänderungsgesetz im Dezember 2007 aber ihre Institutseigenschaft verloren hatten, waren die MaRisk (BA) fortan formal für sie nicht mehr anwendbar. Die BaFin zog jedoch zunächst die MaRisk (BA) weiterhin zur Auslegung der Organisationspflichten in § 9a Investmentgesetz (InvG) heran. Um den Besonderheiten der Geschäftsaktivitäten von Kapitalanlagegesellschaften und Investmentaktiengesellschaften Rechnung zu tragen, hat die BaFin nun eigene Mindestanforderungen an deren Risikomanagement entwickelt.

Aufbau und Inhalt der InvMaRisk sind eng an die MaRisk (BA) angelehnt. Insbesondere enthält auch die InvMaRisk „allgemeine“ und „besondere“ Anforderungen an das Risikomanagement. Die allgemeinen Anforderungen betreffen

- das Risikomanagement der Investmentvermögen,

- das Risikomanagement für die Anlage des eigenen Vermögens,
- das Risikomanagement bezüglich der Dienst- und Nebendienstleistungen und
- das ganzheitliche Risikomanagement auf Gesellschaftsebene.

Die besonderen Anforderungen machen detaillierte Vorgaben an das Risikomanagement für Investmentvermögen. Beispielsweise verlangen die InvMaRisk die Implementierung von Risikomanagement-Grundsätzen (Risk Management Policy) für jedes Investmentvermögen.

Für eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation schreibt das Rundschreiben insbesondere:

- ein angemessenes Risikomanagementsystem,
- geeignete Regelungen für die persönlichen Geschäfte der Mitarbeiter,
- geeignete Regelungen für die Anlage des eigenen Vermögens in Finanzinstrumenten,
- angemessene Kontroll- und Sicherheitsvorkehrungen für den Einsatz der elektronischen Datenverarbeitung,
- Regelungen zu Verfahrensweisen bei Auslagerungen,
- eine angemessene Dokumentation und
- angemessene Kontrollverfahren (einschließlich der Internen Revision) vor.

Das Rundschreiben mit Erläuterungen ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

http://www.bafin.de/cIn_161/nn_722758/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2010/rs__1005__wa__invmarisk.html

Für die Umsetzung der neuen Anforderungen hat die BaFin eine Übergangsfrist von sechs Monaten nach Veröffentlichung vorgesehen.

Gem. Begründung sind die Anforderungen des Rundschreibens zukünftig von allen Kapitalanlagegesellschaften im Sinne von § 6 Abs. 1 InvG zu beachten. Die Anforderungen sind von selbstverwaltenden Investmentaktiengesellschaften im Sinne von § 96 InvG entsprechend umzusetzen. Die Anforderungen des Rundschreibens gelten zudem auch für die Zweigniederlassungen deutscher Gesellschaften im Ausland, nicht jedoch für Zweigniederlassungen von Verwaltungsgesellschaften mit Sitz in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums gem § 13 InvG.

International

1. EU-Konsultationen zu Leerverkaufsaktivitäten - einschließlich CDS-Transaktionen – und Derivategeschäften und Marktinfrastruktur

Mit gesondertem Mitgliederschreiben hatte die Geschäftsstelle bereits über die beiden vorgenannten Konsultationen der EU-Kommission berichtet.

Die Konsultation zu Leerverkaufsaktivitäten, die u.a. an die CESR-Vorschläge für ein pan-europäisches Transparenzregime für Leerverkäufe anknüpft, soll als Grundlage für einen Richtlinienentwurf der EU-Kommission dienen und befasst sich u.a. mit folgenden Themen:

- sachlicher Anwendungsbereich der Finanzinstrumente, die erfasst werden könnten,
- Ausgestaltung des Transparenzregimes (Offenlegung ggü. der Aufsicht und/oder Marktpublizität),
- Regelungsansätzen für ungedeckte Leerverkäufe,
- Regelungs- und Eingriffsbefugnissen der Aufsichtsbehörden.

Die Verbandsstellungnahme zu dieser Konsultation ist auf der BAI-Homepage eingestellt. Sie finden diese in

Kürze auch zusammen mit dem Konsultationspapier unter nachfolgendem Link auf der Homepage der EU-Kommission:

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/short_selling_en.htm

Parallel hat die EU-Kommission eine Konsultation zu Derivategeschäften und Marktinfrastruktur durchgeführt, die folgende Themen zum Gegenstand hatte:

- Clearing und Risikoverringung von OTC Derivaten
- Anforderungen an zentrale Gegenparteien
- Interoperabilität
- Reportingpflichten und Anforderungen für Treuhänder (trade repositories)

Das Konsultationspapier nebst Stellungnahmen der Marktteilnehmer ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/derivatives_en.htm

2. CESR report „Technical details of the pan-European short selling disclosure regime“

Im Anschluss an die CESR Vorschläge zur Offenlegung von Short-Positionen, hat CESR nunmehr am 26. Mai 2010 weitere Details zur Konkretisierung der Vorschläge vorgestellt.

In unserem letzten Newsletter haben wir bereits über die entsprechenden CESR-Vorschläge berichtet, die jetzt Grundlage der zuvor genannten Konsultation der EU-Kommission sind. Es geht im Kern um ein zweistufiges Offenlegungsverfahren von Short-Positionen betreffend in einem geregelten Markt oder einem multilateralen Handelssystem (MTF) des EWR zum Handel zugelassene Aktien, wobei es – im Gegensatz zum seinerzeit von der BaFin erlassenen Verbot – keine sektorale Beschränkung gibt. Die Offenlegungsverpflichtung soll sich also nicht nur auf Finanztitel beschränken.

- Ab einer Schwelle von 0,2 % bezogen auf die ausgegebenen Aktien sind Netto-Short-Positionen der zuständigen Aufsichtsbehörde zu melden. Zusätzlich ist jede weitere Erhöhung der Short-Positionen um 0,1 % der Aufsichtsbehörde zu melden.
- Neben der Meldung an die Aufsichtsbehörde sollen ab einer Schwelle von 0,5 % Netto-Short-Positionen auch dem Markt gemeldet werden, ebenso Erhöhungen um jeweils 0,1 %.

Die nunmehr von CESR vorgestellten Erläuterungen sind unter nachfolgendem Link abrufbar:

<http://www.cesr.eu/index.php?page=groups&id=22>

Unter diesem Link finden Sie auch den am 19. Juli aktualisierten Überblick über die bisher in den EU-Mitgliedstaaten getroffenen Maßnahmen betreffend Leerverkäufe.

3. Regulierung von Private Fund Investment Advisers in den USA

In den USA wurde nunmehr von Repräsentantenhaus und Senat die sog. Dodd-Frank Bill (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) verabschiedet, die im Kapitel IV auch Änderungen des Investment Advisers Act of 1940 vorsieht.

Kern dieser Änderung des Investment Advisers Act ist die Abschaffung der Ausnahme vom Registrierungserfordernis für sog. Private Adviser, die innerhalb der letzten 12 Monate weniger als 15 Kunden hatten und ihre Dienste weder öffentlich noch gegenüber Investmentgesellschaften unter dem Investment Company Act of 1940 anbieten. Gleichzeitig wird jedoch eine Ausnahme vom Registrierungserfordernis für Investmentadviser vorgesehen, die bestimmte Arten von alternativen Investmentfonds beraten, und zwar:

- Private funds mit Assets under Management von weniger als 150 Mio. US\$
- Venture Capital Funds (unabhängig von AuM)

Hiernach ausgenommene Investment Adviser unterliegen aber dennoch gewissen Melde- und Buchführungspflichten, die noch von der SEC konkretisiert sind. Als Folge des o.g. Gesetzes kommt es also zu einem allgemeinen Registrierungserfordernis für Private Funds in den USA. Ob und in welchem Umfang das Registrierungsverfahren und die korrespondierende Beaufsichtigung in den USA mit den Regelungen in der AIFM-Richtlinie vergleichbar sind, kann derzeit noch nicht beurteilt werden, da o.g. Gesetz die Umsetzung weitgehend in das Ermessen der SEC stellt. Gleiches gilt für Befreiungen für ausländische Investment Adviser, die voraussichtlich dann greifen, wenn diese u.a. keinen Sitz in den USA haben, weniger als 15 Kunden haben, das verwaltete Vermögen weniger als 25 Mio. US\$ beträgt und sie ihre Dienste weder öffentlich noch gegenüber Investmentgesellschaften unter dem Investment Company Act of 1940 anbieten.

Ausgenommen vom Registrierungserfordernis dürften auch sog. Family Offices sein.

Im Zuge unserer fortdauernden Information zum AIFM-Gesetzgebungsprozess wird Sie die Geschäftsstelle auch über die weiteren Entwicklungen in den USA unterrichten.

4. Solvency II – Durchführung der fünften quantitativen Auswirkungsstudie

In unseren letzten Newslettern haben wir über Durchführungsmaßnahmen zu Solvency II und einschlägige Konsultationen und Anhörungen von CEIOPS bzw. der EU-Kommission berichtet. Die EU-Kommission hat nunmehr am 5. Juli 2010 an CEIOPS ein weiteres Auskunftersuchen zusammen mit den endgültigen Spezifikationen für die fünfte quantitative Auswirkungsuntersuchung zu Solvabilität II (QIS5) gerichtet. Darin werden die europäischen Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen um Teilnahme an der von August bis November stattfindenden QIS5 gebeten. CEIOPS wird den Bericht über die Ergebnisse der QIS5 im April 2011 veröffentlichen.

Für die AI-Branche sind die Durchführungsmaßnahmen und technischen Spezifikationen im Hinblick auf die erforderliche Eigenmittelunterlegung für Alternativen

tive Investments von grundlegender Bedeutung und wir haben bereits im Vorfeld auf diverse, u.a. methodologische, Unzulänglichkeiten des bisherigen Prozesses hingewiesen und es ist zu ersten Änderungen gekommen. Leider ist dennoch weiterhin eine aus Sicht des BAI nicht nachvollziehbare Diskriminierung von AI zu beobachten. Wir werden daher in die nunmehr vorgestellten Durchführungsmaßnahmen in der Arbeitsgruppe, die sich auch mit dem Thema Anlageverordnung befasst, weiter erörtern und unsere Ergebnisse an die EU-Kommission und CEIOPS kommunizieren.

Die einschlägigen Kommissions- bzw. CEIPOS-Dokumente zu QIS 5 finden Sie unter nachfolgenden Links:

http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/index_en.htm

<http://www.ceiops.eu/index.php?option=content&task=view&id=732>

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
Email: dornseifer@bvai.de

BETEILIGUNG DEUTSCHER REGULIERTER FONDS AN GESCHLOSSENEN FONDS – HERAUSFORDERUNGEN UND LÖSUNGEN –

von **RA Uwe Bärenz**
RA Dr. Jens Steinmüller
 P+P Pöllath + Partners

I. Einführung

Die Beteiligung offener Fonds an Private Equity-Programmen und anderen geschlossenen Fondsstrukturen gestaltete sich in Deutschland bisher eher schwierig. Dabei haben sich derartige Anlagen längst zu einem festen Bestandteil der Portfolios institutioneller Investoren etabliert. Traditionell galten die Konzepte der offenen und der geschlossenen Fonds als inkompatibel. Entsprechend schloss das Investmentrecht eine Beteiligung offener Fonds an geschlossenen Fonds in aller Regel aus. Anteile an geschlossenen Fonds galten als schlichtweg nicht investmenttaugliche Vermögensgegenstände. Erstmals sah das 2004 in Kraft getretene Investmentmodernisierungsgesetz für Hedgefonds die Möglichkeit der begrenzten Beimischung derartiger Anlagen als nicht börsennotierte Unternehmensbeteiligungen vor. Ein weiteres Umdenken leitete die im Rahmen des Investmentänderungsgesetzes¹ eins zu eins im Investmentgesetz umgesetzte „Eligible Assets“-Richtlinie² ein, wonach Anteile an geschlossenen Fonds unter bestimmten Voraussetzungen als Wertpapiere für Rechnung von richtlinienkonformen Investmentvermögen (sog. OGAW) erworben werden dürfen.³ Auch die Erweiterung des Spektrums der Fondstypen durch

1 Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz) vom 21.12.2007 (BGBl. I 2007, S. 3089).

2 Richtlinie 2007/16/EG der Kommission vom 19.03.2007 zur Durchführung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Erläuterung gewisser Definitionen (ABl. L 79/11).

3 Vgl. Art. 2 Abs. 2 Buchst. a und b der Richtlinie 2007/16/EG; § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 7 InvG.



Uwe Bärenz
 P+P Pöllath + Partners



Dr. Jens Steinmüller
 P+P Pöllath + Partners

das Investmentänderungsgesetz hat zusätzliche Möglichkeiten gebracht, Beteiligungen an geschlossenen Fonds auch für offene Fonds zu erschließen. Nach wie vor sind Beteiligungen regulierter offener Fonds an geschlossenen Fonds aber rechtlich und steuerlich anspruchsvoll.

Für Zwecke dieses Beitrags gehen wir von dem folgenden typischen Sachverhalt aus: Ein deutscher institutioneller Investor will an der Wertentwicklung verschiedener alternativer Vermögensanlagen partizipieren. Neben Anteilen an Hedgefonds sind auch Beteiligungen an diversen geschlossenen Fonds vorgesehen (z. B. Private Equity-Fonds, Waldfonds, Immobilienfonds etc.). Die Anlagen sollen in einem inländischen Spezial-Sondervermögen, d. h. einem Sondervermögen, dessen Anteile nicht von natürlichen Personen gehalten werden dürfen, gebündelt werden. Einzige Anleger des Spezial-Sondervermögens sind der institutionelle Investor und ggf. andere juristische Personen.

II. Aufsichtsrechtliche Grundlagen

1. Allgemeines

Inwieweit ein Spezial-Sondervermögen Beteiligungen an geschlossenen Fonds erwerben kann, bestimmt sich

zum einen nach den für das Spezial-Sondervermögen geltenden aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des Investmentgesetzes. Zum anderen können je nach Anleger auch anlegerseitig geltende aufsichtsrechtliche Bestimmungen zu berücksichtigen sein. Dies betrifft beispielsweise Versicherungsunternehmen als Anleger, die für ihr Sicherungsvermögen oder das sonstige gebundene Vermögen investieren. Insoweit sind vor allem die Bestimmungen der Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung) zu beachten. Ebenfalls zu beachten sind schließlich die Vertragsbedingungen des Spezial-Sondervermögens.

2. Typengebundene und typenbefreite Spezial-Sondervermögen

Inwieweit ein Spezial-Sondervermögen Beteiligungen an geschlossenen Fonds eingehen kann, hängt zunächst davon ab, inwieweit das Sondervermögen den Regelungen des Investmentgesetzes für einen bestimmten Fondstypus unterliegt. Für jeden gesetzlichen Fondstyp gelten unterschiedliche Bestimmungen insbesondere im Hinblick auf die Zulässigkeit von Anlagen in bestimmten Arten von Vermögensgegenständen und Anlagegrenzen. Neben den europaweit harmonisierten richtlinienkonformen Sondervermögen (vgl. §§ 46 bis 65 InvG) regelt das innerstaatliche Recht unter anderem die Fondstypen „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (Hedgefonds)“ (§§ 112 bis 120 InvG) und „Sonstige Sondervermögen“ (§§ 90g bis 90k InvG), für die das Investmentgesetz im Vergleich zu richtlinienkonformen Sondervermögen weitergehende Anlagemöglichkeiten vorsieht. Daneben hat der Gesetzgeber für Spezial-Sondervermögen mit dem Investmentänderungsgesetz die Möglichkeit der Befreiung von einem gesetzlichen Fondstypen eingeführt (sog. typenbefreite Spezialfonds, vgl. § 91 Abs. 3 InvG). Soweit bestimmte Anlagegrenzen eingehalten werden, können für Spezial-Sondervermögen alle für ein Investmentvermögen investmenttauglichen Vermögensgegenstände erworben werden. Spezial-Sondervermögen von Versicherern war diese Möglichkeit allerdings bisher verschlossen, weil die Bundesregierung die Änderungen des Investmentgesetzes für versicherungsaufsichtsrechtliche Zwecke noch nicht umgesetzt hatte. Deshalb sind derzeit viele Spezial-Sondervermögen richtlinienkonform ausgestaltet. Ob hier

nach der am 1. Juli 2010 in Kraft getretenen Änderung der Anlageverordnung ein Umdenken einsetzen wird, bleibt abzuwarten.

3. Erwerbbarkeitsvoraussetzungen

Ob und in welchem Umfang Beteiligungen an geschlossenen Fonds erworben werden können, bestimmt sich nach ihrer investmentrechtlichen Qualifikation und den für das Sondervermögen je nach gesetzlichem Fondstypus und den individuellen Vertragsbedingungen geltenden Anlagerestriktionen. Anteile an geschlossenen Fonds sind in der Regel als Investmentanteile, Wertpapiere, Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften oder Unternehmensbeteiligungen einzuordnen. Abhängig von der Zugehörigkeit zu einem bestimmten Fondstypus kann ein Spezial-Sondervermögen möglicherweise nicht alle Arten von Vermögensgegenständen erwerben. So können für ein richtlinienkonformes Sondervermögen beispielsweise keine Beteiligungen erworben werden, die als Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften oder als Unternehmensbeteiligungen zu qualifizieren sind. Auch für Hedgefonds, sonstige Sondervermögen und Spezial-Sondervermögen können Beteiligungen an Unternehmen, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen sind, nur als Beimischung in einem Umfang von maximal 20 % bzw. 30 % (Hedgefonds) erworben werden. Allerdings sieht das Investmentgesetz für richtlinienkonforme Sondervermögen seit dem Investmentänderungsgesetz die Möglichkeit vor, Anteile an geschlossenen Fonds als Wertpapiere zu er-

	Richtlinien-konforme Sondervermögen	Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken	Sonstige Sondervermögen	Typenbefreite Spezial-Sondervermögen
Unternehmensbeteiligungen (nicht notiert)				
Gesamtanlagegrenze	0 %	30 % d. NAV	20 % d. NAV	20 %
Grenze pro Beteiligung	entfällt	keine	5 % d. NAV	keine
Ausländische Investmentanteile (geschlossene Fonds)				
Gesamtanlagegrenze	0 %	0 %	0 %	keine
Wertpapiere				
Ausstellergrenze	ggf. 10 % für max. 40 % d. NAV; im Übrigen 5 % d. NAV	keine	keine	keine
Emittentenbezogene Anlagegrenze	10 % der Stimmrechte	keine	keine	keine
Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften				
Gesamtanlagegrenze	0 %	0 %	0 %	keine

Tabelle: Beteiligungsmöglichkeiten nach Fondstypus

werben. Sollen Anlagen in geschlossenen Fonds auch für richtlinienkonforme Sondervermögen oder für andere Fondstypen nicht nur als Beimischung erworben werden, muss die Beteiligung so strukturiert sein, dass sie als Wertpapier qualifiziert. Nur für typenbefreite Spezial-Sondervermögen kommt ggf. ein Erwerb als Investmentanteile in Betracht.

4. Erwerb von Fondsanteilen als Investmentanteile nur im Ausnahmefall

Während das Investmentgesetz inländische geschlossene Fonds aus dem sachlichen Anwendungsbereich des Investmentgesetzes ausschließt, können die Anteile ausländischer geschlossener Fonds vom Anwendungsbereich erfasst und unter engen Voraussetzungen auch als Investmentanteile durch Sondervermögen erwerbbar sein.

a) Investmentaufsicht

Voraussetzung der Qualifikation von Anteilen eines ausländischen geschlossenen Fonds ist, dass der Fonds die Anforderungen des durch das Investmentänderungsgesetz eingeführten formellen Investmentbegriffs erfüllt. Bei einem geschlossenen Fonds bedeutet das, dass der Fonds in seinem Sitzstaat einer Investmentaufsicht unterliegen muss. Die BaFin verlangt hierfür eine staatliche Aufsicht, sodass die Beaufsichtigung durch eine Selbstregulierungsorganisation nicht genügen dürfte. Darüber hinaus muss die Aufsicht einen gewissen Umfang erreichen. Nicht ausreichen soll eine reine Registrierungspflicht oder eine Aufsicht, die nur der Integrität und Funktionsfähigkeit des Marktes oder der Überprüfung steuerlicher Voraussetzungen dient. Eine Investmentaufsicht liegt nach Ansicht der BaFin bei einer Beaufsichtigung vor, bei der vor Auflegung die Bonität der Investmentgesellschaft und die Zuverlässigkeit und fachliche Eignung der leitenden Personen und nach der Auflegung die Beachtung der Vorgaben aus Gesetz oder Fondsdokumentation zur Strukturierung des Portfolios (Anlagegrenzen) kontrolliert werden. Diese offene Formulierung belässt einen weiten Bereich rechtlicher Unsicherheit. Zudem kann die Prüfung bei unterschiedlichen Auslandsfonds zu unterschiedlichen Ergebnissen führen, selbst wenn die Fonds von derselben Stelle beaufsichtigt werden. Mangels umfas-

sender positiver Aussagen dazu, für welche ausländischen Fondsregime ein Investmentaufsicht vorliegt,⁴ bleibt auch weiterhin nur der Weg der Abstimmung mit der Wertpapieraufsicht der BaFin im Einzelfall.

b) Portfoliostruktur und Risikomischung

Unabhängig vom Bestehen einer Investmentaufsicht können Anteile an geschlossenen Fonds häufig auch deshalb nicht als Investmentanteile behandelt werden, weil die Voraussetzungen des sog. materiellen Investmentbegriffs nicht erfüllt sind. Danach ist ein Fonds nur dann Investmentvermögen, wenn er nach dem Grundsatz der Risikomischung (d. h. u. a. unter der objektiven Zwecksetzung der reinen Kapitalanlage) in investmenttauglichen Vermögensgegenständen angelegt ist und je nach Fondstypus bestimmten Anlagegrenzen unterliegt. Eine Behandlung der Anteile als Investmentanteile kann insoweit einerseits aufgrund der Zusammensetzung des Portfolios, andererseits aufgrund der Aktivität des geschlossenen Fonds ausscheiden.

Insbesondere sind Anteile an Private Equity-Fonds in aller Regel nicht als ausländische Investmentanteile zu behandeln. Dies liegt zum einen daran, dass Private Equity-Fonds oft weit überwiegend in nicht verbrieften und nicht börsennotierten Unternehmensbeteiligungen und somit allenfalls eingeschränkt investmenttauglichen Vermögensgegenständen angelegt sind, zum anderen daran, dass Private Equity-Fonds typischerweise eine eigene aktive unternehmerische Tätigkeit anstreben, die über die reine (passive) Kapitalanlage hinausgeht (z. B. Erwerb von Mehrheitsbeteiligungen oder Sperrminoritäten, Eintritt in den unternehmerischen Entscheidungs- und Verantwortungsbereich durch die Übernahme von Organfunktionen über die Ausübung von Aktionärsrechten in der Hauptversammlung hinaus, eingehende Prüfung von dem allgemeinen Markt nicht zugänglichen Daten der

4 Positiv ausdrücklich lediglich für das SICAR-Regime in Luxemburg: BaFin, FAQ vom 21.01.2010, WA 41-Wp 2136-2008/0001, Fragenkatalog, Nr. 14, im Internet abrufbar unter: http://www.bafin.de/cIn_109/nn_722754/sid_6A7F360947601D589DD79402825AD803/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Auslegungsentscheidungen/Wertpapieraufsicht/ae_100121__invq.html (Stand: 29.06.2010).

Zielunternehmen (due diligence) vor Erwerb einer Unternehmensbeteiligung, Zusammenwirken mit Dritten in einer Weise, die geeignet ist, die Ausrichtung des Unternehmens dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen oder Unterstützung der aktiven unternehmerischen Tätigkeit eines oder mehrerer Private Equity-Fonds).⁵

Während die aktive unternehmerische Tätigkeit von Private Equity-Fonds eine Qualifikation als Investmentvermögen regelmäßig ausschließt, kann ein Waldfonds als Investmentvermögen qualifizieren, selbst wenn die Aktivität des Fonds die in diesem Segment übliche Wertschöpfungskette (Erwerb, Bewirtschaftung und Veräußerung von Waldgrundstücken, Aufforsten, Abschlagen von Wald, Verarbeitung und Verkauf von Holz) weitgehend umfasst. Während Waldgrundstücke bei Fonds des Typs „Immobilien-Sondervermögen“ keine erwerblichen Vermögensgegenstände sind, kann ein Waldfonds als typenbefreites Spezial-Sondervermögen errichtet werden. Entsprechend können auch geschlossene ausländische Waldfonds als Investmentvermögen einzuordnen sein.

c) Erwerb nur durch typenbefreite Spezial-Sondervermögen

Selbst wenn ein geschlossener Fonds in seinem Sitzstaat einer Investmentaufsicht unterstellt ist, ist ein Erwerb als Investmentanteil nur für typenbefreite inländische Spezial-Sondervermögen zulässig.⁶ Inländische Publikums-Sondervermögen und typengebundene Spezial-Sondervermögen sind hingegen am Erwerb von Beteiligungen an geschlossenen Fonds gehindert (vgl. § 50 Abs. 1 Satz 2 i. V. m. § 2 Abs. 4 Nr. 7 InvG). Solange die meisten Spezial-

5 BaFin-RS 14/2008 (WA) vom 22.12.2008, GZ WA 41-Wp 2136-2008/0001, Abschnitt I.4.a, siehe BMF-Schreiben vom 18.08.2009, IV C 1 - S 1980-1/08/10019, DOK 2009/0539738, Anhang 7 zu Tz. 5, BStBl. I 2009, 931, 1002, 1003.

6 BaFin-FAQ Eligible Assets vom 15.10.2009, WA 41 - Wp 2136-2008/0001, abrufbar im Internet unter: http://www.bafin.de/nn_722754/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Auslegungsentscheidungen/Wertpapieraufsicht/ae_070924_fragen__ea,css=big.html (Stand: 28.06.2010); Beckmann in: Beckmann/Scholtz/Vollmer, Kz. 410, § 2 InvG Rn. 129.

Sondervermögen institutioneller Investoren nicht als typenbefreite Sondervermögen konzipiert sind, wird der Erwerb von Anteilen an geschlossenen Fonds trotz der im Gesetz angelegten grundsätzlichen Möglichkeit regelmäßig nicht nach den für den Erwerb von Investmentanteilen geltenden Regeln in Betracht kommen.

5. Erwerb als Wertpapiere als Regelfall

Soweit eine Qualifikation von Fondsanteilen als Investmentanteile ausscheidet, setzen umfangreichere Anlagen voraus, dass die Anteile als Wertpapiere ausgestaltet werden. § 47 Abs. 1 Satz 1 Nr. 7 InvG erlaubt den Erwerb von Beteiligungen an geschlossenen Fonds als Wertpapiere für richtlinienkonforme Sondervermögen, wenn die Voraussetzungen des Art. 2 Abs. 2 Buchst. a und b der Eligible Assets-Richtlinie erfüllt werden. Während einige dieser Voraussetzungen die Eigenschaften des zu erwerbenden Finanzinstruments unabhängig von den Gegebenheiten des Sondervermögens, für dessen Rechnung der Erwerb erfolgen soll, betreffen, können die übrigen Kriterien nur unter Berücksichtigung der Verhältnisse des jeweiligen Sondervermögens bewertet werden. Daher führt eine nur produktbezogene Prüfung nicht zu einer endgültigen Aussage zur Erwerbbarkeit im Einzelfall. Hierfür ist vielmehr noch eine portfoliobezogene Prüfung erforderlich.

a) Produktbezogene Kriterien

aa) Verlustbeschränkung

Der Erwerb eines Fondsanteils als Wertpapier setzt voraus, dass der potenzielle Verlust, der dem Sondervermögen durch das Halten entstehen kann, den dafür gezahlten Betrag nicht übersteigt. Eine Nachschusspflicht darf nicht bestehen.⁷ Nähme man den Richtlinien text wörtlich, wäre hieraus zu folgern, dass nur volleingezahlte Anteile an einem geschlossenen Fonds unter die Regelung fallen. Bei den meisten geschlossenen Fonds erfolgt die Kapitalisierung jedoch nicht durch sofortige Einzahlung der gesamten Zeichnungssumme. Vielmehr verpflichten sich die Anleger in aller Regel durch Abschluss eines Zeichnungsvertrags, auf die dem jeweiligen Kapitalbedarf entspre-

7 Herf, BaFinJournal, Heft 07/07, S. 6, 7.

chenden Kapitalabrufe die eingeforderten Beträge bis zu einer Höchstsumme in Höhe des Zeichnungsbetrags einzuzahlen. Entsprechend hat auch der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators – abgekürzt: CESR) die Richtlinie einschränkend dahingehend ausgelegt, dass es für eine Verlustbegrenzung ausreicht, wenn bei teilweise eingezahltem Kapital das Investmentvermögen keinem Zahlungsrisiko ausgesetzt wird, das über den noch zu zahlenden Betrag hinaus geht.⁸

bb) Transparenz

Voraussetzung für die Erwerbbarkeit als Wertpapier ist weiterhin, dass eine verlässliche Bewertung sowie angemessene Informationen verfügbar sind. Diese Transparenzanforderungen können sowohl an einem geregelten Markt notierte oder gehandelte als auch andere Fondsbeteiligungen erfüllen. Für erstere verlangt die Eligible Assets-Richtlinie eine Bewertung in Form von exakten, verlässlichen und gängigen Preisen (Marktpreise oder von einem emittentenunabhängigen Bewertungssystem gestellte Preise), für die sonstigen eine in regelmäßigen Abständen durchgeführte Bewertung, die aus Informationen des Emittenten oder aus einer kompetenten Finanzanalyse abgeleitet wird. Für notierte Papiere werden regelmäßige, exakte und umfassende Informationen des Marktes über das Wertpapier oder gegebenenfalls das zugehörige Portfolio verlangt, bei den sonstigen verzichtet die Richtlinie auf den umfassenden Charakter der verfügbaren Information.

cc) Handelbarkeit

Das dritte produktbezogene Merkmal ist die Handelbarkeit. Auch diese setzt weder eine Börsenzulassung oder eine Einbeziehung in einen organisierten Markt noch eine vollkommen freie Übertragbarkeit voraus. Allerdings muss sich das investierende Sondervermögen der bei Beteiligungen an geschlossenen Fonds üblichen Beschränkungen der Übertragbarkeit bewusst sein und trotzdem etwaigen Rücknahmeverlangen bezüglich der

⁸ CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITs (Az.: CESR/07-044b, Stand: September 2008), S. 6.

eigenen Anteile nachkommen können.⁹ Daher sollte es möglich sein, die Übertragbarkeit von Anteilen auf einen bestimmten Personenkreis zu beschränken, ohne damit ihre Handelbarkeit auszuschließen. Entscheidend ist, ob aufgrund der Größe des als Erwerber in Betracht kommenden Personenkreises ein hinreichend großer Abnehmerkreis verbleibt, an den eine zustimmungsfreie Übertragung möglich ist. Nicht ausreichen dürfte insofern aber ein Abnehmerkreis, der ausschließlich durch eine – wie auch immer geartete – Nähebeziehung zum Inhaber der Beteiligung bestimmt ist. Hingegen sollte es genügen, wenn eine zustimmungsfreie Übertragung beispielsweise nur an institutionelle Investoren möglich ist. Keine Handelbarkeit soll nach Auffassung des CESR vorliegen, wenn beispielsweise eine Anteilsübertragung die Zustimmung aller Gesellschafter erfordert oder die Übertragung (jedenfalls zeitweise) ganz ausgeschlossen ist.¹⁰ In der Praxis spielt dieses Kriterium eine erhebliche Rolle für die Frage, ob Anteile an einem geschlossenen Fonds für Rechnung eines Sondervermögens erworben werden können. In der Regel besteht hier aber ein positiver Gestaltungs- und Verhandlungsspielraum für den Investor.

b) Portfoliobezogene Kriterien

aa) Liquidität

Unabhängig von den vorstehend beschriebenen produktbezogenen Kriterien, ist seitens des investierenden Sondervermögens (portfoliobezogen) zu prüfen, ob die eingeschränkte Liquidität einer Beteiligung an einem geschlossenen Fonds die Fähigkeit des Sondervermögens beeinträchtigt, den Anlegern auf Verlangen ihren Anteil an dem Sondervermögen gegen Rückgabe der entsprechenden Investmentanteile auszuzahlen. So kann ein Papier, das selbst nicht liquide ist, für ein Sondervermögen erworben werden, soweit eine Gesamtbetrachtung

⁹ Vgl. CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITs (Az.: CESR/07-044b, Stand: September 2008), Tz. 30.

¹⁰ Vgl. CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITs (Az.: CESR/07-044b, Stand: September 2008), Tz. 30 a. E.

aller Vermögensgegenstände ergibt, dass auf vorhersehbare Anteilsrückgaben der entsprechende Anteil an dem Sondervermögen ausgezahlt werden kann.¹¹ Illiquide Wertpapiere dürfen somit nur erworben werden, soweit genügend andere Wertpapiere im Portfolio sind, deren Liquidität ausreicht, um etwaigen Rücknahmeforderungen nachzukommen. Setzt sich das Portfolio des Sondervermögens in ausreichendem Umfang bereits aus Anlagegegenständen zusammen, die eine kurzfristige Herstellung von Liquidität ermöglichen, vergrößert sich damit der Ermessensspielraum für Anlagen, deren Liquidität nicht der eines börsengehandelten Wertpapiers entspricht.

bb) Vereinbarkeit mit Anlagezielen

Ein Finanzinstrument kann nur dann als Wertpapier für Rechnung eines Sondervermögens erworben werden, wenn dies mit den Anlagezielen bzw. der Anlagestrategie des Sondervermögens vereinbar ist. Daher sind neben den gesetzlichen Voraussetzungen einer Anlage auch immer die konkreten Vertragsbedingungen und sonstige Vereinbarungen (z. B. in bilateralen Verträgen festgelegte Anlagegrenzen) zu berücksichtigen.

cc) Erfassung der Risiken

Weitere Voraussetzung für eine Erwerbbarkeit von Finanzinstrumenten als Wertpapiere ist die angemessene Erfassung der damit verbundenen Risiken durch das Risikomanagement des Sondervermögens. Die Kapitalanlagegesellschaft hat in diesem Zusammenhang jedes Finanzinstrument hinsichtlich des Marktpreisrisikos und der wesentlichen Kredit- und Liquiditätsrisiken im Rahmen des Risikomanagements angemessen zu erfassen. Welche Risiken wesentlich sind, soll die Kapitalanlagegesellschaft und deren vom Fondsmanagement unabhängiger Risikomanager in eigener Verantwortung und unter Berücksichtigung der Spezifika des jeweiligen Sondervermögens bestimmen. Die Kapitalanlagegesellschaft muss einen Vermögensgegenstand nicht nur vor dem Erwerb,

¹¹ CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITs (Az.: CESR/07-044b, Stand: September 2008), Tz. 17 zu Art. 2 Abs. 1 der Richtlinie 2007/16/EG; vgl. auch Brühl/Braus, AbsolutReport, Nr. 45 08/2008, S. 52, 54.

sondern auch danach regelmäßig im Hinblick auf die mit ihm verbundenen Risiken für das Portfolio bewerten.¹²

c) Fondsspezifische Kriterien

Neben den vorstehend genannten allgemeinen Voraussetzungen müssen für den Erwerb von Anteilen an geschlossenen Fonds weitere Voraussetzungen erfüllt sein. Zum einen muss der geschlossene Fonds einer Unternehmenskontrolle unterliegen. Zum anderen muss, soweit die Tätigkeit der Vermögensverwaltung von einem anderen Rechtsträger im Auftrag des geschlossenen Fonds wahrgenommen wird oder es sich um einen geschlossenen Fonds der Vertragsform handelt, der verwaltende Rechtsträger den einzelstaatlichen Vorschriften für den Anlegerschutz unterliegen.

6. Erwerb als Unternehmensbeteiligung

Soweit ein Spezial-Sondervermögen nicht als richtlinienkonformes Sondervermögen ausgestaltet ist, kommt ein Erwerb als Unternehmensbeteiligung in Betracht. Hierbei sind die produktbezogenen Anforderungen am geringsten. Als Unternehmensbeteiligung qualifiziert schon jede mitgliedschaftsrechtliche Beteiligung an einem Unternehmen, durch die sowohl Vermögensrechte (z.B. Teilnahme am Gewinn) als auch Verwaltungsrechte (z.B. Mitsprache- und Informationsrechte) gewährt werden. Zu beachten ist hierbei allerdings, dass das Unternehmen eine gewisse unternehmerische Verselbständigung aufweisen muss. Reine Objektgesellschaften beispielsweise für Schiffe oder Flugzeuge fallen nach Auffassung der BaFin möglicherweise nicht unter den Unternehmensbegriff.

7. Geschlossene Immobilienfonds als Immobilien-Gesellschaften

Bei geschlossenen Fonds mit Immobilienbezug ist ein Erwerb als Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft zu

¹² CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITs (Az.: CESR/07-044b, Stand: September 2008), Tz. 17 zu Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1 Buchst. g der Richtlinie 2007/16/EG.

bedenken. In Betracht kommt ein Erwerb allerdings nur für Fonds des Typs „Immobilien-Sondervermögen“ oder für typenbefreite Spezial-Sondervermögen. Auch fasst das Gesetz die Voraussetzungen der Qualifikation als Immobilien-Gesellschaft sehr eng. Gesellschaften, die nicht ausschließlich Immobilien oder die zur Bewirtschaftung der Immobilien erforderlichen Gegenstände erwerben dürfen, können keine Immobilien-Gesellschaften sein. Diese Einschränkung muss sich ausdrücklich aus dem Gesellschaftsvertrag ergeben. Tätigkeiten, die andere wesentliche Risiken begründen als diejenigen aus dem eigenen Immobilienportfolio schließen das Vorliegen einer Immobilien-Gesellschaft selbst dann aus, wenn es sich um immobilienbezogene Tätigkeiten handelt (z. B. der Erwerb von immobilienbesicherten Darlehensforderungen oder eine eigenständige gewerbliche Betätigung wie beispielsweise der Betrieb eines Hotels).¹³

III. Strukturierungsansätze für einen Erwerb von Anteilen an geschlossenen Fonds

Die vorstehenden Ausführungen haben gezeigt, dass die rechtlichen Rahmenbedingungen einer Beteiligung von Spezial-Sondervermögen an geschlossenen Fonds komplex sein können. Je nach wirtschaftlicher, rechtlicher und steuerlicher Ausgangslage können sich unterschiedliche Lösungen für ein Investment anbieten:

- Direkterwerb
- Erwerb über eine anlegerseitige Beteiligungsplattform
- Erwerb über eine produktseitige Beteiligungsplattform

1. Direkterwerb

Der direkte Erwerb von Fondsanteilen durch das Spezial-Sondervermögen setzt voraus, dass die Fondsanteile selbst als investmenttaugliche Vermögensgegenstände qualifizieren. Für richtlinienkonforme Spezial-Sondervermögen kommt damit praktisch nur ein Erwerb als Wertpapier in

¹³ Vgl. BaFin-FAQ Eligible Assets vom 15.10.2009, WA 41 - Wp 2136-2008/0001, Fragenkatalog, Teil 4 Nr. 3.

Betracht. Aber auch für die übrigen Fondstypen und typenbefreite Spezial-Sondervermögen wäre beispielsweise ein Erwerb von nicht börsennotierten Unternehmensbeteiligungen nur als Beimischung möglich. Bei typenbefreiten Spezial-Sondervermögen ist auch ein Erwerb als ausländischer Investmentanteil oder als Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft denkbar. Eine Qualifikation als Investmentanteil oder Immobilien-Gesellschaft wird jedoch häufig an der Struktur oder der Anlagepolitik des geschlossenen Fonds scheitern.

Der Hauptvorteil eines Direkterwerbs ist, dass zunächst praktisch kein Strukturierungsaufwand erforderlich ist. Dafür ist aber vor jeder Anlageentscheidung zu prüfen, ob und inwieweit eine Beteiligung für ein Spezial-Sondervermögen erworben werden kann. Diese Lösung bietet sich vor allem für Spezial-Sondervermögen an, die Beteiligungen an geschlossenen Fonds als Beimischung zu ihrem Portfolio erwerben wollen und bei denen ein Erwerb dem Grunde nach möglich ist. Zu beachten ist dabei allerdings stets, dass der Erwerbbarkeit im Einzelfall nicht nur unmittelbar auf das Spezial-Sondervermögen anwendbare Rechtsvorschriften entgegenstehen können, sondern auch solche, die die hinter dem Spezial-Sondervermögen stehenden institutionellen Investoren betreffen.

2. Erwerb über eine anlegerseitige Beteiligungsplattform

Investoren, bei denen Engagements bei geschlossenen Fonds in größerem Umfang vorgesehen sind, können eine indirekte Anlage über eine eigene Beteiligungsplattform erwägen. Dabei erwirbt das Spezial-Sondervermögen Anteile an einem Fondsvehikel, dessen Anteile investmentrechtlich als Wertpapiere einzuordnen sind. Der Vorteil ist, dass die Tätigkeit und die Zusammensetzung des Portfolios der Beteiligungsplattform dann für die Investmenttauglichkeit der Anteile dem Grunde nach ohne Belang sind. Der Grad an Flexibilität hinsichtlich der Anlagen in geschlossenen Fondsbeteiligungen wird auf der Ebene der Beteiligungsplattform bestimmt.

Welche Jurisdiktion und welche Rechtsform für eine Beteiligungsplattform gewählt werden sollten, hängt von den individuellen Voraussetzungen des jeweiligen institutio-

nellen Investors ab. Entscheidet man sich für eine Personengesellschaft, hat dies für steuerpflichtige Investoren den Vorteil, dass diese sich hinsichtlich ihrer Besteuerung in Deutschland auf ein etwaiges DBA der Bundesrepublik Deutschland mit dem Quellenstaat berufen können. Ein wesentlicher Nachteil besteht allerdings darin, dass das Beteiligungsvehikel insgesamt gewerblich infiziert sein kann. Dies führt dann dazu, dass der Gewinnanteil des Spezial-Sondervermögens aus der Beteiligungsplattform (einschließlich eines etwaigen Gewinns aus der Veräußerung von Anteilen an der Personengesellschaft) bei dem institutionellen Investor als sog. ausschüttungsgleicher Ertrag der Besteuerung unterliegen kann. Hinzu kommt bei inländischen Beteiligungsplattformen ggf. eine Belastung mit Gewerbesteuer. Soweit eine Strukturierung als Personengesellschaft erwogen wird, ist auch zu bedenken, dass die Anerkennung von Personengesellschaftsanteilen als Wertpapiere möglicherweise schwieriger zu erreichen sein kann als bei anderen Rechtsformen. Eine Abklärung mit der BaFin vor Errichtung einer derartigen Struktur erscheint daher ratsam.

Wesentlich weniger Begründungsaufwand hinsichtlich der Wertpapierqualifikation dürfte die Beteiligung über eine körperschaftliche Plattform verursachen. Hierbei besteht freilich die Schwierigkeit, dass aufgrund der grundsätzlich fehlenden steuerlichen Transparenz einer solchen Struktur ein steuerbefreites Vehikel verwendet werden sollte. In unterschiedlichen Rechtsordnungen finden sich Regime für regulierte Fondsvehikel, die selbst steuerbefreit sind und gleichzeitig kaum restriktiven Anlagebedingungen unterliegen. Aus deutscher steuerlicher Sicht werden solche Vehikel mangels Anwendbar-

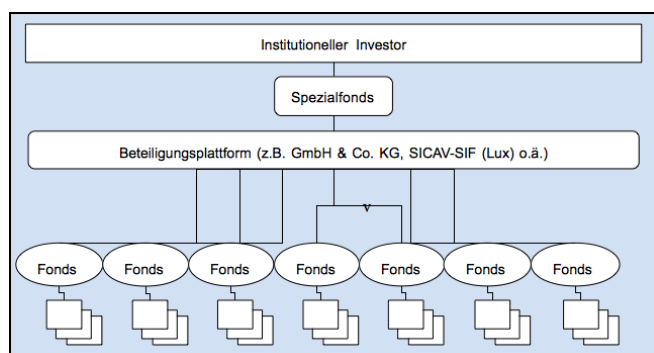


Abbildung 1: Anlegerseitige Beteiligungsplattform

keit des Investmentsteuergesetzes wie normale Kapitalgesellschaften behandelt. Dies führt dazu, dass etwaige Vorbelastungen von Erträgen aus den einzelnen Beteiligungen an geschlossenen Fonds oftmals weder auf der Ebene der Beteiligungsplattform noch auf der Ebene des Spezial-Sondervermögens oder seiner Anleger steuerreduzierend geltend gemacht werden können. Hinzu kommt, dass auch eine Anwendbarkeit der Regeln über die Hinzurechnungsbesteuerung nach dem Außensteuergesetz möglich ist.

3. Erwerb über eine produktseitige Beteiligungsplattform

Soweit Beteiligungen an einem geschlossenen Fonds nur vereinzelt an institutionelle Investoren in einer Jurisdiktion vertrieben werden, lohnt es sich für den Initiator in der Regel nicht, selbst eine Beteiligungsplattform anzubieten. Anders ist es, wenn in größerem Umfang Anleger mit ähnlichen Beteiligungsvoraussetzungen angesprochen werden sollen. In diesem Fall kann es sinnvoll sein, fondsseitig eine Beteiligungsplattform als Feeder-Vehikel zu errichten und von vornherein einen Erwerb von Anteilen an dem Feeder-Vehikel vorzuschlagen. Hierdurch sollten auch Kostensynergien entstehen, weil alle betroffenen Investoren gemeinsam ein und dieselbe Beteiligungsplattform nutzen. Hinzu kommt, dass je nach Jurisdiktion und Rechtsform des Feeder-Vehikels auch eine Umbrellastruktur erwogen werden kann, bei der für jeden (Nachfolge-)Fonds des Initiators bzw. für bestimmte Investorengruppen ein neuer Teilfonds errichtet werden kann. Als besonders flexible Vehikel für derartige Beteiligungsplattformen haben sich bestimmte regulierte Investmentvehikel etabliert, an die das anwendbare Aufsichtsrecht des Sitzstaates idealerweise niedrige Anforderungen hinsichtlich der Beschaffenheit und Streuung der einzelnen Portfolioanlagen stellen sollte.

IV. Fazit

Der Erwerb von Anteilen an geschlossenen Fonds durch deutsche Spezial-Sondervermögen stellt sich inzwischen nicht mehr als die Quadratur des Kreises dar, die er vormals zu sein schien. Allerdings ist die Sicherstellung der

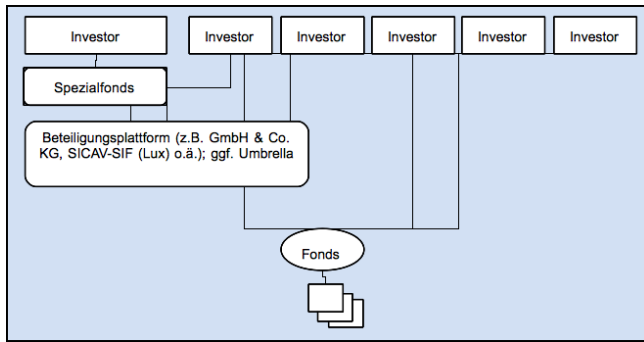


Abbildung 2: Produktseitige Beteiligungsplattform

Liquidität des investierenden Spezial-Sondervermögens eine der wesentlichen Voraussetzungen eines Erwerbs. Zur Erwerbbarkeit einer Fondsbeteiligung kann sowohl das investierende Spezial-Sondervermögen als auch der Initiator des geschlossenen Fonds etwas beitragen. Initiatoren, die einen bestimmten Markt besetzen wollen, in dem eine Mehrzahl von Investoren ähnliche Erwerbsvoraussetzungen zu beachten haben, können durch Errichtung einer eigenen Beteiligungsplattform nicht nur den Prozess der rechtlichen Beteiligungsprüfung beschleunigen, sondern durch die entstehenden Synergien ggf. auch zur Kostensenkung seitens der betroffenen Investoren beitragen. Welcher Weg beschritten wird, hängt aber letztlich von zahlreichen rechtlichen, steuerlichen und wirtschaftlichen Faktoren auf Seiten der Investoren und Initiatoren ab.

Kontaktdaten:

Uwe Bärenz, Partner
 Dr. Jens Steinmüller, LL.M., Associate
 P+P Pöllath + Partners
 Potsdamer Platz 5
 10785 Berlin
 Telefon (UB): +49 (30) 25353-122
 Telefon (JS): +49 (30) 25353-120

uwe.baerenz@pplaw.com
jens.steinmueller@pplaw.com
<http://www.pplaw.com>



DER ZWEITMARKT FÜR DEUTSCHE LEBENSVERSICHERUNGEN

von Max Ahlers

Geschäftsführer Policen-Direkt-Gruppe

Geschlossene Fonds mit hohem Fremdkapitaleinsatz sind vom Markt verschwunden. Stattdessen setzen Institutionelle Investoren sowie vermögende Privatkunden heute auf Direktinvestments. Diese versprechen die Sicherheit klassischer Lebensversicherungen bei einer Rendite von bis zu 7 Prozent p.a..

Kapitalversicherungen zählen in Deutschland zu den wichtigsten Produkten der privaten Altersvorsorge. Derzeit gibt es in Deutschland circa 30 Millionen Versicherungsnehmer, die Lebensversicherungen mit einem Kapitalanlagevermögen von knapp 700 Milliarden Euro halten. Trotz der weiten Verbreitung der Kapitalversicherung als Altersvorsorgeprodukt wird nur ein relativ geringer Teil der abgeschlossenen Policen bis zum Laufzeitende fortgeführt. Von den aktuell rund 94 Millionen Lebensversicherungen in Deutschland wird voraussichtlich nur die Hälfte das Laufzeitende erreichen. Ein Großteil von ihnen wird gekündigt werden – ein kleiner, aber stark wachsender Teil wird dagegen über den „Zweitmarkt“ von dem BAI Mitgliedsunternehmen „Policen Direkt“ angekauft und Investoren als alternative Kapitalanlageform zugeführt.

Der Zweitmarkt für Lebensversicherungen hat in Großbritannien und den USA eine mehr als 100 jährige Historie. Für Versicherte in Deutschland besteht dagegen erst seit 1999 die Möglichkeit, ihre Kapitallebens- oder Rentenversicherung bei Bedarf zu veräußern, statt sie zu stornieren. Versicherte, die ihre Policen über den Zweitmarkt verkaufen anstatt diese zu stornieren erhalten einen Kaufpreis, der den Rückkaufswert, also den Preis, den das Versicherungsunternehmen bei Kündigung an den Versicherten zahlen würde, übersteigt. Außerdem bleibt in der Regel ein beitragsfreier Todesfallschutz für den Verkäufer bestehen.

Investoren erwerben die Policen mit dem Ziel, diese bis zur Fälligkeit der Ablaufleistung fortzuführen um so eine



Max Ahlers

attraktive Rendite zu erzielen. Die von Policen Direkt angekauften Policen werden dafür renditeoptimiert und dann gebündelt an institutionelle oder private Investoren weiterveräußert. Die ökonomische Basis für die Investition in „gebrauchte“ deutsche Kapitalversicherungen liegt im Unterschied zwischen dem bei Kündigung des Vertrages vom Versicherungsunternehmen ausbezahlten Rückkaufswert und dem „Inneren Wert“ der Police. Dieser übersteigt den vom Versicherungsunternehmen gezahlten Rückkaufswert in der Regel deutlich. Hintergrund ist, dass dem Versicherungsnehmer im Kündigungsfall nur ein Teil seines investierten Kapitals zusteht: An den Schlussüberschüssen wird er nur teilweise beteiligt und das Versicherungsunternehmen behält einen Stornoabschlag ein. Wird die Police dagegen nach einem Verkauf über den Zweitmarkt fortgeführt, entfällt der Stornoabschlag und alle Ansprüche aus der Police – inklusive des Anspruchs auf die Schlussüberschussanteile – bleiben erhalten. Das Investitionsfenster für Zweitmarktinvestoren beginnt zudem erst, nachdem die Abschlusskosten der Police vollständig getilgt sind. Im Ergebnis steigt die Rendite von Kapitalversicherungen zu ihrem Laufzeitende hin überproportional an. Zweitmarktinvestoren wie Policen Direkt nutzen dieses versicherungstechnische Prinzip aus und können so bei geringer Korrelation zu anderen Kapitalanlagen eine überdurchschnittlich hohe Rendite bei einem Höchstmaß an Sicherheit erzielen. Die Spekulation auf den Todesfall ist bei deutschen Zweit-

marktpolicen in der Regel ausgeschlossen. Im Todesfall erhält der Investor seine Investitionssumme zuzüglich einer festgelegten Verzinsung ausgezahlt. Der verbleibende Überschuss wird an den ursprünglichen Versicherungsnehmer bzw. dessen Erben ausbezahlt. Aufgrund des geringen durchschnittlichen Endalters sind Versicherungsfälle bei deutschen Zweitmarktpolicen zudem eine seltene Ausnahme.

Als Kapitalanlage überzeugen Zweitmarktpolicen durch ein einzigartiges Sicherheitsprofil. Der Rückkaufwert von Kapitalversicherungen steigt jährlich mindestens um die garantierte Mindestverzinsung an. Diese bemisst sich nach dem Jahr des Versicherungsabschlusses. Während die Garantieverzinsung bei neuen Kapitalversicherungen maximal 2,75 Prozent p.a. beträgt, liegt sie bei Zweitmarktpolicen bei bis zu 4 Prozent p.a. Die Garantiezinsen sowie die laufende Überschussbeteiligung sorgen damit für einen stetig steigenden Kapitalschutz. Im Unterschied zur Kapitalanlage in sicheren Anleihen sind Anleger deshalb automatisch gegen steigende Zinsen geschützt, da die Policenbestände jederzeit zu ihrem aktuellen Rückkaufwert aufgelöst werden können.

Um ihre Garantien zu gewährleisten, sind die deutschen Versicherer gesetzlich zu einer konservativen Anlagepolitik verpflichtet und stehen dabei unter der staatlichen Kontrolle der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Die Kapitalanlagen der Versicherten bilden ein Sondervermögen und sind damit auch im Insolvenzfall eines Versicherers geschützt. Als letzte Sicherheit haftet die gesetzlich vorgeschriebene Auffanggesellschaft Protektor Lebensversicherung AG für sämtliche garantierten Ansprüche der Versicherungsnehmer.

Aufgrund der Renditeerwartung, der Verzinsungsgarantie durch die Versicherer und die Anspruchsgarantie durch Sicherungseinrichtungen der deutschen Lebensversicherungsunternehmen können Lebens- und Rentenversicherungen aus dem Zweitmarkt für Investoren ein sehr attraktives Rendite-Risiko-Profil aufweisen.

Geschlossene Fonds auf dem Rückzug

Bis zum Beginn der Finanzkrise waren es hauptsächlich die Initiatoren geschlossener Fonds, die versuchten, diese Attraktivität deutscher Zweitmarktpolicen ihren Anlegern

zugänglich zu machen. Zunächst mit großem Erfolg: Das Konzept überzeugte die Anleger und nach dem Einstieg mehrerer Initiatoren stiegen die Investitionsvolumen in deutsche Zweitmarktpolicen im Jahr 2007 auf das Rekordvolumen von 1,4 Milliarden Euro an.

Mit der Finanzkrise traten aber auch die Schwächen der Investition über geschlossene Fonds zu Tage: Um die nicht unerheblichen Kosten der Fondsaufgabe auf ein möglichst hohes Investitionsvolumen zu verteilen, beinhalten die Fonds in der Regel einen hohen Fremdkapitaleinsatz und entsprechend ein erhöhtes Risiko. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Zinsen auf dem aus heutiger Sicht hohen Zinsniveau vor der Finanzkrise festgeschrieben wurden. Nach negativen Nachrichten einzelner Fonds wurden seit Beginn der Finanzkrise bislang keine neuen Fonds aufgelegt.

Zweitmarktpolicen als Direktinvestment stark gefragt

Der Rückzug der geschlossenen Fonds führte zu einem starken Rückgang des Ankaufsvolumens im Zweitmarkt und zwang die etablierten Zweitmarktunternehmen dazu, ihre Geschäftsaktivitäten weitgehend einzustellen. Positive Ausnahme ist die Frankfurter Policen Direkt Gruppe, die durch eine frühe Reaktion auf die Veränderungen im Markt ihren Wachstumskurs behaupten und deswegen sogar gestärkt als neuer Marktführer aus der Krise hervorgehen konnte. Unter der Marke „policeninvest“ hat die Gruppe ein radikal neues Anlageprodukt entwickelt, das im Vergleich mit den bisherigen Alternativen große Vorteile bietet: Mit policeninvest können Anleger erstmals direkt, ohne die Kostenbelastung eines geschlossenen Fonds, in deutsche Zweitmarktpolicen investieren. Sie erhalten dabei den direkten Anspruch gegen den als Sondervermögen insolvenzgeschützten Deckungsstock des Versicherungsunternehmens. Anleger profitieren damit 1:1 von dem attraktiven Rendite-Risiko-Verhältnis der Zweitmarktpolicen.

Um policeninvest zu ermöglichen, erwirbt Policen Direkt zunächst laufend Policen auf eigene Rechnung und eigenes Risiko von einzelnen Versicherungsnehmern. Dies garantiert eine hohe Interessensgleichheit mit Investoren und ermöglicht diesen, direkt in die bereits renditeoptimierten Policen einsteigen zu können. Hierzu können Interessenten nach ihren Anlagekriterien wie Versicherer,

Laufzeit, Rendite etc. passende Policen aus dem Handelsbestand der Gruppe auswählen. Dieser umfasst mehr als 5.000 Policen im Wert von über 300 Millionen Euro. Da das Angebot von der Verfügbarkeit passender Policen lebt, ist langfristig sogar eine Erweiterung des Handelsbestandes geplant.

Policen Direkt erwartet, dass das Interesse an Zweitmarktpolicen als Direktinvestment im Zuge der wachsenden Bekanntheit dieser Anlageform stark zunehmen wird. Der Vertrieb erfolgt derzeit über Privatbanken, Sparkassen, Vermögensverwalter und die Internetseite www.policendirekt.de.

Über den Autor:

Max Ahlers studierte an der WHU Koblenz und ist Gründer und Geschäftsführer der Policen-Direkt-Gruppe, bestehend aus der Londoner Muttergesellschaft European Policy Exchange, der Policen Direkt Versicherungsvermittlung GmbH und der Frankfurter Fondsverwaltung GmbH. Die Gruppe ist Marktführer im Zweitmarkt für deutsche Kapitalversicherungen.

Kontakt:

Policen Direkt Versicherungsvermittlung GmbH
Herr Max Ahlers
Rotfeder-Ring 5
60327 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (069) 900 219 114
Telefax: +49 (069) 900 219 4114
Email: max.ahlers@policendirekt.de
Web: www.policendirekt.de

policendirekt
... einfach mehr Wert!

THE 2010 HEC – DOWJONES PRIVATE EQUITY FITNESS RANKING™

by **Professor Oliver Gottschalg**
HEC School of Management, Paris

HEC Paris Professor Oliver Gottschalg has inaugurated a landmark benchmark for the Private Equity sector that draws on a long-running academic study into the industry’s performance drivers to determine which firms might be best positioned for the future.

The HEC-DowJones Private Equity Fitness Ranking™ lists the top 25 PE firms in terms of their competitive fitness, rating their expected ability to generate superior performance over the next 5-10 years. With this ranking, Professor Gottschalg answers the question: “Which firms are best positioned to generate strong long-term performance going forward?”

Private equity has traditionally been viewed as an opaque asset class. In particular, little is known about the most important performance drivers of the industry and the competitive positioning of the key private equity firms. In November 2009, HEC School of Management and DowJones published the first-ever Private Equity Performance Ranking™ of global PE firms in The Wall Street Journal (Europe, Financial News and Private Equity News based on an innovative aggregated measure of past performance to identify and rank the top 10 GPs worldwide.

The new HEC - DowJones Private Equity Fitness Ranking™ presents a second, complementary analysis of the world’s leading PE firms in terms of their “competitive fitness”. It evaluates each firm’s competitive positioning based on 10 different, empirically validated criteria and then derives an overall future competitiveness score based on the historic link between a firm’s performance and each of these criteria. Collectively, these criteria capture some of the most relevant drivers of value creation, including scale, quality of deal flow, ability to time debt and equity markets, and strategic positioning.



Professor Oliver Gottschalg

Rank	Firm Name	Fitness Score (Standardized)
1	AXA Private Equity	3,10
2	CDC Entreprises Equity Capital (IXIS Equity Cap/Priv Equity)	3,07
3	Providence Equity Partners, Inc. (FKA: Providence Ventures)	2,68
4	Goldman, Sachs & Co.	2,46
5	TPG (FKA: Texas Pacific Group)	2,44
6	Oak Hill Capital Management, Inc.	2,40
7	Norwest Equity Partners	2,33
8	Madison Dearborn Partners LLC	2,14
9	Carlyle Group, The	2,11
10	Welsh, Carson, Anderson & Stowe	2,00
11	3i Group PLC	1,89
12	Warburg Pincus LLC	1,78
13	Apax Partners Worldwide	1,66
14	GMT Communications Partners, Ltd.	1,63
15	Parcom Capital (FKA: Parcom Ventures BV)	1,62
16	AIG Capital Partners	1,45
17	Barclays Private Equity, Ltd.	1,31
18	Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (AKA: KKR)	1,29
19	Charterhouse Capital Partners LLP	1,27
20	Heliman & Friedman	1,15
21	Bain Capital	1,09
22	American Capital, Ltd. (FKA: American Capital Strategies)	0,96
23	Odyssey Investment Partners, LLC	0,95
24	Thomas H. Lee Partners (AKA: TH Lee Partners)	0,75
25	TowerBrook Capital Partners L.P. (FKA: Soros Private Equity)	0,68

Competitive Fitness Ranking 2010

Simply speaking, what does “competitive fitness” mean?

The HEC - DowJones Private Equity Fitness Ranking™ answers the question: Which firms are best positioned to generate strong, long-term performance going forward? It evaluates each firm’s competitive positioning based on 10 different empirically validated criteria and then derives an overall future competitiveness score ba-

sed on the historic link between firm performance and each of these criteria. Collectively, these criteria capture some of the most relevant drivers of value creation, including scale, quality of deal flow, ability to time debt and equity markets, and strategic positioning.

Simply speaking, what does “competitive fitness” mean?

To obtain the most accurate picture of the universe of PE firms and their investments, the study drew on a variety of available databases and performed a number of crosschecks of the information used in this study.

To calibrate our model based on the historic relationship firm performance and each of the fitness criteria, we drew on a proprietary dataset with information on the activity and performance of PE firms (the HEC Buyout Database). This dataset contains detailed information on the investment characteristics and performance of thousands of PE transactions over the past 30 years.

To ensure consistency and comparability of the data, we used ThomsonReuter’s VentureXpert database as the primary source for up-to-date investment activity. Both academics and practitioners generally consider VentureXpert and as one of the most reliable sources of industry-standard benchmark statistics.

To further enhance the quality of the underlying data, we surveyed 211 PE firms in February 2010. In this survey, we provided them with a list of investments made by their firm according to VentureXpert and invited them to confirm, update or correct the information as needed.

How many PE firms were studied?

We studied a sample of 276 PE firms and over 1,200 funds collectively made over 23,000 investments¹ totaling over US\$ 500B in equity into over 11,000 portfolio companies. This corresponds to about 2/3 of all PE activity covered in VentureXpert in terms of the volume of equity investment.

1 This number includes double-counts for each participant of a club-deal or multiple investments by the same PE firm in the same portfolio company.

What criteria were used to assess competitive fitness?

We identified and empirically validated 10 criteria (see below) that capture various aspect of a firm’s competitive fitness, i.e. ability to generate high future returns. Generally, the components of a firm’s competitive fitness cannot be measured directly. To make an objective and data-driven assessment possible, we followed a well-established statistical approach and identified suitable and measurable proxies for the underlying skills and abilities of PE firms. To the extent that these proxies are strongly correlated with the actual underlying skills and abilities, they can used to assess a firm’s future ability to generate high returns.

How are the individual values in the 10 criteria combined to obtain the overall ranking of competitive fitness?

To avoid any subjectivity in the ranking, we have used empirically derived weightings of the 10 individual criteria, based on the historic relationship between the score in each criterion and subsequent performance.

The weights were calculated on the following “back testing” analysis: For the years 1996 to 2003, we calculated historic scores for all 10 criteria for 217 anonymous firms in the HEC Buyout Database in all criteria (i.e. considering their investment activity only until that point in time). We then measured the aggregate performance of each firm for a five-year window starting on 1/1/1996, 1/1/1997, ... to 1/1/2003 based on the performance information available in this database. Then, we constructed a panel dataset by linking for each firm and each point in time the values for the 10 criteria to the 5-year subsequent performance to calibrate a complex multivariate statistical model.²

A simpler, but conceptually similar approach would be to look at the correlation between each criterion and subsequent performance to see which criterion would have been historically (i.e. in “96, “97 ... “03) a good predictor of subsequent performance and use the correlations as weights to combine the criteria: a criterion that strongly predicts performance has a higher weight than another.

2 US Patent Pending

Based on this model, we were able to quantify to what extent a given criterion (measured in the past) would have predicted subsequent performance. Using the results from this “back testing” analysis, we were able to calibrate a reliable statistical model³ of the performance impact of different aspects of competitive fitness for PE firms that enables us to identify and rank the most competitive PE firms worldwide.

How reliable is the statistical model behind the aggregate ranking?

The results indicate a strong model fit with the data (F-test significant at $p < 0.0001$), and a high explanatory power of our criteria: They explain about 14% of the variation in performance across the 217 anonymous PE firms over the 1996 to 2003 period (R-squared of 13.9%). The “explanatory power” of our model is thus of the same area of magnitude as the historic explanatory power of the widely used Capital Asset Pricing Model (CAPM) or the Fama-French-3-Factor-Model.⁴

What is the economic impact of the fitness score?

Drawing on the data on 217 anonymous PE firms in the HEC Buyout Database, we can assess the economic relevance of the fitness score. To this end, we identified for the period from 1996 to 2003 those data points with the highest Competitive Fitness Score. When we compare the average performance of the 10% with the highest Competitive Fitness Score to the sample average, we can see that the performance (expressed as the % of annual value creation relative to the amount of capital invested at a given point of time) of the top 10% sample is higher than the average performance by a factor of 1.7x. It is striking that according to this back-testing analysis, the fitness score has been a much more accurate indicator of subsequent performance than prior performance itself. We replicate the above-described exercise by identifying those PE firms who created the most value during the

five years following 1998 and then looked at their performance during the next cycle (2003-2008). The performance of the 10% with the highest performance from 1998 to 2003 performed better than the average PE firm from 2003-2008, but only higher by a factor of 1.15x. This supports the view that fundamental indicators of competitiveness fitness are much better predictors of subsequent performance than prior performance itself.

What are the most relevant drives of competitiveness according to this analysis?

Order of Importance	Direction of Performance Impact	Factor	Intuitive Interpretation
1	Positive	Recent Variance in Deal Size	Ability to take advantage of investment opportunities across large range of deal-sizes helps performance
2	Negative	Avg BAA Yield	Ability to take advantage of cheap debt financing helps performance
3	Positive	Industry Focus	Specialization on a select few industry sectors facilitates value creation
4	Positive	Market Timing	Ability to time the stock market to benefit from market trends over the holding period helps performance
5	Positive	Exit Timing	Ability to time the stock market to exit at high exit valuations helps performance
6	Positive	5-yrs-chg-in-Herfindahl	“Strategy Drift” due to diversification into a larger set of industries hurts performance
7	Negative	Active Portfolio Size	A smaller portfolio under management at a given point in time facilitates value creation to each of the portfolio companies
8	Negative	Procyclicality	A low level of procyclicality, indicating a high quality deal flow that allows PE firms to invest even in “slow” PE markets helps performance
9	Negative	Strategic Overlap	A low level of Strategic Overlap, indicating a high level of strategic differentiation allows PE firms to avoid the “money chasing deals” phenomenon and helps performance
10	Positive	Increase in Scale	As our multivariate analysis already considers the negative effect of a large portfolio size, an increase in firm scale is an indication of strong deal flow and goes with higher performance.

Note that the results of this analysis capture (by design) only the average performance impact of a given factor for the typical PE firms. Clearly there are many investors who generate (and will continue to generate) strong returns based on very different, and maybe even opposite, approaches. Considering the broader PE universe we analyzed, however, these will be the proverbial exceptions to the statistical “rules” identified in our analysis.

What is the economic impact of the fitness score?

Drawing on the data on 217 anonymous PE firms in the HEC Buyout Database, we can assess the economic relevance of the fitness score. To this end, we identified for the period from 1996 to 2003 those data points with the highest Competitive Fitness Score. When we compare the average performance of the 10% with the highest Competitive Fitness Score to the sample average, we can see that the performance (expressed as the % of an-

3 F-test significant at $p < 0.0001$, R-square of 13.9%

4 See, for example Suh, Daniel, The Correlations and Volatilities of Stock Returns: The CAPM Beta and the Fama-French Factors (March 18, 2009). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1364567>

nual value creation relative to the NAVs at a given point of time) of the top 10% sample is higher than the average performance by a factor of 1.7x.

LIMITATIONS

The opaque nature of the PE industry makes it impossible to compose a 100% accurate database on private equity, and we cannot exclude the possibility of biases in our results due to missing or inaccurate information. However, we rely on the same data sources typically used to compose industry-standard statistics of PE activity and we consider our data by far the 'best available' for this kind of analysis.

CONCLUSIONS

In summary, the HEC - *DowJones Private Equity Fitness Ranking™* constitutes a landmark project that increases the understanding of the strategic logic and the performance drivers of PE. It uses a data-driven methodology to provide investors with reliable and objective insights into the strategic positioning and competitive fitness of the world's leading PE firms and gives an indication of which firms are best positioned to generate strong long-term performance going forward.

IMPORTANT DISCLAIMER

This material has been prepared on the basis of publicly available information, internally developed data and other third-party sources believed to be reliable. However, HEC Paris and Peracs, LLC have not sought to independently verify information obtained from these sources and make no representations or warranties as to accuracy, completeness or reliability of such information. This material is for information and illustrative purposes only, is not investment advice and is no assurance of actual future performance or results of any private equity segment or fund. HEC and Peracs do not represent, warrant or guarantee that this information is suitable for any investment purpose and it should not be used as a basis for investment decisions. Nothing herein should be construed as any past, current or future recommendation to buy or sell any security or an offer to sell, a solicitation of an offer to buy any security. This material does not purport to contain all of the information

that a prospective investor may wish to consider and is not to be relied upon as such or used in substitution for the exercise of independent judgment.

Contact:

Oliver Gottschalg
Assistant Professor of Strategy and Business Policy
HEC School of Management, Paris
78351 Jouy-en-Josas, France
Tel: +33 67 00 17 66 4
gottschalg@hec.fr

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 die Geschäftsstelle unter 0228 969870 oder info@bvai.de.

Dr. Elisabeth Hehn (Hrsg.)

„Investmentfonds mit absolutem Renditeziel und asymmetrischem Risikoprofil – Stilanalysen von benchmarkfreien, regelgebundenen Anlagealternativen“



€ 98,- (15 % Rabatt für BAI-Mitglieder)

Der Rechtsrahmen für Investmentfonds innerhalb der Europäischen Gemeinschaft hat sich in den letzten Jahrzehnten dynamisch gewandelt. UCITS III hat prägnante Akzente, auch mit facettenreicheren Hand-

lungsalternativen in der europäischen Investmentindustrie gesetzt. Seit dieser Novelle haben sich Investmentkonzepte mit absolutem Renditeziel und damit Hedgefonds-Charakter, die mit diesen Neuerungen in der Form klassischer Investmentfonds abgebildet werden können, rasant entwickelt.

UCITS IV setzt die Schwerpunkte im Bereich einer grenzüberschreitenden, effizienten Auflegung und Verwaltung von Investmentfonds. Ferner werden rechtliche Defizite, die darüber hinaus auch den Vertrieb, Master-Feeder-Konstruktionen sowie Fondsprospekte betreffen, beseitigt. Auch soll die Verwaltung alternativer Investmentfonds europaweit einheitlich beaufsichtigt werden. Der seit Jahrzehnten eingeführte klassische Investmentfonds, der nach UCITS III über wesentlich erweiterte An-

lagemöglichkeiten verfügt und mit UCITS IV deutlich an Effizienz bei der Verwaltung gewinnt, wird die Wettbewerbsfähigkeit dieser Investmentalternativen stärken.

Um eine detaillierte Einsicht in die Arbeitsweise eines Investment-Managers zu erhalten und insbesondere die Leistungsmerkmale von Investmentfonds dieser heterogenen Fondskategorie sachgerecht beurteilen zu können, wird die Methode der Stilanalyse, die auf den Nobelpreisträger William F. Sharpe zurück geht und Anfang der 1990er-Jahre eingeführt worden ist, herangezogen.

Anhand von Ergebnissen der Stilanalyse können sich Investoren ex post ein Bild über Glück oder Können eines Fondsmanagements machen. Weitere Einsatzmöglichkeiten bieten sich in den folgenden Bereichen:

- Portfoliokonstruktion und -überwachung,
- Risikomanagement,
- Replikation sowie
- Prognose.

Die Stilanalyse stellt somit ein schlagkräftiges und vielfältig einsetzbares Instrumentarium für das Investment-Management bereit.

Über die Analysen hinaus kommen in sieben Gastbeiträgen Investmentexperten zu Wort. Beginnend mit Definitionen, Kategorisierungen von Investmentfonds mit absolutem Renditeziel sowie Aspekten zu Due Diligence-Prüfungen, über portfoliotheoretische Ausgestaltungsvarianten, Produkt- und Strategiebeispiele bis hin zu den jüngsten, aufsichtsrechtlichen Fakten wird damit eine breite Themenpalette im Detail abgedeckt.

Insgesamt handelt es sich bei diesem Jahrbuch um ein unverzichtbares Fachbuch, das die sachgerechte Erschließung einer mittlerweile weit beachteten Investmentkategorie unterstützt und wertvolle Fakten zur Beurteilung dieser Anlagealternativen liefert.

BUCHBESPRECHUNG

Claus Hilpold | Dieter G. Kaiser

„Innovative Investmentstrategien – Handelstechniken für eine optimierte Portfoliodiversifikation“

Wiesbaden, Gabler Verlag 2010, 210 S., gebunden, ISBN 978-3-8349-1982-3, € 59,95



Die Investment-Experten Claus Hilpold und Dieter G. Kaiser ziehen klare Lehren aus der Finanzkrise: Rentable Anlagestrategien können nur aus einer sinnvollen Verknüpfung von traditionellen und alternativen Investments bestehen. Dieses Buch stellt verschiedene Strategien in zukunftsweisenden Märkten

(Energie, Rohstoffe, Infrastruktur) vor, sodass Berater und Anleger schnell mit wichtigem Hintergrundwissen versorgt werden. Jede Strategie wird zunächst in ihrer grundsätzlichen Ausrichtung erläutert und dann mit einem Fallbeispiel aus der Praxis veranschaulicht. Die Autoren ergänzen die Darstellung durch einen empirischen Teil der jeweils Risiko- und Ertragskomponenten gegenüberstellt.

Inhalt

Managed Futures
Volatilitäts-Arbitrage
Long/Short Rohstoffe
Distressed Securities
Stromhandel
Währungshandel

Autor

Claus Hilpold ist Geschäftsführer und Gründer der POLARIS Investment Advisory AG, Zürich, einem Unternehmen der Vontobel-Gruppe.

Dr. Dieter Kaiser ist Director Investment Management bei der Feri Institutional Advisors GmbH, Bad Homburg.

Zielgruppe

Anlage- und Vermögensverwalter
Private und institutionelle Investoren

Ralf Wegner

„Die selbstverwaltete Hedgefonds-Investmentaktiengesellschaft mit Teilgesellschaftsvermögen“

Hamburg 2010, Verlag Dr. Kovac, 624 S., ISBN 978-3-8300-4900-5, € 138,00

Mit dem InvÄndG ist das Investmentgesetz grundlegend reformiert worden. Der Verfasser stellt die für die InvAG und die Hedgefonds nunmehr geltenden Bestimmungen des Investmentgesetzes umfassend dar. Die Studie thematisiert die nationale, investmentaufsichtsrechtliche Regulierung der selbstverwalteten Investmentaktiengesellschaft mit Teilgesellschaftsvermögen, die Investmentvermögen mit sonstigen Risiken (Hedgefonds) auflegt. Sie ermittelt die Problembereiche und führt sie – soweit möglich – einer Lösung zu. Dabei werden das Genehmigungsverfahren, die Ausgabe und Rücknahme von Aktien, die Bildung von Teilgesellschaftsvermögen, die bestehenden Insolvenzrisiken und die Definition des Hedgefonds ausführlich besprochen. Dem Verbot des öffentlichen Vertriebes widmet der Verfasser einen eigenen Abschnitt, zumal es auch für ausländische, nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassene Investmentanteile (UCITS und Non-UCITS) von besonderer Bedeutung ist.



Entsprechend der Themensetzung gliedert sich die Abhandlung in drei wesentliche Abschnitte. Zunächst wird der Regelungsrahmen für die InvAG näher be-

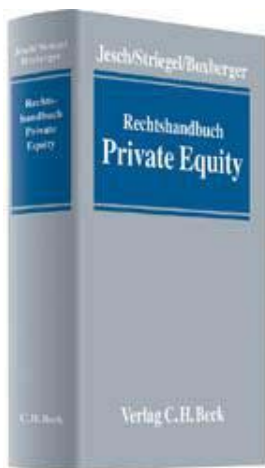
BUCHBESPRECHUNG

leuchtet. Im zweiten Kapitel werden die Besonderheiten erörtert, die sich für die InvAG durch die Auflegung von Hedgefonds ergeben. Sodann wird das Verbot des öffentlichen Vertriebs als die sowohl für Hedgefonds, aber auch für nicht zum öffentlichen Vertrieb berechnete ausländische Investmentfonds bedeutendste Vertriebsbeschränkung thematisiert. Die Arbeit schließt mit einem umfangreichen Anhang.

Dr. Thomas A. Jesch | Dr. Andreas Striegel | Lutz Boxberger (Hrsg.)

„Rechtshandbuch Private Equity“

Verlag C.H.Beck Vahlen Juli 2010, rund 800 S. in Leinen, ISBN 978-3-406-60184-2, ca. € 118,00



Zum Werk

Bei Private Equity handelt es sich um außerbörsliches Eigenkapital. Die Zahl der Private-Equity-Transaktionen nimmt zu. In dem Handbuch werden umfassend alle im Bereich Private Equity auftretenden rechtlichen, insbesondere auch die steuerrechtlichen Fragen behandelt und auf Basis von bewährten Strukturierungsformen entsprechende Lösungsmodelle vorgestellt. Erweitert wird die Darstellung um

neun Länderberichte aus anderen großen Industrienationen, ein ausführlicher Vertragsmusteranteil rundet das Werk ab.

Vorteile auf einen Blick

- handfeste und belastbare Analyse des rechtlichen und steuerlichen Status Quo
- erstmalig sämtliche, die deutsche Private-Equity-Branche betreffende Rechts- und Steuerfragen zusammenhängend dargestellt

Inhalt

- Investoren
- Fondsstrukturierung
- Due Diligence
- Beteiligungsstrukturierung
- Exit-Strukturierung
- Einzelrechtsgebiete
- Spezielle Beteiligungsformen
- Länderberichte (USA, United Kingdom, Frankreich, Österreich, Kanada, Japan, Indien, Volksrepublik China, Russland)
- Vertragsmuster

Zielgruppe

Für private und institutionelle Kapitalanleger und Investoren, Kapitalanlagegesellschaften, Private-Equity-Fonds, Geschäfts- und Investmentbanken, Vermittler von Kapitalanlagen sowie die sie beratenden Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer.

Ralf Meyer

„Alternative Investments verständlich verkaufen – Ein Leitfaden für Praktiker“

Gabler Verlag – apano akademie, Juni 2010, ISBN 978-3-8349-2274-8, € 32, 95



Die wachsende Popularität von Alternative Investments stellt Vertriebsmitarbeiter vor die Herausforderung, komplexe Investmentprodukte erfolgreich zu verkaufen und zu erklären – zumal der Kunde, sensibilisiert durch die Finanzkrise, heute mehr denn je verstehen will, vor allem im Hinblick auf Transparenz, Sicherheit und Verständlichkeit.

Das neue Fachbuch von Ralf Meyer bietet Entscheidern in der Finanzdienstleistungsbranche Vertriebsansätze zur Vermittlung von Hedgefonds, Zertifikaten oder Beteiligungen. Der Autor gibt Finanzfachleuten

BUCHBESPRECHUNG

praktische Tipps für eine effiziente Kundenberatung an die Hand. Vor diesem Hintergrund erläutert Meyer unter anderem die Begeisterungsfaktoren in der Anlageberatung und verdeutlicht Motive des Kunden. Ein weiteres Kapitel widmet sich der Frage, wie Krisen als Chance für die aktive Kundenansprache genutzt werden können. Die sechste Veröffentlichung in Kooperation mit dem Gabler Verlag kann direkt im Onlineshop der apano akademie unter www.apano-akademie.de bezogen werden.

Leible | Schäfer (Hrsg.)

„Alternative Finanzierung für den Mittelstand“

JWV Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft Juli 2010, 227 Seiten, Hardcover, ISBN 978-3-86653-163-5, eBook ISBN 978-3-86653-920-4, € 29,80



Die Finanzierungssituation mittelständischer Unternehmen hat sich durch die weltweite Finanz- und Bankenkrise deutlich verschlechtert. Dadurch wird die Aufmerksamkeit auf das breite Spektrum an Ergänzungen oder Alternativen zur traditionellen Kreditfinanzierung gelenkt. Der für

Wirtschaftsjuristen, Wissenschaftler und Studierende allgemein interessante Sammelband erläutert aus betriebswirtschaftlicher und juristischer Perspektive verschiedene Formen „alternativer Mittelstandsfinanzierung“, u.a.:

- Mezzanine Finanzierung,
- Private Equity,
- Börsengang,
- Factoring und Leasing sowie,
- die Konsequenzen dieser Finanzierungsformen

für Rechnungslegung und Steuern.

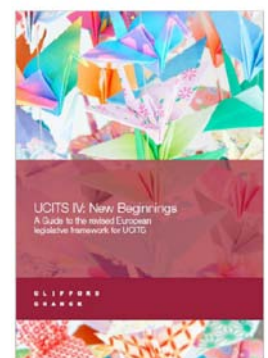
Mit Beiträgen von Manfred Becker, Ulrich Brink, Martin Erhardt, Erhard Gschrey, Christoph Kaserer, Dieter Mehnert, Peter Memminger, Norbert Rieger, Rüdiger von Rosen, Friedrich Graf von Westphalen, Andreas Wirth.

Clifford Chance (Hrsg.)

„UCITS IV: New Beginnings“

Clifford Chance freut sich, wie im Rahmen unserer Europäischen Seminarreihe UCITS IV angekündigt, einen umfassenden Leitfaden zum Thema "UCITS IV: New Beginnings" (in englischer Sprache) inklusive einer Sammlung, welche die einschlägige UCITS IV Gesetzgebung und andere Dokumente enthält, herauszugeben.

Das Ziel dieses Leitfadens besteht darin, den grundlegenden Inhalt der UCITS IV Richtlinie, einschließlich des EU-Passes für Verwaltungsgesellschaften, des grenzüberschreitenden Vertriebs, Fondsfusionen, Master-Feeder-Strukturen, Wesentlicher Informationen für Investoren und der verbesserten Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden darzustellen. Diese entscheidenden Informationen werden neben dem maßgeblichen Hintergrund, dem Zeitplan und der Darlegung der Richtlinie dargestellt. Wo dies angebracht erschien, bietet dieser Leitfaden auch einen Vergleich zwischen den neuen UCITS IV Bestimmungen und jenen des UCITS III Regelwerks. Eine Ausfertigung dieser Veröffentlichung kann bei joelle.hauser@cliffordchance.com angefordert werden oder Sie können sich hier durch einen Klick auf den folgenden Link (<http://inform.cliffordchance.com/ve/ZZ8881s26DL66N-wun9/stype=clic/OID=4106315362816/VT=0>) für eine Kopie registrieren lassen.





Sattelfest in alternativen Finanzanlagen:

Kompaktstudiengänge

■ Private Equity ■ Hedgefonds ■ Rohstoffe

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.

KOMPAKTSTUDIUM HEDGEFONDS

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

Studienbeginn 12. Jahrgang:
17. Mai 2010
in Oestrich-Winkel

KOMPAKTSTUDIUM ROHSTOFFE

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

Studienbeginn 6. Jahrgang:
20. September 2010
in Oestrich-Winkel

KOMPAKTSTUDIUM PRIVATE EQUITY

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

Studienbeginn 8. Jahrgang:
13. September 2010
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

Kompaktstudium Private Equity – EBS/BAI **13. - 17. September 2010** **Oestrich-Winkel**

Der Private Equity Markt zählt zu den am stärksten wachsenden Sektoren der internationalen Finanzmärkte. Auch für die deutsche Wirtschaft nimmt die Bedeutung von Private Equity Finanzierungen stetig zu. Während in der Vergangenheit vor allem institutionelle Anleger von der Anlage in Private Equity profitiert haben, wird diese Anlageklasse nun auch mehr von Privatanlegern nachgefragt. Beteiligungsmanager sowie Anlageberater benötigen daher Private Equity Expertise, um qualifiziert Beteiligungen managen und kundenorientiert beraten zu können. Hier setzt das Kompaktstudium Private Equity der EBS Finanzakademie an, welches zusammen mit dem BAI neu entwickelt wurde und nun neben dem bereits etablierten Intensivstudium über Hedgefonds neue Maßstäbe mit dieser speziellen Ausbildung der Alternativen Investments setzen möchte. Das Kompaktstudium mit abschließender schriftlicher Prüfung geht in der Ausbildung weit über die am Markt angebotenen üblichen Seminare hinaus und ist auf Beteiligungsmanager, Anlage- und Kundenberater sowie Vermögensverwalter zugeschnitten, damit diese ihre Kunden qualifiziert beraten und auf deren Bedürfnisse eingehen können. Weitere Zielgruppen sind Mitarbeiter im Bereich Wealth Management, Stiftungen und Family Office, aus Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen sowie vermögende Privatkunden. Das Studium vermittelt ein umfassendes, in der Praxis anwendbares Wissen über alle Teilbereiche des Beratungsprozesses für Private Equity Produkte. Ansätze für die erfolgreiche Beratung und Kommunikation stellen ebenso einen wesentlichen Bestandteil des Curriculums dar wie rechtliche Aspekte. Der Praxisbezug wird durch zahlreiche Fallstudien unterstützt und intensiviert. Die Dozenten sind ausgewiesene Fachleute und garantieren ein Höchstmaß an Aktualität und Kompetenz in der Wissensvermittlung.

Erfolgreiche Absolventen tragen den Titel „Private Equity Advisor (EBS/BAI)“.

Weitere Informationen erhalten Sie unter:

http://www.ebs-finanzakademie.de/private_equity/ oder beim BAI unter Tel.: +49 (0) 228 96987 0

350 EUR Discount für BAI-Mitglieder

BAI Alternative Investment Insight **15. September in Frankfurt** **22. September in Düsseldorf** **29. September in München**

Diese Verbandsveranstaltung findet in den Räumlichkeiten von Deloitte bzw. SJ Berwin statt. Themenschwerpunkte sind u.a. die geänderte Anlageverordnung für Versicherungsunternehmen und Solvency II und Auswirkungen für Alternative Investments.

Die Teilnahme ist für BAI-Mitglieder kostenfrei. Für Nicht-Mitglieder betragen die Kosten 150 Euro zzgl. MwSt. Weitere Informationen erhalten Sie in Kürze auf unserer Webseite www.bvai.de oder bei der BAI Geschäftsstelle unter info@bvai.de bzw. telefonisch unter 0228-96987-0.

Kompaktstudium Rohstoffe – EBS/BAI **20. - 25. September 2010** **Oestrich-Winkel**

Rohstoffschlagzeilen gehören bereits seit geraumer Zeit zum vertrauten Bild in unseren Tageszeitungen. So titelte die Frankfurter Allgemeine Zeitung erst kürzlich wieder: "Neue Palette von Rohstoff-Fonds in London". Trotz des großen Medienechos ist das Wissen um und über diese Assetklasse, gerade als Vermögenslage, noch sehr beschränkt. Vielfach sind die Zusammenhänge der Märkte und die konjunkturellen Einflüsse und Zyklen nur unzureichend bekannt.

In der Vergangenheit haben primär institutionelle Anleger von der Anlage in Rohstoffe profitiert. Zunehmend

wird diese Anlageklasse aber auch für Privatanleger interessant. Anlageberater (und Beteiligungsmanager) benötigen daher Expertise in Produkten auf Rohstoffe, um qualifiziert ein Investment in Rohstoffe managen sowie umfassend und kundenorientiert beraten zu können. Hier setzt das Kompaktstudium Rohstoffe der EBS Finanzakademie an, das in enger Zusammenarbeit mit dem BAI e.V. entwickelt wurde.

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

300 Euro Discount für BAI-Mitglieder

Hedgefonds Basisseminar – apano akademie **13. - 15. Oktober 2010** **Frankfurt**

Alternative Investments - und nicht zuletzt Hedgefonds - stellen eine Anlageform dar, die das Interesse vieler Anleger gefunden hat.

Doch was eigentlich sind Hedgefonds? To hedge (engl.) bedeutet, mit einer Hecke einfrieden oder schützen. In der Finanzwelt wird dieser Begriff auch im Sinne von „Absicherung gegen Verluste“ verwendet. Hedgefonds haben einen positiven Effekt auf Portfolios. Je nach Zusammensetzung des Depots kann sich die Volatilität bei gleich bleibender Rendite bis zur Hälfte reduzieren bzw. bei steigender Rendite die Volatilität vermindern.

Merkmale von Hedgefonds sind: Sie orientieren sich nicht an einem Vergleichsindex, sind gekennzeichnet von großen Freiheiten bei den Investitionsmöglichkeiten, können durch spezielle Techniken auch von fallenden Kursen profitieren und tätigen Leerverkäufe. Aufgrund ihrer geringen Korrelation sind Hedgefonds ein gutes Instrument zur Diversifizierung klassisch geführter Portfolios.

Chancen und Risiken sowie die steuerliche Behandlung dieser Anlageklasse. Durch das Basismodul „Hedgefonds“ erhalten die Teilnehmer Einblick in die Funktionsweise, Chancen und Risiken sowie die steuerliche Behandlung

dieser Anlageklasse.

Weitere Informationen erhalten Sie unter:
www.apano-akademie.de oder unter +49 231 13887330

10% Discount für BAI-Mitglieder

Morning Star Investment Konferenz 2010 **18. - 19. November 2010** **Radisson Blu Hotel, Frankfurt am Main**

Die diesjährige Investment Konferenz findet bereits zum fünften Mal statt und hat sich einen festen Platz erobert in der deutschen Fondsbranche. Wir sind stolz darauf und arbeiten wieder an einem anregenden Programm. Wir widmen uns u.a. der Rolle der Modernen Portfolio Theorie im Nachgang der Finanzkrise. Makroökonomische Einschätzungen renommierter Experten dürfen hier natürlich nicht fehlen. Ein weiterer Themenschwerpunkt ist die Popularität der Agrar- und Rohstoffmärkte, die Anlass für eine kontroverse Diskussion bieten. Wir laden Sie ein dabei zu sein, um sich mit einem anspruchsvollen Publikum über „fondsbewegendes“ auszutauschen. Wir freuen uns auf Sie!

Die Teilnahmegebühr für die Morningstar Investment Konferenz am 18.11.2010 beträgt € 195 (zzgl. 19% MwSt.) pro Person. Diese Gebühr beinhaltet die Teilnahme am Morningstar Anwenderforum am 19.11.2010. Das Morningstar Anwenderforum kann auch separat für € 35 (zzgl. 19% MwSt.) gebucht werden.

Weitere Informationen erhalten Sie unter:
www.morningstar.de

IMPRESSUM

Haftungsausschluss

Die Informationen des BAI-Newsletters stellen keine Anforderung 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 2

Verantwortliche Redakteure:

Roland Brooks

Frank Dornseifer

Christina Klein

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