

**CHRISTIAN SALOW & BARRY SEEMAN**

Are We Pushing the Envelope in UCITS?

**VINCENT COUSON & WOLFGANG BATT**

Meet the neighbors:  
Integrating hedge funds into an asset allocation framework

**OLIVER GOTTSCHALG & BERND KREUTER**

Das Rendite-Risiko Profil von Infrastrukturinvestitionen –  
Zur Abgrenzung zwischen Infrastruktur und Private Equity

**AXEL BUCHNER, CHRISTOPH KASERER & NIKLAS WAGNER**

Towards a cash flow model for private equity funds

## SPONSOREN

---

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

**/ Sponsoren mit einem Artikel in dieser Ausgabe**

---



**/ Weitere Sponsoren**

---

**GAM**

AbsolutResearch

Neue Perspektiven für institutionelle Investoren



# INHALTSVERZEICHNIS

---

	Leitartikel _____	4 - 5
	Mitgliederveränderungen _____	6 - 10
	Recht _____	11 - 15
	Are We Pushing the Envelope in UCITS? from Christian Salow & Barry Seeman _____	16 - 18
	Meet the neighbors: Integrating hedge funds into an asset allocation framework from Vincent Couson & Wolfgang Batt _____	19 - 23
	Das Rendite-Risiko Profil von Infrastrukturinvestitionen – Zur Abgrenzung zwischen Infrastruktur und Private Equity von Prof. Oliver Gottschalg & Dr. Bernd Kreuter _____	24 - 27
	Towards a cash flow model for private equity funds by Dr. Axel Buchner, Prof. Dr. Christoph Kaserer & Prof. Dr. Niklas Wagner _____	28 - 35
	Jobs _____	36
	Buchbesprechung _____	37 - 40
	Veranstaltungen _____	42 - 44
	Impressum _____	45

## LEITARTIKEL

---

Sehr geehrte Damen und Herren,

jüngste Pressemitteilungen zu Alternativen Investments geben der Branche, den Investoren und natürlich auch uns Anlass dazu, weiterhin mit steigendem Optimismus in die Zukunft zu blicken. Laut dem Datenanbieter Hedge Fund Research ist das weltweit verwaltete Vermögen in Hedgefonds inzwischen auf einen Rekord von über 2 Billionen Dollar gestiegen. Erfreulich ist auch ein gestiegenes Interesse auf Seiten der Investoren in Europa. Marktteilnehmer berichten von einer stark erhöhten Nachfrage von Hedgefonds Strategien im regulierten Ucits-III Format. Nach Berechnungen der Absolut Research GmbH existieren derzeit ca. 700 solcher Ucits-Produkte, die ein Vermögen von mehr als 100 Milliarden Euro verwalten. Experten erwarten in den kommenden Monaten ein weiteres starkes Anwachsen des Anlagevolumens mit Focus auf Absolute-Return-Produkten. Wir bleiben gespannt, was wir Ihnen hierüber zum Jahresende hin berichten können.

Zunächst möchten wir an dieser Stelle kurz zurückblicken auf einige Verbandsaktivitäten der vergangenen Monate. Anfang April hat die jährliche BAI Alternative Investor Conference (AIC) in Frankfurt stattgefunden. Auf dieser zweitägigen Fachkonferenz konnten sich die insgesamt ca. 400 Teilnehmer wieder über neueste Trends und Entwicklungen von Alternativen Assetklassen informieren und in Gesprächen fachlich austauschen. Es waren zahlreiche namhafte institutionelle ausländische und vermehrt auch deutsche Investoren sowohl bei den Vorträgen als auch bei den Paneldiskussionen eingebunden.

Insbesondere die wissenschaftlichen Keynotevorträge, im Bereich der Hedgefonds gehalten von Prof. David Hsieh von der Duke University und im Bereich Private Equity gehalten von den beiden renommierten Forschern Prof. Dr. Christoph Kaserer von der TU-München und seinem Kollegen Prof. Dr. Mark Wahrenburg von der Goethe Universität Frankfurt, machten einmal mehr deutlich, wie wichtig Hedgefonds und die Anlageklasse Private Equity als Beimischung in professionell diversifizierten Portfolios sind. Erneut ein Highlight der diesjährigen AIC war der Workshop für institutionelle Investoren, welcher im Anschluss an das offizielle Programm stattfand und von den teilnehmenden Investoren als sehr nutzbringend bewertet wurde.

Am 08. Juni haben wir die ordentliche BAI-Mitgliederversammlung abgehalten. Der Vorstand stellte den Geschäftsbericht 2010 vor und berichtete den mehr als 60 Teilnehmern u.a. über die nicht nachlassenden Bemühungen des BAI, die regulatorischen Rahmenbedingungen für Alternative Investments in Deutschland zu verbessern.

Nach der Mitgliederversammlung wurde der erste BAI-Wissenschaftspreis für exzellente wissenschaftliche Arbeiten im Bereich Alternative Investments vergeben. Prämiert wurden Arbeiten in vier verschiedenen Kategorien, für die ein Preisgeld von insgesamt EUR 10.000 vom Verband ausgelobt wurde. Nähere Informationen zur Preisvergabe können unserem ersten Sondernewsletter zum Wissenschaftspreis entnommen werden. Diesen finden Sie auf der BAI Homepage im Info Center.

## LEITARTIKEL

Auch in dieser Ausgabe des Verbandsnewsletters präsentieren wir Ihnen wieder interessante Artikel aus AI-Industrie und Wissenschaft. Wie gewohnt informiert Sie unser Geschäftsführer Recht & Policy Frank Dornseifer zudem über rechtliche Entwicklungen.

An dieser Stelle möchten wir Sie darauf hinweisen, dass die nächsten beiden BAI-Insights am 23. August mit Lupus alpha zum Thema „Absolut Return in Deutschland zwischen Anspruch und Wirklich-

keit“ und am 29. September mit der Wells Germany GmbH statt finden. Nähere Informationen dazu finden Sie auf der BAI-Homepage unter der Rubrik Events oder bei der Geschäftsstelle.

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

**Im zweiten Quartal des Jahres 2011 hat der BAI acht neue Mitglieder gewinnen können. Derzeit gehören insgesamt 126 Mitglieder dem Verband an. Weitere Anträge für eine Mitgliedschaft liegen der Geschäftsstelle bereits vor und sind in Bearbeitung.**

**Wir freuen uns sehr**

- **Alter Domus S.à r. l.**
- **Altius Associates Ltd.**
- **Heieck Siebrecht Capital Advisors AG**
- **Intalus GmbH**
- **J. P. Morgan Asset Management**
- **State Street Bank GmbH**
- **SYZ Asset Management AG**
- **Threadneedle Portfolio Services Ltd.**

**im Kreise des BAI willkommen zu heißen.**

### Alter Domus S.à r. l.

Alter Domus ist ein unabhängiges Unternehmen mit Hauptsitz in Luxemburg. Wir sind der führende Anbieter in Luxemburg in den Bereichen "Verwaltung von alternativen Investmentfonds und von Holdinggesellschaften" und "Fondsreporting". Gegründet wurde Alter Domus im Jahr 2003 nach einer Ausgliederung aus PricewaterhouseCoopers Luxemburg. Unser Dienstleistungsspektrum beinhaltet unter anderem: Gründung von Gesellschaften, Buchhaltungsarbeiten, Erstellen von Jahresabschlüssen und unterjährigen Reportings, Erstellen von Umsatzsteuer- und Körperschaftssteuererklärungen, Markteinführung von Fonds, Berechnung des Nettoinventarwertes. Heute beschäftigt Alter Domus ungefähr 400 Personen in 12 verschiedenen Büros weltweit: Belgien, Guernsey, Hong Kong, Irland, Jersey, Luxemburg, Malta, Mauritius, Niederlande, Singapur, Zypern, und ein Repräsentationsbüro in New York. Die Mehrheit unserer internationalen Kundschaft kommt sowohl aus den Bereichen "Private Equity" wie auch "Real Estate". In der Fondsverwaltung verwalten wir ein Gesamtfondsvolumen von rund 12 Mrd. Euro.

Für unsere deutschsprachige Kundschaft steht Ihnen ein deutschsprachiges Team zur Verfügung.

### Kontakt

Herrn Yves Cheret

Director

Tel. +352 48 18 28 3700

E-mail: [yves.cheret@alterdomus.lu](mailto:yves.cheret@alterdomus.lu)

Homepage: [www.alterdomus.com](http://www.alterdomus.com)

### Altius Associates

Altius Associates is an independent institutional advisor and asset manager focused solely on global private equity and private real assets markets.

Altius operates from offices in Europe (London), the USA (Richmond, VA), and Asia (Singapore), with a staff of 35 and 14 Partners. Its professionals have been active in alternative assets investing since the mid-1980s. The Investment team of 16 professionals includes a dedicated Research function; investment decisions are based on extensive research covering all private equity and private real assets (e.g. energy, infrastructure, timber, mining).

### Client-focused approach

Altius exists to identify, create and manage outperforming portfolios in alternative assets. Altius understands the need to develop a program that aligns risk management with a client's investment objectives and practices. Altius also knows that selecting the consistently best performing managers in the increasingly crowded universe of pe funds is the key to success in this area.

Altius has consistently generated strong returns for clients. Since its founding in 1998, Altius has worked for some of the world's most respected institutional investors and has consistently been recognized for its high level of client service. Altius was named Private Equity

## MITGLIEDERVERÄNDERUNGEN

Advisor/Gatekeeper of the Year for three consecutive years (2007-2009), by Private Equity News.

### Experienced and cohesive team

Altius' philosophy is centred around the concept of a tight partnership of highly engaged professionals with deep market experience and a clear focus on clients' interests. We succeed as they succeed, and no one at Altius ever forgets this.

*This text is prepared by Altius Associates Limited which is authorized and regulated by the Financial Services Authority and registered with the SEC. It has been issued by Altius Associates Limited for information purposes only. This should not be construed as a solicitation or an offer to purchase or sell any security or other financial instrument and is not an invitation or inducement to engage in investment activity. No representation or warranty, express or implied, is made with regard to the information contained in this presentation or to the achievement of any future gains*

### Contact

Altius Associates Limited  
Eric Warner, Partner  
20 Grosvenor Place, 2 nd Floor  
UK- London SW1X 7HN  
Tel.: +44 207 838 7640  
E-Mail: eric.warner@altius-associates.com

### Heieck Siebrecht Capital Advisors AG

(die Beschreibung erfolgt in der Septemerausgabe)

### Intalus GmbH

Seit 1990 ist Intalus spezialisiert auf die Entwicklung von Strategien (quantitative Modelle / Algorithmen) zur Unterstützung von Investmententscheidungen im Wertpapierhandel. Mit eigenen Büros in Frankfurt, London und Bremen sowie mit seinen Partnerunternehmen und Verkaufsrepräsentanten in Hongkong, Luxemburg, Moskau, Paris und Singapur betreut Intalus heute mehr als 300 Kunden. Dazu gehören namhafte Banken, Fondsgesellschaften, Versicherungen, Vermögensverwaltungen, Energiehandelsunternehmen sowie die Treasury-Abteilungen von Großunternehmen. Weitere Informationen unter <http://kunden.intalus.de>.

### Ansprechpartner

Klaus A. Wobbe  
Geschäftsführer  
Intalus GmbH  
Wilhelm-Herbst-Str. 7  
28359 Bremen  
Telefon: +49 (0)421-200-7570  
E-Mail: bremen@intalus.de

### Weitere Standorte

Intalus GmbH  
Beethovenstr. 4  
60325 Frankfurt  
Telefon: +49 (0)69-2073-1008  
E-Mail: frankfurt@intalus.de  
Ansprechpartner: Ralf Wenzel

Intalus Ltd.  
11 Coombe Corner  
London N21 3PE  
Telefon: +44-20-8373-1439  
E-Mail: london@intalus.com  
Ansprechpartner: Andrew Saunders

## MITGLIEDERVERÄNDERUNGEN

### J. P. Morgan Asset Management

J.P. Morgan Asset Management gehört zu den weltweit führenden Investmentgesellschaften. Im Auftrag institutioneller und privater Kunden verwalten wir ein Vermögen von rund 1,3 Billionen US-Dollar (Stand 30.06.2011). In Deutschland ist J.P. Morgan Asset Management bereits seit 1989 tätig. Mittlerweile sind wir mit einem verwalteten Vermögen von über 15 Milliarden US-Dollar (Stand 30.06.2011) und einer starken lokalen Präsenz vor Ort eine der größten ausländischen Fondsgesellschaften im deutschen Markt. Unseren Kunden bieten wir eine breite Palette erstklassiger Investmentlösungen für unterschiedliche Anforderungen sowie ein umfassendes Serviceangebot vor Ort. Basis unserer Expertise sind umfangreiche globale Ressourcen und eine über 130-jährige Erfahrung in der Vermögensverwaltung.

#### Eine breite Produktpalette

Unsere Fondspalette umfasst Produkte für alle relevanten Anlageklassen, Sektoren, Investmentstile und Regionen. Darüber hinaus verfügen wir über eine umfangreiche und langjährige Expertise im Bereich alternative Anlagen. Damit decken wir das gesamte Risiko-/Renditespektrum ab. In die rund 160 Publikumsfonds und die institutionellen Mandate von J.P. Morgan Asset Management fließen die Erkenntnisse und Analysen unserer über 700 globalen Anlagespezialisten ein. Sie beobachten die Märkte von 22 Investmentzentren in Europa, Asien, Japan und auf dem amerikanischen Kontinent.

2009 hat J.P. Morgan Asset Management Highbridge Capital Management LLC, an dem es seit 2004 beteiligt war, komplett übernommen. Zu den von Highbridge angebotenen alternativen Anlagestrategien gehören neben Hedge Fonds unter anderem verschiedene alternative Investments.

#### Alternative Anlagen

##### *Immobilien/Infrastruktur*

In den USA verwaltet J.P. Morgan Asset Management bereits seit über 30 Jahren erfolgreich Immobilienanlagen.

Im Jahr 2004 wurden die Aktivitäten auf Europa ausgedehnt. Unsere Immobilienexperten in New York, London, Tokio und Singapur werden von unseren hauseigenen globalen Marktstrategen und Ökonomen unterstützt. Unsere Expertise im Immobilienbereich schließt auch Infrastrukturanlagen ein.

##### *Private Equity*

Die Private Equity Group von J.P. Morgan Asset Management gehört zu den größten globalen institutionellen Private Equity-Managern. Die über 30 Experten sind in allen Bereichen der Private Equity-Anlage tätig. Der von ihnen verwendete Investmentprozess hat sich seit mehr als 25 Jahren bewährt und wird ständig weiterentwickelt und verfeinert.

##### *Hedge Fonds*

Im Hedge Fonds-Bereich bieten wir unseren Kunden nicht nur die Expertise von Highbridge Capital Management LLC. Darüber hinaus ist J.P. Morgan Alternative Asset Management, ein Geschäftsbereich von J.P. Morgan Asset Management, ein führender Anbieter von Dach-Hedge Fonds mit mehr als zehn Jahren Erfahrung. Die Spezialisten machen durch einen strengen Auswahlprozess die jeweils besten Manager jeder Strategie ausfindig. Über eine hauseigene Datenbank überwachen sie das gesamte Hedge Fonds-Universum; zudem führt das Hedge Fonds-Team von J.P. Morgan Asset Management jedes Jahr mehr als 500 persönliche Gespräche mit Managern.

Um den Bedürfnissen unserer Investoren entgegen zu kommen bietet J.P. Morgan Asset Management per 30.06.2011 sieben unterschiedliche, für den deutschen Markt zugelassene alternative UCITS III Investmentstrategien an.

#### Kontakt

J.P. Morgan Asset Management  
 Sabine Stahl  
 Senior Sales Executive  
 Telefon: +49 (0) 69 7124 2135  
 sabine.c.stahl@jpmorgan.com  
 www.jpmmam.de

## MITGLIEDERVERÄNDERUNGEN

### State Street Bank GmbH

State Street Corporation ist einer der weltweit führenden Anbieter von Finanzdienstleistungen für institutionelle Anleger. Die Angebotspalette umfasst neben Investment-Dienstleistungen, Investment Management und Investment Research auch Dienstleistungen für den Wertpapier- und Devisenhandel. Mit einem Vermögen unter Verwahrung/Verwaltung von USD 22,6 Bio. und einem verwalteten Vermögen von USD 2,1 Bio.\* (Stand: 31. März 2011) ist State Street in 26 Ländern und mehr als 100 geographischen Märkten auf der ganzen Welt vertreten.

Mit mehr als USD 770 Mrd. an alternativen Vermögenswerten unter Verwahrung und über 3.000 ausschließlich im Bereich Dienstleistungen für alternative Anlagen tätigen Mitarbeitern rangiert State Street auf Platz 1 der Dienstleister für alternative Anlagen weltweit. Wir bieten über 900 Kunden, darunter institutionelle Anleger sowie Manager von Hedgefonds, Private Equity-Fonds und Immobilienfonds, eine vollständige Palette von Fondsbuchhaltungs-, Fondsverwaltungs-, Unternehmensverwaltungs-, Risiko- und Finanzierungsdienstleistungen. Wir verfügen über eine mehr als 20-jährige Erfahrung aus der Zusammenarbeit mit führenden Alpha-generierenden Fonds und vereinen umfassendes Produkt-Knowhow mit flexiblen und innovativen Lösungen, die speziell auf alternative Anlagen zugeschnitten sind.

Dank der jüngst erfolgten Akquisition von Mourant International Finance Administration (MIFA) können wir unsere Spitzenpositionen in der Branche in annähernd jedem Bereich behaupten:

- Nr. 1 bei Dienstleistungen für alternative Anlagen weltweit
- Nr. 1 bei Private Equity-Dienstleistungen weltweit
- Nr. 2 bei Dienstleistungen für Immobilienanlagen weltweit
- Nr. 2 bei Hedge Fonds-Dienstleistungen weltweit, basierend auf Daten aus Branchenumfragen<sup>1</sup>

Diese Akquisition stärkt unsere Position als einer der weltweiten Branchenführer, erhöht unsere Reichweite in Europa und Asien und erweitert unsere Ressourcen, indem wir die Anleger in Bezug auf ihren wachsenden Bedarf an Verwaltungsleistungen für Immobilienvermögen unterstützen. Da institutionelle Anleger sowie Fondsmanager sich zunehmend alternativen Anlageklassen zuwenden, bietet State Street ein breites Spektrum umfassender Lösungen, die ihren Anforderungen gerecht werden.

#### Kontakt

Evert van den Brink  
 Head of Sales and Account Management, Deutschland und Österreich  
 State Street Bank GmbH  
 Briener Strasse 59  
 80333 München  
 Tel.: +49-89-55878 -267  
 Email: [evandenbrink@statestreet.com](mailto:evandenbrink@statestreet.com)  
[www.statestreet.com](http://www.statestreet.com)

<sup>1</sup> Das Vermögen unter Verwaltung beinhaltet die Vermögenswerte des SPDR Gold Trust (ca. USD 56 Mrd. zum 31. März 2011), für den State Street Global Markets, LLC, ein verbundenes Unternehmen von State Street Global Advisors, als Vertriebsstelle fungiert.

## MITGLIEDERVERÄNDERUNGEN

### SYZ Asset Management AG

Seit ihrer Gründung im Jahr 1996 hat SYZ & CO ihre institutionelle Asset-Management-Kompetenz durch eine Vielzahl von Anlageklassen für institutionelle Kunden in der Schweiz und in Europa aufgebaut. SYZ & CO betreut mit 430 Mitarbeitenden verwaltete Vermögen von insgesamt CHF 25 Mrd. Sämtliche traditionellen und alternativen Asset-Management-Aktivitäten für institutionelle Kunden sind im Geschäftsbereich SYZ Asset Management zusammengefasst, der Anlagelösungen für institutionelle Investoren wie Pensionskassen, Versicherungsgesellschaften und Unternehmen anbietet.

SYZ Asset Management orientiert sich an den höchsten Standards im institutionellen Management und den spezifischen Dienstleistungsansprüchen professioneller Investoren.

Key points:

- Wir spezialisieren uns ausschliesslich auf die Vermögensverwaltung.
- Wir generieren Erträge und steuern das Risiko im besten Interesse unserer Kunden.
- Wir konzentrieren uns auf ausgewählte Anlagelösungen, die echten Mehrwert schaffen.
- Wir sind unabhängig und unterliegen dadurch keinen Interessenskonflikten.

Anlagegrundsätze

Mit dem Ziel, hochentwickelte Anlagelösungen für eine anspruchsvolle Kundschaft anzubieten, haben wir für unser Portfolio-Management solide Prinzipien definiert, die unsere Entscheidungsfindung und Implementierungsansätze nachvollziehbar, beständig und unverwechselbar machen.

- **Fundamentaler Ansatz:** Unser Investitionsprozess basiert auf einem fundierten makro-ökonomischen Szenario.
- **Aktive, indexunabhängige Verwaltung:** Wir wollen substanziellen Mehrwert generieren – mit einer aktiven Verwaltung, die auf starker Überzeugung beruht.

- **Disziplinierte und transparente Investitionsmethode:** Wir verfolgen einen strikten und transparenten Anlageprozess, der bei jedem Schritt das Risikomanagement einbezieht.
- **Wertorientierte Selektion von Wertschriften:** Wir sind überzeugt, dass Wertpotential das wesentliche Element für langfristige Performance ist.

#### Kontakt

Marc T. Clapasson  
 Head of Business Development  
 SYZ ASSET MANAGEMENT SA  
 Dreikönigstrasse 12  
 CH-8027 Zürich  
 +41 58 799 7719 - Direct  
 +41 79 797 4060 - Mobile  
 marc.clapasson@syzgroup.com

### Threadneedle Portfolio Services Ltd.

Threadneedle ist ein dynamischer internationaler Vermögensverwalter, der es sich zum Ziel gesetzt hat, seinen Kunden exzellente Wertentwicklungen und den besten Service zu bieten. Threadneedle ist eine Tochtergesellschaft von Ameriprise Financial, einem führenden Unternehmen für Finanzplanung mit 110-jähriger Firmengeschichte. Ameriprise Financial verwaltet ein Vermögen von über 600 Milliarden USD (Stand: 28.05.2010).

Gegründet im Jahr 1994 verwaltet Threadneedle derzeit über 106,8 Mrd. USD (Stand: 30.03.2011) für eine Vielzahl unterschiedlicher Kunden wie Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften, Privatanleger, Unternehmen, Dachfonds sowie mit der Unternehmensgruppe verbundene Gesellschaften. Unsere Fondspalette deckt alle Anlageklassen von Anleihen über Aktien bis hin zu High Alpha-Produkten wie Hedgefonds und UCITS III-Fonds sowie Rohstoffe und Immobilien ab.

# RECHT

**Von Frank Dornseifer**

Geschäftsführer Recht und Policy beim BAI



## Update zur AIFM-Richtlinie

Bereits mit Mitgliederschreiben vom 1. Juli 2011 hatte die BAI-Geschäftsstelle darauf hingewiesen, dass die AIFM-Richtlinie (Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010) am 1. Juli 2011 im Europäischen Amtsblatt veröffentlicht worden ist.

Der finale Richtlinientext ist auf der BAI-Homepage unter der Rubrik Info Center/Rechtliche Rahmenbedingungen bzw. über den nachfolgenden Link abrufbar:

<http://www.bvai.de/Rechtliche-Rahmenbedingungen.21.0.html>

Bitte beachten Sie, dass die Richtlinie 20 Tage nach der Veröffentlichung, also am 21. Juli 2011, in Kraft tritt und damit die zweijährige Umsetzungsfrist für die Mitgliedstaaten zu laufen beginnt.

Im letzten Newsletter hatten wir auf die noch ausstehende formale Billigung der AIFM-Richtlinie durch den EU-Rat hingewiesen, die - nach nochmaliger Verschiebung - nunmehr am 27. Mai 2011 erfolgte, nachdem die inhaltliche und sprachliche Prüfung der vorgelegten Entwürfe der verschiedenen Sprachfassungen, in die der BAI einbezogen war, abgeschlossen worden war.

Mehrfach hatte die BAI-Geschäftsstelle auch über die zahlreichen Ermächtigungsgrundlagen (knapp 100) in der AIFM-Richtlinie an die EU-Kommission, Durchführungsbestimmungen zu Regelungen der Richtlinie zu erlassen, berichtet. Auf Grundlage des in diesem Zusammenhang von der EU-Kommission an CESR bzw. ESMA erteilten Mandats, Vorschläge für die entsprechenden Durchführungsbestimmungen (mit Ausnahme der Drittstaatenregelungen) zu unterbreiten, hat ESMA zwischenzeitlich

Vorschläge ausgearbeitet, die bis Mitte Juli 2011 zur Konsultation gestellt werden sollen. Nach derzeitigem Stand wird das Konsultationsdokument ca. 400 Seiten umfassen und die Konsultationsfrist soll zwei Monate betragen. Die Geschäftsstelle wird die Mitglieder unverzüglich über den Start der Konsultation unterrichten und hierzu eine Verbandsstellungnahme unter Mitwirkung der entsprechenden BAI-Arbeitsgruppe erarbeiten.

Nunmehr stellt sich der weitere Zeitplan im Hinblick auf die AIFM-Richtlinie wie folgt dar:

- 1. Juli 2011: Veröffentlichung der AIFM-Richtlinie im Europäischen Amtsblatt
- 21. Juli 2011: Inkrafttreten der AIFM-Richtlinie
- Mitte Juli bis Mitte September 2011: Konsultation der ESMA-Vorschläge für Durchführungsbestimmungen zur AIFM-Richtlinie
- November 2011: Vorlage der ESMA-Vorschläge für Durchführungsbestimmungen an die EU-Kommission (Ausnahme Drittstaatenregelungen)
- bis 21. Juli 2013: Umsetzung der AIFM-Richtlinie in nationales Recht (Ausnahme Drittstaatenregelungen)
- 2015: Vorlage ESMA-Vorschläge für Durchführungsbestimmungen zu Drittstaatenregelungen
- 2015: Inkrafttreten Drittstaatenregelungen (EU-Kommission erlässt nachfolgend zu ESMA-Vorschlägen entsprechende Durchführungsbestimmungen)
- 2018: Evaluierung Drittstaatenregelungen durch ESMA und Vorlage an die EU-Kommission

# KURZMITTEILUNGEN

## National

### **1. Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW IV-Umsetzungsgesetz – OGAW-IV-UmsG) in Kraft getreten**

Nachdem das OGAW-IV-UmsG am 25. Juni 2011 im Bundesgesetzblatt (BGBl. I S. 1126) veröffentlicht worden ist, ist es am 1. Juli 2011 in Deutschland in Kraft getreten. In den vorausgegangenen Newslettern hatten wir bereits über die wesentliche Inhalte des Gesetzes berichtet.

Insbesondere mit Blick auf die Änderungen zu den Prospekt- und Vertriebsvorschriften dürfen wir an dieser Stelle nochmals auf die BaFin-Verwaltungspraxis zur Anwendung dieser Vorschriften auf die Privatplatzierung bei ausländischen Single-Hedgefonds hinweisen, da es auch hier zu Änderungen durch das OGAW-IV-UmsG kommt, zumindest dann, wenn der ausländische Hedgefonds nicht mit einem Spezial-Sondervermögen nach § 2 Abs. 3 InvG vergleichbar ist.

Gem. der Verwaltungspraxis der BaFin ist in diesen Fällen zunächst der Anwendungsbereich der vertriebsregulierenden Vorschriften nicht auf § 121 Abs. 3 InvG beschränkt, da §1 Satz 1 Nr. 3 InvG den Anwendungsbereich des InvG grundsätzlich ohne weitere Einschränkung in Bezug auf den beabsichtigten und tatsächlichen Vertrieb von Anteilen an ausländischen Single-Hedgefonds eröffnet. Dabei sind insbesondere die Vorschriften der §§ 121 Abs. 1, 123 und 125-127 InvG zu beachten. Systematisch und teleologisch gibt es zwar gewisse Bedenken gegen diesen Ansatz, der Gesetzgeber war jedoch im Zuge der jüngsten Novellierung des InvG durch das OGAW-IV-UmsG nicht bereit, hier eine Klarstellung dahingehend vorzunehmen, ob und in welchem Umfang diese Vorschriften anzuwenden sind, so dass die BaFin-Verwaltungspraxis bis auf weiteres weiterhin Bestand hat.

Die Pflicht, Anleger durch zweiseitige wesentliche Anlegerinformationen kurz und leicht verständlich über die

Hauptmerkmale der Investmentfonds zu informieren, bzw. diese Information dem Anleger gem. § 121 Abs. 1 InvG zur Verfügung zu stellen, gilt demnach auch für die Privatplatzierung ausländischer Single-Hedgefonds. Allerdings dürfte – wie schon für das Verkaufsprospekt nach § 117 InvG – keine 1:1 Vergleichbarkeit der wesentlichen Anlegerinformationen mit dem deutschen Pendant nach § 42 Abs. 2b InvG erforderlich sein.

Bitte beachten Sie, dass die vorgenannten Grundsätze zu den wesentlichen Anlegerinformationen dann keine Anwendung finden, wenn der ausländische Hedgefonds mit einem Spezial-Sondervermögen nach § 2 Abs. 3 InvG vergleichbar ist. Voraussetzung hierfür ist, dass die Anteile aufgrund schriftlicher Vereinbarung mit der ausländischen Verwaltungsgesellschaft ausschließlich von Anlegern, die nicht natürliche Personen sind, gehalten werden.

### **2. BaFin-Konsultation zum Entwurf der Verordnung zur Konkretisierung der in § 28 Absatz 3 des Investmentgesetzes vorgesehenen Entschädigungsverfahren**

Die BaFin hat bis zum 24. Mai 2011 den Entwurf einer Verordnung konsultiert, der zum einen den Entwurf der Anteilwertfehler- und Anlagegrenzverletzungsverordnung (AntAnVerIV), zum anderen Änderungen in der Investment-Prüfungsberichtsverordnung sowie der Investment-Rechnungslegungs- und Bewertungsverordnung beinhaltet.

Die Anteilwertfehler- und Anlagegrenzverletzungsverordnung dient der Konkretisierung des Entschädigungsverfahrens, das die Kapitalanlagegesellschaft im Falle einer fehlerhaften Berechnung von Anteilwerten sowie im Falle einer Verletzung von Anlagegrenzen vorzusehen hat. Die AntAnVerIV sieht sowohl bei einer festgestellten fehlerhaften Berechnung des Anteilwertes als auch bei einer festgestellten Verletzung von Anlagegrenzen Informationspflichten gegenüber den Aufsichtsbehörden und den Anlegern vor. Zu den weiteren Maßnahmen, die in diesen Fällen von der Kapitalanlagegesellschaft zu treffen sind, gehören die Aufstellung und Einreichung eines Entschädigungsplans durch die Kapitalanlagegesellschaft bei der Bundesanstalt und die Durchführung eines Entschädigungsverfahrens durch Leistung einer

Ausgleichszahlung in das Sondervermögen oder an ausgeschiedene Anleger. Durch diese Maßnahmen soll eine einheitliche Entschädigung der Anleger im Falle einer fehlerhaften Anteilwertberechnung sowie bei einer Anlagegrenzverletzung sichergestellt werden.

Des Weiteren beinhaltet die geplante Verordnung Änderungen der Investment-Prüfungsberichtsverordnung und der Investment-Rechnungslegungs- und Bewertungsverordnung, die durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz sowie das OGAW-IV-Umsetzungsgesetz erforderlich geworden sind.

Die Verordnungsentwürfe finden Sie auf der BaFin-Homepage unter nachfolgendem Link:

<http://tinyurl.com/67c8hvg> \*

### **3. BaFin Konsultation des Entwurfs des geänderten Merkblatts zum öffentlichen Vertrieb von EU-Investmentanteilen in der Bundesrepublik Deutschland**

Bereits mit Mitgliederrundschreiben vom 7. Juni 2011 hatte die BAI-Geschäftsstelle über den Entwurf des geänderten Merkblattes zum öffentlichen Vertrieb von EU-Investmentanteilen in der Bundesrepublik Deutschland berichtet. Die Änderungen des Merkblattes dienen im Wesentlichen der Anpassung an die zum 1. Juli 2011 in Kraft tretenden Änderungen des Investmentgesetzes durch das Gesetz zur Umsetzung der OGAW IV-Richtlinie. Das Merkblatt erläutert das Verfahren zur Anzeige der Absicht des öffentlichen Vertriebes von EU-Investmentanteilen, die Anforderungen, die beim öffentlichen Vertrieb zu beachten sind, das Verfahren zur Abgabe von Änderungsmitteilungen sowie zur Beendigung des öffentlichen Vertriebes von EU-Investmentanteilen.

Der Text des zur Konsultation gestellten Merkblattes ist unter nachfolgendem Link über die BaFin-Homepage abrufbar:

<http://tinyurl.com/67cwfqv>

---

\* Um die Links in diesem Artikel komprimierter darzustellen, haben wir erstmals das Angebot von [www.tinyurl.com](http://www.tinyurl.com) in Anspruch genommen. Wir freuen uns über Ihr Feedback dazu.

### **4. BaFin-Konsultation Entwurf der Verordnung zum elektronischen Anzeigeverfahren für richtlinienkonforme inländische Investmentvermögen nach dem Investmentgesetz (EAIInvV)**

Ebenfalls im Kontext des OGAW-IV-UmsG steht der Entwurf einer Verordnung zum elektronischen Anzeigeverfahren für richtlinienkonforme inländische Investmentvermögen nach dem Investmentgesetz.

§ 128 InvG setzt teilweise das durch die OGAW IV-RL modifizierte grenzüberschreitende Anzeigeverfahren für richtlinienkonforme Investmentvermögen um. Beabsichtigt danach eine Gesellschaft, Anteile an einem richtlinienkonformen inländischen Investmentvermögen in einem anderen EU/EWR-Staat zu vertreiben, hat sie der Bundesanstalt eine Vertriebsanzeige über deren Melde- und Veröffentlichungssystem zu übermitteln (§ 128 Absatz 1 und 5 InvG). Durch die Verordnung sollen insbesondere Regelungen über die zu übermittelnden Formate und Bezeichnung der Dateien hinsichtlich des zulässigen Übertragungsweges über das Melde- und Veröffentlichungssystem der Bundesanstalt geschaffen werden.

Der Verordnungsentwurf nebst Begründung ist unter nachfolgendem Link über die BaFin-Homepage abrufbar:

<http://tinyurl.com/65soq7y>

## **5. BaFin veröffentlicht neue Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, MaComp**

Bereits im letzten Newsletter haben wir über die Konsultation des Entwurfs zur Überarbeitung der Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (MaComp) berichtet. Nach Abschluss der Konsultation hat die BaFin nunmehr am 14. Juni 2011 die neugefassten Mindestanforderungen veröffentlicht. Diese sind unter nachfolgendem Link auf der BaFin-Homepage abrufbar:

<http://tinyurl.com/6ah7v3n>

## **6. Neues BaFin-Kapitalanlagerundschreiben für Versicherungen in Kraft getreten**

Für Versicherungsunternehmen gilt seit dem 1. Juni 2011 das neue Kapitalanlagerundschreiben (Rundschreiben 4/20011 (VA)). Dies ersetzt das Rundschreiben 15/2005 (VA). Den Text des Rundschreibens finden Sie auf der BaFin-Homepage unter nachfolgendem Link:

<http://tinyurl.com/6x65f8p>

Über den Entwurf des neuen Rundschreibens, seine Inhalte und das Konsultationsverfahren, an dem auch der BAI teilgenommen hat, hatten wir Sie fortlaufend unterrichtet. Die Aufhebung des alten Kapitalanlagerundschreibens wurde durch die BaFin-Sammelverfügung vom 15.4.2011, die u.a. eine Anordnung zu den Darlegungspflichten von Versicherungsunternehmen nach der Anlageverordnung enthält, verfügt. In der finalen Fassung des Kapitalanlagerundschreibens wurden BAI-Petiten zum Teil berücksichtigt. Weiterhin enthält das Rundschreiben – wie zuvor der konsultierte Entwurf - diverse Zweifelsfragen, die nach wie vor nicht abschließend geklärt wurden. Hier werden wir die BaFin um Klarstellung bitten. In diesem Zusammenhang dürfen wir Sie auch darüber informieren, dass auf der BAI-Homepage im geschlossenen Bereich unter der Rubrik „Mitgliederpublikationen“ bereits ein erstes Briefing zum neuen Kapitalanlagerundschreiben eingestellt ist.

## **7. BaFin-Konsultation zum Entwurf einer Sammelverfügung: Anordnung betreffend die Anzeige- und Berichtspflichten der Versicherungsunternehmen über ihre Kapitalanlagen**

Im Kontext der Neufassung des Kapitalanlagerundschreibens hat die BaFin auch die Neufassung einer Sammelverfügung zu den Anzeige- und Berichtspflichten der Versicherungsunternehmen über ihre Kapitalanlagen zur Konsultation gestellt. Diese Sammelverfügung soll das Rundschreiben 11/2005 (VA) ersetzen. Insbesondere durch die geänderte Anlageverordnung und das diese konkretisierende Kapitalanlagerundschreiben ergeben sich diverse Änderungen im Hinblick auf die Anzeige- und Berichtspflichten der Versicherungsunternehmen, die nunmehr durch die neue Sammelverfügung umgesetzt werden sollen.

Die Sammelverfügung nebst Anlagen ist unter nachfolgendem Link auf der BaFin-Homepage abrufbar:

<http://tinyurl.com/6dlj4mc>

## **8. Veröffentlichung des BaFin-Jahresberichts für das Jahr 2010**

Am 6. Juni 2011 hat die BaFin den Jahresbericht für das Jahr 2010 veröffentlicht, der umfassende Darstellungen zu den Aktivitäten der BaFin und Informationen zur Branche enthält. Der Jahresbericht ist unter nachfolgendem Link auf der BaFin-Homepage abrufbar:

<http://tinyurl.com/5skcmtd>

## International

### 1. Konsultation der EU-Kommission zur aufsichtlichen Erfassung und Behandlung von Venture Capital Fonds

Bereits mit Mitgliederschreiben vom 15. Juni 2011 hatte die BAI Geschäftsstelle über eine geplante Gesetzgebungsinitiative der EU-Kommission zu Venture Capital berichtet. Bis Ende 2011 beabsichtigt die EU-Kommission einen entsprechenden Gesetzgebungsvorschlag vorzulegen, in dem es um die aufsichtliche Erfassung und Behandlung von Venture Capital Fonds und deren Aktivitäten, insbesondere in Bezug auf kleine und mittlere Unternehmen (KMU) geht. Zur Vorbereitung dieser Gesetzgebungsinitiative hat die EU-Kommission eine Konsultation gestartet, in der u.a. das Verhältnis einer zukünftigen VC-Regulierung zur AIFM-Richtlinie zur Diskussion gestellt wird, basierend auf der Annahme, dass VC-Fonds regelmäßig aufgrund der in der AIFM-Richtlinie vorgesehenen Schwellenwerte nicht in deren Anwendungsbereich fallen werden. Neben dem Lizenzierungsverfahren für EU- und Drittstaaten-Fonds befasst sich die Konsultation darüber hinaus insbesondere mit organisatorischen, Vertriebs- und Transparenzanforderungen sowie Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für KMUs.

Das Konsultationsdokument finden Sie unter nachfolgendem Link:

<http://tinyurl.com/5veplyw>

Zur Koordinierung einer Verbandsstellungnahme in dieser Sache nimmt die Geschäftsstelle Hinweise und Vorschläge bis zum 29. Juli 2011 entgegen.

### 2. ESMA-Diskussionspapier zur AIFM-Richtlinie

Mit Mitgliederschreiben vom 18. April 2011 hatte die BAI-Geschäftsstelle über ein ESMA-Diskussionspapier berichtet, welches diese im Rahmen des von der EU-Kommission erteilten Mandats zur Erarbeitung von Vorschlägen für Durchführungsbestimmungen zur AIFM-Richtlinie zur Konsultation gestellt hat.

Das Diskussionspapier enthält Vorschläge für allgemeine Richtlinien, die ESMA als Grundlage bei der Erarbeitung der Durchführungsbestimmungen dienen sollen. Folgende Bereiche werden in dem Diskussionspapier thematisiert:

- Methodik zur Berechnung der in der Richtlinie niedergelegten Schwellenwerte und Vorgehensweise bei Über- und Unterschreiten der Schwellenwerte; insbes. Berücksichtigung des Einsatzes von Hebelwirkung
- Registrierungsverfahren für AIFM, deren verwaltete AIF unterhalb der in der Richtlinie vorgegebenen Schwellenwerte liegen
- Opt-in-Verfahren für kleine AIFM

Das Diskussionspapier ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

<http://tinyurl.com/5ww3wxx>

#### Kontaktdaten:

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

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

E-mail: [dornseifer@bvai.de](mailto:dornseifer@bvai.de)

# ARE WE PUSHING THE ENVELOPE IN UCITS?

from **Christian Salow**  
**Barry Seeman**

In the aftermath of the 2008 Global Credit Crisis, the demise of Lehman Brothers and the discovery of the Madoff fraud, institutional investors have shifted focus onto UCITS1-regulated investment funds and away from funds domiciled in “lightly-regulated” jurisdictions. This is becoming especially true in relation to hedge fund investments, as investors are moving to UCITS hedge funds, domiciled in Luxembourg or Ireland, from hedge funds domiciled in the Cayman Islands or Bermuda.

With this wave of potential demand, hedge fund managers have been pushing to launch UCITS-compliant versions of their core strategies. Herein lays the problem. Not all hedge fund strategies are well suited for the rigorous requirements of the UCITS framework. These requirements center on aspects of the strategy and the characteristics of the assets being managed. In order to implement a UCITS hedge fund, one must ensure that the strategy and underlying assets meet the liquidity, compliancy, transparency and risk management parameters set forth under the UCITS regime.

For this reason, the growth of UCITS hedge funds have been in “liquid” strategies such as equity long/short, managed futures, and liquid credit/fixed income. Strategies that require a longer liquidity cycle than weekly are typically unsuited for UCITS. However, even these liquid strategies face structural hurdles when being implemented within a UCITS framework. The developers of these funds, whether they are the hedge fund manager or a managed fund platform, must adapt the strategy and portfolio to best fit within the constraints of UCITS.

### The “Spirit” of UCITS

When one thinks of UCITS, and their role in the investment universe, one must think in terms of the some core attributes of the regime, originally designed for easier distribution of investment products to a broad European retail community. On the surface, UCITS funds are meant to embellish these core attributes:



**Christian Salow**  
Natixis

**Barry Seeman**  
Natixis

- the UCITS fund adheres to a high level of liquidity for the investor (daily, weekly or bi-weekly),
- the management of the fund embraces a high level of transparency through a simplified prospectus, daily risk management, daily/weekly/bi-weekly net asset values, audits and monthly overviews,
- the UCITS fund is subject to a high degree of regulation, with an emphasis on risk management, incorporating aspects like independent pricing of eligible assets and risk spreading, and
- the UCITS fund is continuously subject to the regulator’s approval and scrutiny.

Practically speaking, the UCITS construct brings a higher degree of confidence to the end-investor by making the fund less opaque than its Cayman counterparts and more secure by having the assets segregated and held closer to the investor within the fund (not several levels away at a Prime Broker). The “Spirit” speaks to knowing what the underlying assets are and having a higher degree of control over these assets.

### Use of financial products for UCITS construction

Since the majority of UCITS hedge funds fall under a “so-phisticated” UCITS fund application, these types of funds are open to utilize derivative products for both position taking and for implementation of the broader strategy with the UCITS definition.

The marketplace has grown accustomed to the use of financial derivative products for retrofitting non-UCITS compliant positions into an acceptable framework. Table 1 outlines the basic approach to the use of these financial products.

Non-UCITS Compliant Position	Reason from a UCITS standpoint	Financial Derivative Approach to UCITS Compliance
Short-Equity	Fund exposure to delivery risk	Contract for Difference ("CFD") creates a cash settled short
Commodities	Fund exposure to delivery risk both long and short	Ring-fence commodity exposure and deliver through a Total Return Swap ("TRS") avoiding delivery risk
Bank Loans	Non-transferable security	Portfolio of bank loans can be expressed through a Total Return Swap ("TRS") whereby the position falls under the use of derivatives provisions

Table 1: Financial Product use for Non-UCITS Compliant Positions

The use of derivative products in order to adapt positions to a UCITS structure is neither unreasonable nor unaccepted by the marketplace. There are, however, some implementations of UCITS funds where the entire fund is represented by a single derivative product. Certain UCITS hedge funds derive their returns by investing wholly in Total Return Swaps (TRSs), where the assets underlying the strategy are being held by the TRS counterparty ("dealer").

Under this scenario, the strategy is typically defined as a financial index, which is a UCITS eligible asset, and the strategy is traded within a managed account, which is owned by the TRS dealer. The TRS dealer, in turn, pays the returns of the strategy to the UCITS fund. And for these returns, the UCITS fund pays the TRS dealer for financing the positions within the account. Diagram 1 displays this structure.

This total portfolio TRS approach to a UCITS fund begs the question: is this structure within the spirit of the UCITS construct?

There are several fundamental issues with this approach. First, the total portfolio assets are no longer in custody of the fund, but are really being held by the TRS dealer. This should be a problem with many Institutional Investors who have embraced UCITS for its stronger notion of custody of assets.

Second, because the assets of the strategy are being held by the TRS dealer, the strategy now embodies a lower level of transparency. Even though the UCITS fund must demonstrate a high degree of risk management which includes valuation of the underlying assets, it is unclear that the management of the fund will have sufficient information on a "see-through" basis to conduct proper risk management.

Third, and along the same line of reasoning, the valuation of the TRS may be out of the hands of the fund administrator. Under the terms of the typical TRS, the TRS dealer acts as the Calculation Agent to the swap. The TRS dealer determines the value of the underlying assets, the total return of the strategy associated with the assets and the financing costs paid by the fund. Does this create the potential for mis-marks on assets which may remain unseen by the manager of the UCITS?

Lastly, the UCITS fund has fundamentally changed the structural nature of strategy by transitioning portfolio holdings into a TRS. In essence, the fund has swapped any liquidity and custody in the portfolio assets for the credit risk and performance of the TRS dealing bank. Furthermore, even though the TRS position is less advantageous to holding the assets directly, the fund has to pay a financing expense for a potentially worse position.

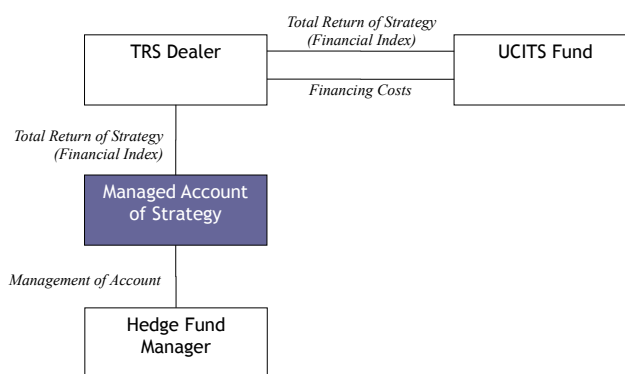


Diagram 1: Total Return Swap used for UCITS implementation

The collapse of Lehman Brothers wreaked havoc upon the hedge fund community because of the large number of funds that prime brokered with Lehman and subsequently lost access to their assets. Any OTC derivative product

carries similar risk of default on the part of the dealer. Centralized clearing and margin agreements do not remove the risk that a counterparty may go into default and the underlying assets to the TRS are tied up in bankruptcy liquidation.

With the rise of UCITS hedge fund launches, investors need to become aware of the design criteria of the funds and the risks associated with their design. Even though UCITS requires a high degree of risk management, coupled with a level of transparency to the assets of the fund, a key aspect of due diligence of the fund would be to analyze the use of financial derivative products, the scope of their use and the quality of the providers of these instruments.

Institutional investors must have a level of comfort that surpasses the notion that a UCITS compliant fund resolves their fears of structural weaknesses in typical hedge funds. A deeper knowledge and understanding will only come with critical due diligence and analysis of these funds.



**Contacts:**

Natixis Zweigniederlassung Deutschland  
Im Trutz Frankfurt 55  
60322 Frankfurt am Main | Germany

T. +49 69 97153 333

Christian Salow  
Marketing Alternative Investments  
Natixis Zweigniederlassung Deutschland  
[christian.salow@de.natixis.com](mailto:christian.salow@de.natixis.com)

Barry Seeman  
Managing Director  
Natixis Alternative Investments US, Inc.  
[barry.seeman@natixis-ai.com](mailto:barry.seeman@natixis-ai.com)

# MEET THE NEIGHBORS: INTEGRATING HEDGE FUNDS INTO AN ASSET ALLOCATION FRAMEWORK

from **Vincent Couson**  
**Wolfgang Batt**

UBS Global Asset Management

## Introduction

Asset allocation is a bit like inviting people to a dinner party. You have to try to find the right mix and ideally the people should have different backgrounds – that reduces the risk of boring discussions. Also, you can not fully rely on past experience – it’s an indication, but no guarantee that the same crowd will make a good party again. Similar mechanisms work when you construct a portfolio. Diversification, i.e. mixing different asset classes, is in general a good thing. It should make you less vulnerable to single events and should therefore stabilize your portfolio value. But there is no guarantee that asset mixes that worked in the past, will also work in the future. Correlation is an unreliable friend, as we learned, especially in difficult times.

Asset allocation is therefore more an art than an exact science. It’s in fact already difficult to find the right mix between equities and bonds. When it comes to hedge funds, many asset allocators find it even more difficult. Stretching the above metaphor a bit further, hedge funds are a bit like your new neighbors: You know that you should invite them to your party, but you find it hard to judge how they will fit in.

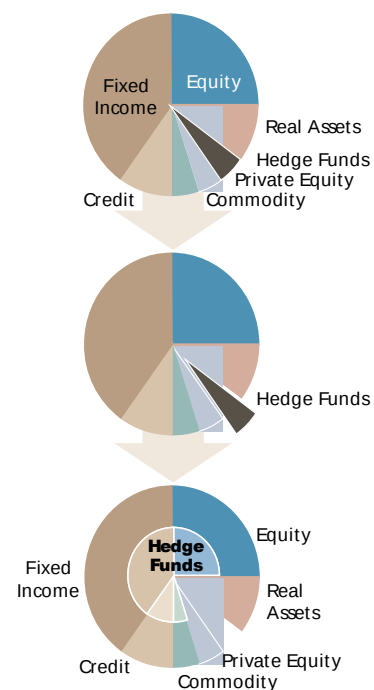
In practice, many asset allocators therefore treat hedge funds as a separate asset class with a separate risk budget and typically allocate a relatively small part of their allocation to it. In our experience this approach is often chosen, not because allocators are particularly convinced about it, but because “everyone” does it this way (including most regulators) or because they lack a better alternative concept. However, just to have no better alternative does not necessarily mean that treating hedge funds as a separate asset class is appropriate. In our view there are some straightforward considerations that lead to a potentially better approach. In essence



**Vincent Couson**  
UBS Global Asset  
Management

**Wolfgang Batt**  
UBS Global Asset  
Management

hedge funds should not be viewed as a separate asset class, but as an actively managed part of “traditional” asset classes, such as equities, fixed income, credit and commodities.



*Exhibit 1: Looking at hedge funds not as a separate asset class, but as actively managed part of other (mainly liquid) asset classes*

In the next few pages we want to lay out a simple and practical asset allocation concept incorporating traditional assets and hedge funds. We will provide an allocation grid and examples how to use it for strategic as well as tactical asset allocation decisions.

### Dimensions of asset allocation

There are two generic dimensions to asset allocation. The most obvious one relates to the allocation split between different asset classes such as equity, fixed income, credit or commodities. The decision can be extended to include regions, sectors and currencies as well as other classifications. Such a split allows steering the portfolio's overall characteristic as each asset class has its unique return drivers. The second dimension is often introduced in the context of risk budgeting. It defines how much of the risk should come from market exposure and how much from active decisions. Or to use financial terminology, it sets the allocation between Beta risk and alpha risk exposure.

Our goal is to align hedge funds along these two dimensions and thus integrate them into a practical asset allocation concept. At first glance this might seem easy. Hedge funds invest across all types of asset classes and have a high amount of alpha risk. They can easily be fitted into an asset allocation grid as shown in Exhibit 2. It is not so easy at second glance. The challenge is that the hedge fund universe is very heterogeneous. We need to be more granular and look at single hedge fund types or strategies. But even single hedge fund strategies can invest across different asset classes or be exposed to alpha as well as beta risk, making a classification less straightforward.

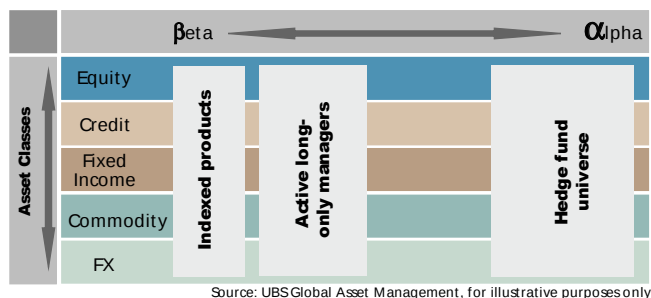


Exhibit 2

### Developing an asset allocation grid

To help us with the classification, we apply a statistical trick. For each hedge fund strategy or hedge fund product we ask how the best replicating portfolio would look like if we could only invest in traditional asset classes and in a hypothetical alpha risk portfolio. Exhibit 3 shows the composition of the replicating portfolios for three different hedge fund strategies. The replicating portfolio for the equity hedge strategy is – not surprisingly – dominated by equity exposure (exposures to developed equity, emerging markets and company size). It also includes small weights to commodity and currency, and has a 20% allocation to “pure” alpha. The replicating portfolio is derived from a statistical factor model based on empirical data from 2000-2010. For more information, please see “Further Reading”.

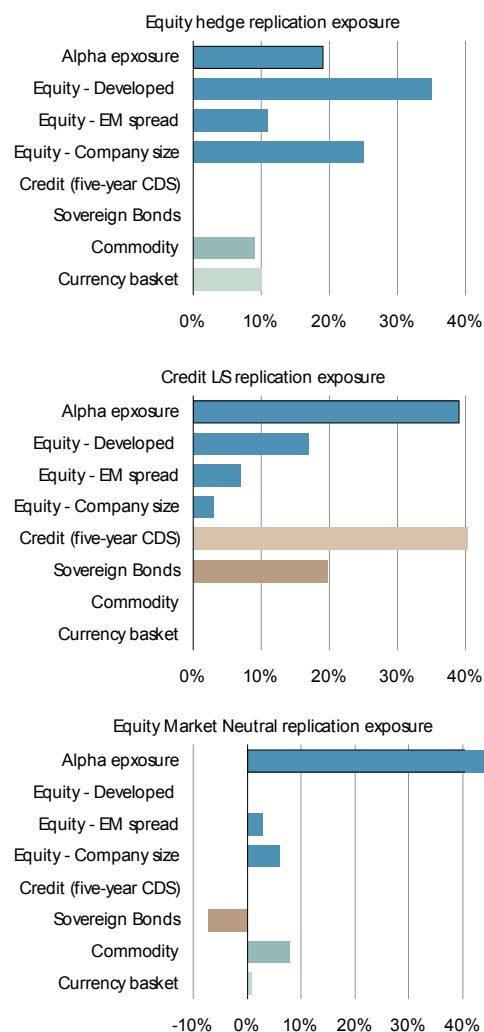


Exhibit 3: Composition of different replicating portfolios

The composition of the replicating portfolio for credit long / short and Equity market neutral strategies is very different, with the latter being almost exclusively exposed to alpha.

Armed with this statistically derived information we can be more granular when aligning hedge funds along the asset class and alpha-beta dimension. The result is a much more detailed asset allocation grid as shown in Exhibit 4. Hereafter we use this grid to show how hedge funds can be incorporated in typical asset allocation decisions.

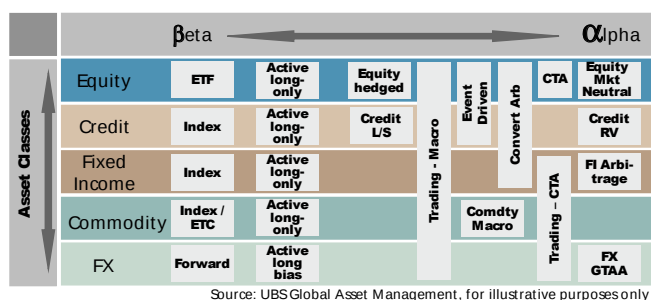


Exhibit 4

### Using the asset allocation grid – practical examples

Example 1: Risk budgeting or setting a strategic asset allocation

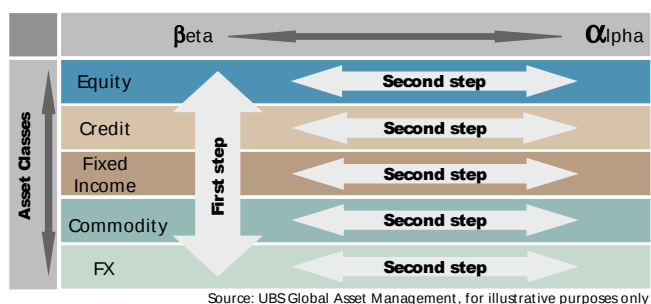


Exhibit 5

The asset allocation grid suggests a new two-step approach when designing a portfolio and deciding on a strategic asset allocation. The first step of this new approach consists of allocating between (traditional) asset classes using established methods such as risk-re-

turn projections and scenario analysis as well as client expectation and constraints. Because hedge funds are no longer considered a separate asset class, they are not allocated an individual risk budget initially. Only allocating to traditional asset classes at this stage allows defining what generic risk drivers will affect the portfolio in the long term.

The second step addresses the alpha-beta dimension. Here the question becomes: “How do we want to be exposed to each asset class?” Or in other words, how do we want to be exposed to the risks driving the performance of each asset class? To what degree do we intend to take passive beta risk versus active alpha risk? To give an example, we assume that the first step resulted in a 20% allocation to equities. As part of the second step, we decide to split this 20% allocation and invest 5% in a purely passive way, 10% through traditional long only or 130/30 mandates, and the remaining 5% allocation to high-alpha risk exposure. Hence we can invest 5% into hedge fund strategies such as equity hedged, trading, event driven or equity market neutral. Just as a reminder, these are all hedge fund strategies that are exposed to equity risk drivers in one way or another and are thus aligned with the decision made in step one.

For our purpose we have focused on liquid asset classes. For the purpose of asset allocation, we consider hedge funds to be liquid as long as they provide at least quarterly liquidity. Real estate, infrastructure and private equity can be integrated into this framework by introducing a third dimension – liquidity. For additional information please see “Further Reading”.

Example 2: Negative equity outlook or risk-reducing trades

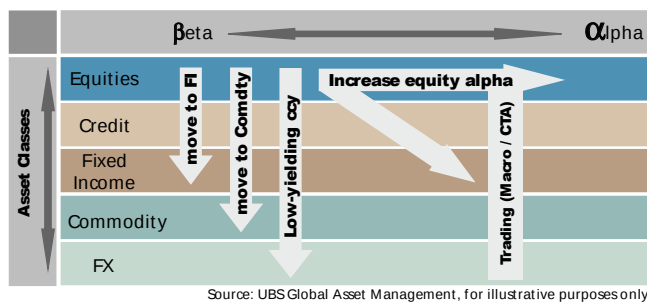


Exhibit 6

High equity valuations, fading growth expectations at the end of a business cycle, events triggering an increase in risk aversion, or supply shocks are all reasons for wanting to tactically reduce equity exposure and risk in general. Within the asset allocation grid, this can be implemented by either moving vertically out of equity into other asset classes or horizontally away from beta to alpha exposure. A vertical move out of equity will predominantly flow into fixed income especially if valuations and growth concerns are at its origin. Yet if this move is triggered by a spike in risk aversion or a supply shock, allocations to commodity and anti-carry currencies offer interesting tactical possibilities. Anti-carry currencies are low-yielding, “safe heaven” currencies which tend to appreciate during times of heightened global uncertainties. A horizontal move toward alpha risk makes most sense if tactical changes are expected to have a mid- or longer-term horizon simply due to the liquidity aspect of hedge fund products. A horizontal move must not restrain itself to equity-based hedge fund strategies. Other hedge fund strategies can be considered. Systematic trading strategies (CTAs) for example can be very useful to diversify equity risk.

Example 3: Rising interest-rate outlook

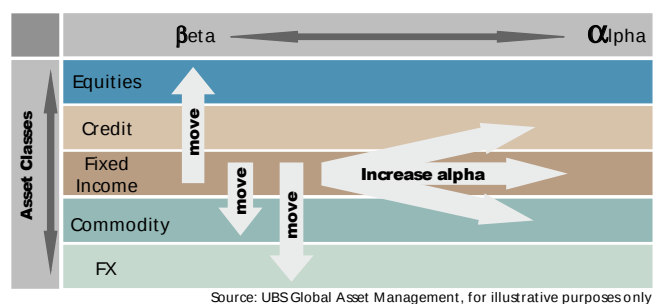


Exhibit 7

A booming economy and inflation pressure can underpin rising interest-rate expectations and the desire to move out of fixed income and long credit positions. Translating this situation into the asset allocation grid, we can again consider the merit of vertical and horizontal adjustments. Commodity prices should profit from a booming economy, and increasing interest-rate differences between countries can create opportunities in the FX space. If investors’ liquidity needs permit, real

assets such as infrastructure or real estate can be considered. While rising interest rates do not support equity prices in general, moving into selected equity sectors such as consumer staples, telecoms or technology offers another vertical possibility.

Horizontal moves open up new doors to address a scenario of rising interest rates. A switch to credit and fixed income-related hedge fund strategies can be complemented with more market neutral equity strategies or active commodity products. The asset allocation grid offers a new approach to think about ways to implement tactical views.

### Conclusion

As initially stated, our goal was to provide a straightforward, simple and practicable asset allocation concept embracing hedge funds. We therefore introduced a two-dimensional asset allocation grid and gave examples of potentially beneficial horizontal and vertical shifts. This approach gives investors more options to express not only their strategic, but also their tactical views (like in the examples of falling equity markets or rising interest rates).

The key difference to the models we typically see in practice is that hedge funds are not treated as a separate asset class with a separate risk budget. Instead, different hedge fund strategies are seen as actively managed risk exposure within the traditional asset classes they best fit into. Clearly this is not an exact science, but looking at the explaining factors of a replicating portfolio gives a fairly useful idea how to classify the different hedge fund strategies.

Once this exercise has been completed and the asset allocation grid finalized, the strategic and tactical changes become increasingly clear. Under most scenarios, both vertical and horizontal moves will be viable options. Ultimately this should lead to a better asset mix. It’s like getting to know the new neighbors before you send out the dinner invitations.



**Authors:**

Vincent Couson, CFA, CAIA  
Head of Strategic Alternative Solutions  
Global Investment Solutions  
UBS Global Asset Management  
vincent.couson@ubs.com

Wolfgang Batt, MBA  
Hedge funds Product Specialist  
Alternative and Quantitative Investments  
UBS Global Asset Management  
wolfgang.batt@ubs.com

**Further reading:**

To request the following publications, please contact  
vincent.couson@ubs.com.

Adding private equity to a portfolio – Understanding liquidity risk implications and how they affect the choice of a target allocation, Vincent Couson, UBS Global Asset Management white paper, 2010

Hedge fund risk modelling – Linking hedge funds to traditional asset risk, Vincent Couson and Sa Lu, UBS Global Asset Management white paper, 2010

# DAS RENDITE-RISIKO PROFIL VON INFRASTRUKTURINVESTITIONEN – ZUR ABGRENZUNG ZWISCHEN INFRASTRUKTUR UND PRIVATE EQUITY

**von Prof. Oliver Gottschalg  
Dr. Bernd Kreuter**

Die Anlageklasse Infrastruktur erfreut sich zunehmender Popularität. Investoren versprechen sich von Investitionen in Infrastruktur langfristige stabile Erträge, laufende Ausschüttungen, ein niedriges Risiko sowie günstige Diversifikationseigenschaften. Da die Anlageklasse Infrastruktur noch vergleichsweise jung ist, ist allerdings noch kaum getestet, wie realistisch diese Erwartungen sind. Unser Ziel ist es, etwas Licht auf diese Fragestellungen zu werfen.

Die Abgrenzung zwischen Infrastruktur und Private Equity ist nicht ganz eindeutig, und die Übergänge sind fließend. So gibt es mehrere Investments, die ursprünglich von Private Equity Fondsmanagern getätigt wurden, anschließend von Infrastrukturinvestoren übernommen wurden (wie z.B. Tank und Rast sowie Techem).

Inhaltlich zeichnen sich Infrastrukturinvestitionen aus durch:

- Spezifische infrastrukturnahe Sektoren (Transport, Energie, Versorgung, Telekommunikation, Sozialer Sektor)
- Monopolartige Strukturen
- Regulierte Umsätze, häufig mit Inflationskopplung
- Hohen Kapitalbedarf bei Entwicklungsprojekten, bei laufenden Projekten jedoch nur moderate Instandhaltungsinvestitionen

Unter reiner Betrachtung der Finanzkennzahlen lassen sich die folgenden Kriterien zur Abgrenzung zwischen Infrastruktur und Private Equity nennen, auch wenn sie nicht trennscharf sind:

Bei Infrastrukturtransaktionen

- gibt es höhere EBITDA-Margen
- wird ein höherer Fremdfinanzierungsgrad gewählt
- gibt es niedrigere Zielrenditen
- werden höhere Preise (EBITDA-Multiples) bezahlt
- ist das Ausfallrisiko niedriger

als bei Private Equity Transaktionen.



**Prof. Oliver Gottschalg**



**Dr. Bernd Kreuter**

Die Nähe von Private Equity zu Infrastruktur bietet auf der anderen Seite die Möglichkeit, ausgehend von Private Equity Transaktionen Rückschlüsse auf Infrastrukturinvestitionen zu ziehen. In der vorliegenden Untersuchung gehen wir wie folgt vor: Zunächst definieren wir eine Datenbasis von Private Equity Transaktionen. Anschließend versuchen wir daraus jene zu identifizieren, die Infrastrukturcharakter haben, was anhand der EBITDA-Margen und des Fremdfinanzierungsgrades erfolgt. In beiden Fällen wird deutlich, dass es eine Klasse von Transaktionen mit einem besonders interessanten Risiko-Renditeprofil gibt, die mit hohen EBITDA-Margen und einem mittleren bis höherem Fremdfinanzierungsgrad charakterisiert werden kann. Dies kann in der gemeinsamen Betrachtung der beiden Parameter EBITDA-Margen und Fremdfinanzierungsgrad bestätigt werden.

## Datenbasis

Die Datenbasis stammt aus der HEC Buyout Datenbank, einer proprietären Datenbank mit detaillierten Informationen von über 10.000 anonymisierten Buyouttransaktionen, die zumeist aus Platzierungsprospekten (PPMs) stammen. Diese enthält 7648 realisierte Buyouttransaktionen, die zwischen 1988 und 2007 eingegangen wurden. Aus diesen Transaktionen wurden nur jene in das hier untersuchte Sample mit aufgenommen, für die alle notwendigen Informationen über Umsätze, EBITDA und Kapitalstrukturen jeweils zur Zeit der

Investitionen und des Exits zur Verfügung stehen. Wir haben diejenigen Transaktionen ausgeschlossen, für die unsere Formeln keine sinnvollen Resultate ergeben, wie beispielsweise jene mit einem negativen EBITDA oder einer Gesamtpformance nahe Null. In Summe sind die 305 Transaktionen ein repräsentatives Untensample der insgesamt 7648 realisierten Investitionen in der Datenbank.<sup>1</sup>

### Rendite-Risikoprofil in Abhängigkeit von EBITDA-Margen

Die hohen EBITDA-Margen entstehen bei Infrastrukturinvestitionen dadurch, dass typischerweise hohe Anfangsinvestitionen notwendig sind, die dann stabile Umsätze bei niedrigen laufenden Kosten beinhalten, wie dies z.B. bei Mautstraßen, Wind- und Solarparks sowie Telekommunikationsnetzen der Fall ist. Diese Eigenschaft teilt Infrastruktur mit Immobilien.

Nun wäre es zu vermuten, dass Investitionen in Firmen und Projekte mit hohen EBITDA-Margen niedrige Renditen erwirtschaften, da sie vergleichsweise risikoarm sind oder mit anderen Worten es wäre zu vermuten, dass umgekehrt Investitionen mit niedrigen Margen eine höhere Risikoprämie erfordern.

Die folgende Abbildung zeigt, dass das Gegenteil der Fall ist.

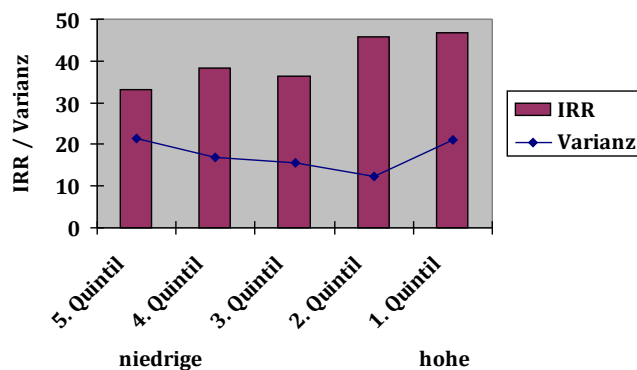


Abbildung 1: IRR in Abhängigkeit von der EBITDA-Marge

Aus Abbildung 1 wird deutlich, dass Transaktionen mit sehr hohen EBITDA-Margen (d.h. im 1. Quintil der Gesamtheit) im Durchschnitt eine um 13% höhere Rendite als diejenigen mit sehr niedrigen EBITDA-Margen (5. Quintil) haben und dies bei etwa identischem Risiko (gemessen an der Varianz). Die Transaktionen im 2. Quintil sind aus Rendite-Risikogesichtspunkten besonders interessant: Sie haben die niedrigste Varianz und gleichzeitig fast so hohe Renditen wie die im 1. Quintil.

### Fremdfinanzierungsgrad

Zunächst bedeutet ein höherer Fremdfinanzierungsgrad aufgrund der Hebelwirkung nur ein höheres Risiko für das Eigenkapital. Gleichzeitig ist die Höhe des Fremdfinanzierungsgrades ein Indikator für das Risiko des Geschäftsmodells, denn aus Sicht der Fremdkapitalgeber ist das Fremdkapital die Refinanzierung eines Cash-Flows (und zusätzlichen Sicherheiten). Als Kompensation für das Risiko erhält der Fremdkapitalgeber einen Finanzierungsspread über einem Referenzzins. Die Entwicklung der Spreads hat über die Zeit meist zwischen 2 und 5 Prozent geschwankt, jedoch liegen und lagen die geforderten Spreads zu einem gegebenen Zeitpunkt meist recht dicht zusammen, d.h. sie waren weitgehend unabhängig von der Transaktion. Eine weitaus größere Bandbreite gibt es hinsichtlich des Fremdfinanzierungsgrades, der daher der eigentliche Indikator für das Risiko einer Transaktion ist. Es ist klar, dass das Risiko für den Fremdkapitalgeber bei einem identischen Spread bei einer Fremdkapitalquote von 60% deutlich niedriger ist als das Risiko bei einer Fremdkapitalquote von 80%, das einem Eigenkapitalpuffer von „nur“ 20 Prozent entspricht.

<sup>1</sup> Dabei ist es wichtig zu beachten, dass das Sample tendenziell nicht die „durchschnittlichen“, sondern die erfolgreicheren Transaktionen und Private Equity Fonds berücksichtigt. Zum einen ist die Datenbank aus PPMs entstanden und nur die erfolgreicherer Fondsmanager werden überhaupt versuchen, einen neuen Fonds aufzusetzen, so dass die Track Records der weniger erfolgreichen Fondsmanager gar nicht erst in PPMs auftauchen werden. Zum anderen berücksichtigen wir nur die realisierten Transaktionen, die meist höhere IRRs haben als die unrealisierten, welche häufig längere Haltedauern und niedrigere IRRs haben. Daher ist die durchschnittliche Bruttoperformance unserer 305 Transaktionen in Höhe von 44% viel höher als diejenige eines durchschnittlichen Private Equity Fonds. Eine Analyse der durchschnittlichen Performance von Private Equity Fonds findet sich unter [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=473221](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=473221).

Daher lässt sich festhalten, dass die Höhe des Fremdfinanzierungsgrades ein direktes (inverses) Maß für die Variabilität der Cash-Flows ist; mit anderen Worten, ein hoher Fremdfinanzierungsgrad lässt auf stabile Cash-Flows schließen. Das Umgekehrte muss nicht zutreffen, denn manche Fonds verwenden bewusst weniger Fremdkapital, als die Kreditmärkte zulassen würden, sei es um flexibler zu sein, sei es um das Gesamtrisiko einer Transaktion in Maßen zu halten.

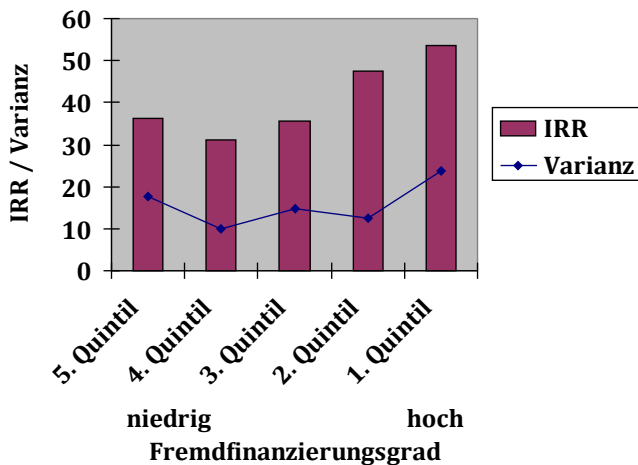


Abbildung 2: Rendite-Risikoprofil in Abhängigkeit vom Fremdfinanzierungsgrad

Abbildung 2 zeigt, dass Transaktionen mit einem hohen Fremdfinanzierungsgrad eine um über 15% höhere Rendite haben als solche mit einem niedrigen Fremdfinanzierungsgrad. Dies ist aufgrund des Hebeleffektes zu erwarten. Erstaunlich ist jedoch, dass das Risiko nicht gleichermaßen steigt, sondern im 1. und 5. Quintil etwa vergleichbar ist. Da die Ausfallwahrscheinlichkeit der Kredite und das Risiko eng zusammen hängen, zeigt dies, dass die oben getroffene Annahme korrekt ist, d.h. die Kreditausfallwahrscheinlichkeit steigt nicht unbedingt mit dem Fremdfinanzierungsgrad an.

Auch hier ist das 2. Quintil wieder besonders interessant, da es hohe Renditen bei einem niedrigen Risiko hat.

### Kombination von Marge und Fremdfinanzierungsgrad

Im Folgenden sollen nun die beiden Parameter EBITDA-Marge und Fremdfinanzierungsgrad gemeinsam betrachtet werden.

	Fremdfinanzierungsgrad		
EBITDA-Marge	Niedrig	Mittel	Hoch
niedrig	28%	41%	62%
mittel	35%	29%	45%
hoch	47%	40%	54%

Tabelle 1: Wertgewichtete Rendite (IRR) in Abhängigkeit von der EBITDA-Marge und Fremdfinanzierungsgrad

	Fremdfinanzierungsgrad		
EBITDA-Marge	Niedrig	Mittel	Hoch
niedrig	12%	13%	27%
mittel	13%	16%	17%
hoch	22%	6%	19%

Tabelle 2: Varianzen in Abhängigkeit von der EBITDA-Marge und Fremdfinanzierungsgrad

Die Transaktionen in der oberen Zeile sind aufgrund der niedrigen EBITDA-Margen eindeutig dem PE Segment zuzuordnen. Hier fällt auf, dass die Rendite mit steigendem Hebel stark ansteigt, jedoch ebenso das Risiko (vgl. Tabelle 2).

In der unteren Zeile sind eher infrastrukturartige Investitionen anzutreffen. Zunächst ist es interessant zu sehen, dass die Transaktionen links unten vergleichsweise hohe Renditen wie die in der Mitte und rechts unten erwirtschaften, allerdings bei hohem Risiko. Hierbei handelt es sich wohl weniger um infrastrukturnahe Investitionen, sondern um hochmargige und riskantere Private Equity Transaktionen, die aufgrund des höheren Risikos einen niedrigen Fremdverschuldungsgrad haben.

Infrastrukturnahe Investitionen sind in der Mitte unten und rechts unten angesiedelt und hier bietet sich ein interessantes Bild: Infrastrukturnahe Investition mit einem moderaten Leverage weisen sehr gute Renditen (40%) bei einem sehr niedrigen Risiko aus (6% Varianz).

### Fazit

Die vorliegende Untersuchung zeigt, dass Private Equity Transaktionen nicht alle gleich sind. Es gibt demnach in der Gesamtheit der Private Equity Transaktionen einige mit einem besonders interessanten Rendite-Risiko Profil und zwar solche mit einer hohen Marge und einem mittelhohen Fremdfinanzierungsgrad. Diese Marktanomalie hat

zwischenzeitlich dazu geführt<sup>2</sup>, dass solche infrastrukturnahe Transaktionen zwischenzeitlich mit sehr hohen Multiples und daher deutlich niedrigeren Renditeerwartungen einhergehen. Diese Tatsache und das Auftreten einiger Pioniere im Infrastruktursektor hat dazu geführt, dass sich der Private Equity Markt mittlerweile in zwei Segmente aufgeteilt hat: Das Segment Infrastruktur, das eine moderate Renditeerwartung bei moderatem Risiko hat, und das Segment Private Equity, in dem Rendite- und Risikoerwartung höher sind.

**Kontakt:**

Oliver Gottschalg  
HEC Paris  
1, Rue de la Libération  
78351 Jouy en Josas Cedex  
France  
gottschalg@hec.fr

---

<sup>2</sup> Die Existenz dieser Marktanomalie erklärt sich daraus, dass die Transaktionen im Durchschnitt etwa 10 Jahre alt sind, während es fokussierte Infrastrukturfonds in Europa und Nordamerika in größerem Stil erst seit etwa 2003-2005 gibt.

# TOWARDS A CASH FLOW MODEL FOR PRIVATE EQUITY FUNDS



**Dr. Axel Buchner**  
Universität Passau



**Prof. Dr. Christoph Kaserer**  
CEFS und TU München



**Prof. Dr. Niklas Wagner**  
Universität Passau

**from Dr. Axel Buchner  
Prof. Dr. Christoph Kaserer  
Prof. Dr. Niklas Wagner**

## INTRODUCTION

Illiquid alternative assets, such as private equity, have become an increasingly significant portion of institutional portfolios as investors seek diversification benefits relative to traditional stock and bond investments. Responding to this increasing importance, there is a growing literature studying the economics of the private equity industry. One abundant part of the literature is dealing with the risk and return characteristics of the private equity industry, either on a fund, individual deal or aggregate industry level. This area of research is essentially econometric and is mainly concerned with the question how to deal with the problems caused by the illiquid nature of private equity.<sup>1</sup> Despite the volumes of articles that emerged over the last years, until so far only very little research is aimed at modeling the cash flow dynamics of private equity funds.

The present article presents a novel stochastic model on the typical cash flow dynamics of private

equity funds. Although no independent strand of research has developed so far, modeling the cash flow dynamics of private equity funds is one of the latest challenges in the private equity literature. Institutions invest in private equity predominantly through closed-end limited partnership funds that are illiquid and lack transparency. The funds are raised every few years on a blind pool basis by professional management companies who invest, manage and harvest the portfolio companies of the fund. At the onset of the partnership, investors commit capital that gets drawn over several years. Together with the illiquid nature of the private equity funds, the uncertain schedule of the capital drawdowns and unpredictable distributions of cash or securities to the investors of the fund make it difficult to accurately manage the partnership interests. In particular, it is difficult for the investor to estimate expected future cash needed to meet capital commitments, as well as projected distributions that generate liquidity in the future. The stochastic model presented in this article allows addressing these questions. It differs from the work of Takahashi and Alexander (2002) and Malherbe (2004) in that it solely relies on observable cash flow data. Based on cash flow data, our analysis shows that our model is flexible and can well match the various typical drawdown and distribution patterns that are observed empirically. The model is easy to understand as well as to implement

<sup>1</sup> Recent studies include, among others, Cochrane (2005), Diller and Kaserer (2009), Kaplan and Schoar (2005), Ljungquist and Richardson (2003), and Phalippou and Gottschalg (2009).

and it can be used in various directions. For example, an institutional investor may employ it for the purpose of liquidity planning. He may also measure the sensitivity of some ex-post performance measure – such as the IRR – to changes in typical drawdown or distribution patterns. Moreover, the model may be used as a tool for many risk management applications. In our empirical analysis, we use a dataset of 203 mature European private equity funds of which 95 were fully liquidated during the January 1980 to June 2003 sample period. Our analysis shows that the model can easily be calibrated to real world fund data. The results of a consistency test underline that our model is of economic relevance in an effort to accurately model the cash flows dynamics of private equity funds.

The remainder of this article is organized as follows. First, we briefly summarize our model. Second, we illustrate the model dynamics by a numerical example. Third, we show the goodness-of-fit of our model with empirical data and provide a simple example of a risk management application of the model. Finally, we give a short conclusion and identify areas for future research.

## MODEL DYNAMICS

This section briefly summarizes our model for the cash flow dynamics of private equity funds. Following the typical construction of private equity funds, our model consists of two independent stages: the stochastic model of the capital drawdowns and the stochastic model of the capital distributions over a fund's lifetime.

### A. CAPITAL DRAWDOWNS

Investments in private equity are frequently intermediated through private equity funds, which are pooled investment vehicles for securities of companies that are usually unlisted. Private equity funds typically represent closed-end funds with a finite lifetime and are organized as a limited partnership. The private equity firm serves as the general partner (GP). The bulk of the capital invested in is typically provided by institutional investors, who then act as limited partners (LPs). The LPs commit to provide a certain amount of capital to the private equity fund, which is the committed capital  $C$ . The GP has an agreed time period (usually five years) in which to invest committed capital, denoted

as commitment period  $T_C$ . When a GP identifies an investment opportunity, it "calls" money from its LPs up to the amount committed, and it can do so at any time during the pre-specified commitment period. Hence, capital calls of the fund occur unscheduled over the commitment period, where the exact timing does only depend on the investment decision of the GP. In order to model this behavior, we assume that cumulated capital drawdowns  $D_t$  at any time  $t$  during the commitment period can be described by the ordinary differential equation

$$dD_t = \delta_t (C - D_t) dt,$$

where  $\delta_t > 0$  is the fund's drawdown rate at time  $t$ . Under this specification, total capital calls can never exceed the total committed capital  $C$ . In addition, the typical time-pattern of real-world capital drawdowns is well reflected in the structure of Equation. Capital drawdowns of private equity funds tend to be concentrated in the first few years or even quarters of a fund's life. After high initial investment activity, drawdowns of private equity funds are carried out at a declining rate, as fewer new investments are made, and follow-on investments are spread out over a number of years.

As investment opportunities do not arise constantly over the commitment period, capital drawdowns of private equity funds will exhibit some erratic feature. We capture this by assuming that the rate at which capital is drawn over time follows a mean-reverting square-root process given by

$$d\delta_t = K(\theta - \delta_t) dt + \sigma_\delta \sqrt{\delta_t} dB_{\delta,t},$$

Where  $\theta > 0$  is the long-run mean of the drawdown rate,  $K > 0$  governs the rate of reversion to this mean,  $\sigma_\delta > 0$  reflects the volatility of the drawdown rate, and  $B_{\delta,t}$  is a standard Brownian motion. The drawdown rate behavior implied by the above square-root diffusion ensures that negative values of the drawdown rate are precluded and that the drawdown rate randomly fluctuates around some mean level  $\theta$ .

## B. CAPITAL DISTRIBUTIONS

As capital drawdowns occur, the available capital is immediately invested in managed assets and the portfolio of the fund begins to accumulate. As the underlying investments of the fund are gradually exited, cash or marketable securities are received and finally returns and proceeds are distributed to the LPs of the fund. We model distributions and drawdowns separately and, therefore, must also restrict capital distributions to be strictly non-negative at any time  $t$  during the legal lifetime  $Tl$  of the fund. This is achieved by assuming that capital distributions  $p_t$  follow a geometric Brownian motion given by

$$d \ln p_t = \mu_t dt + \sigma_p \delta_t dB_{p,t},$$

where  $\mu_t$  denotes the time-dependent drift and  $\sigma_p$  is a constant volatility.  $B_{p,t}$  is a second standard Brownian motion, which is uncorrelated with  $B_{\delta,t}$ .

Defining an appropriate function for  $\mu_t$  is not an easy task, as this parameter must incorporate the typical time pattern of the capital distributions of a private equity fund. In the early years of a fund, capital distributions tend to be of minimal size as investments have not had the time to be harvested. The middle years of a fund, on average, tend to display the highest distributions as more and more investments can be exited. Finally, later years are marked by a steady decline in capital distributions as fewer investments are left to be harvested. We model this behavior by assuming that the unconditional expectation of the cumulative capital distributions,  $E[P_t]$ , is given by

$$E[P_t] = m \left[ 1 - \exp\left(-\frac{1}{2}\alpha t^2\right) \right],$$

where  $m$  is the fund's expected cash multiple and  $\alpha$  governs the speed at which capital distributions occur over time.

## MODEL ILLUSTRATION

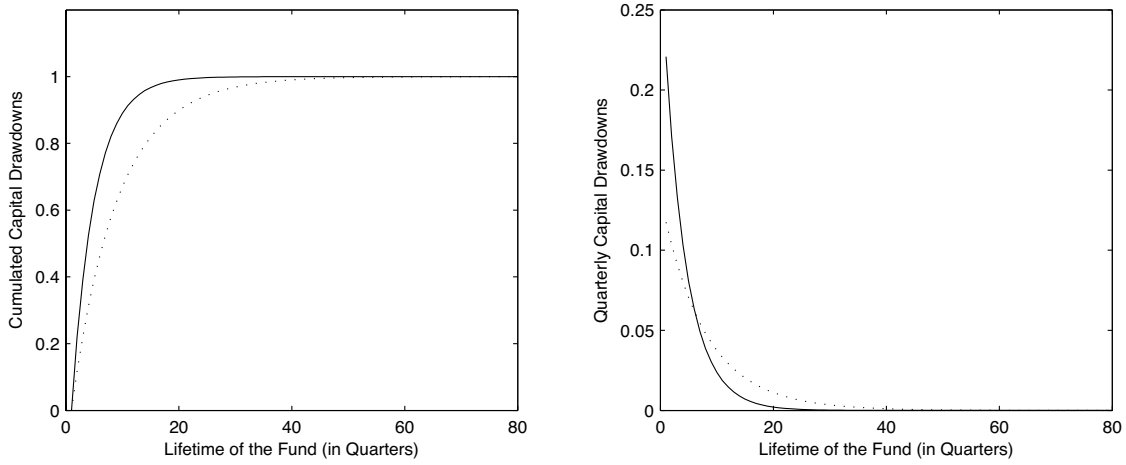
This section illustrates our model's ability to reproduce important features of the cash flow patterns of private equity funds by a numerical example.

This table gives the model parameters for the capital drawdowns and distributions of two different hypothetical funds. The committed capital  $C$  of both funds is standardized to 1.

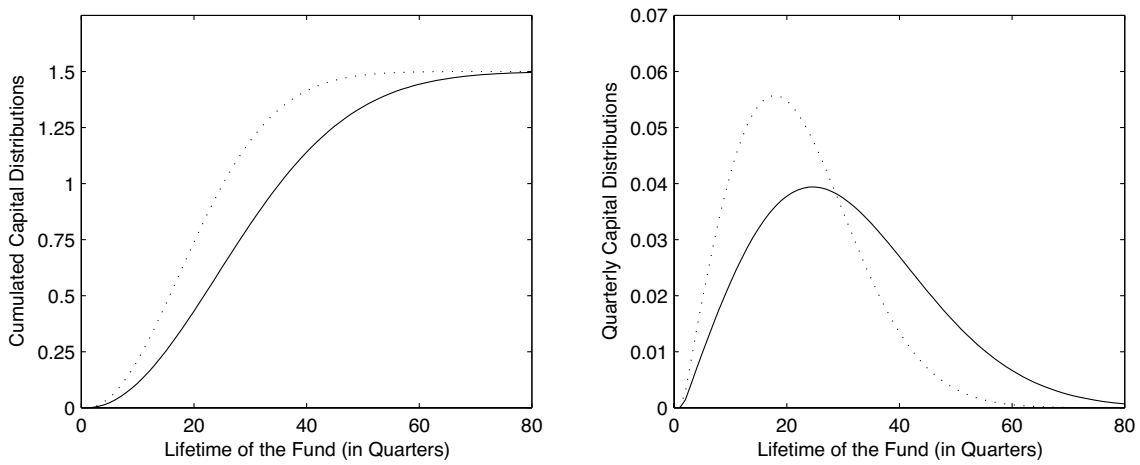
	Drawdowns			Distributions		
	$\kappa$	$\theta$	$\sigma_\delta$	$m$	$\alpha$	$\sigma_p$
Fund 1	2.0	1.0	0.5	1.5	0.03	0.2
Fund 2	0.5	0.5	0.2	1.5	0.06	0.2

Table 1: Model Parameters

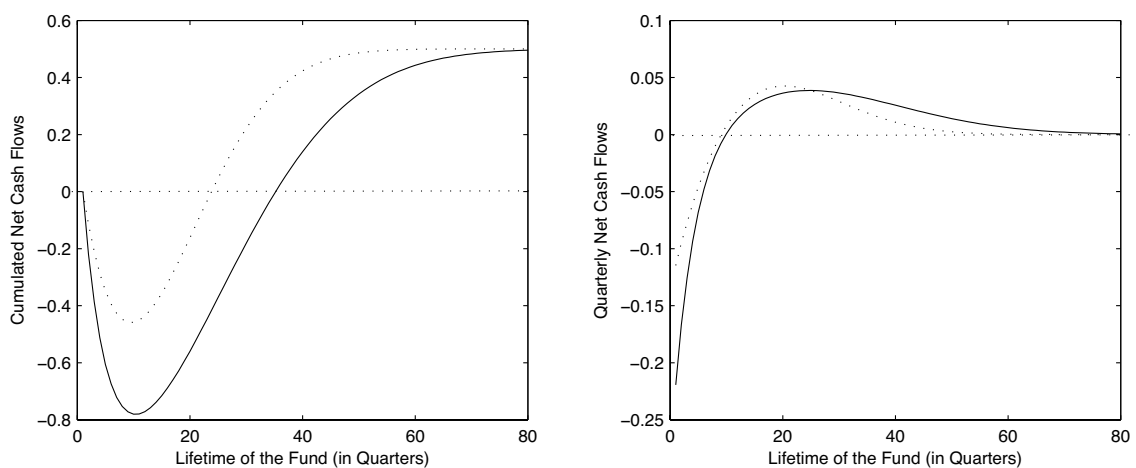
To illustrate the model dynamics, Figure 1 compares the expected cash flows (drawdowns, distributions and net fund cash flows) for two different hypothetical funds. As the different sets of parameter values in Table 1 reveal, both hypothetical funds are assumed to have the same long-run multiple  $m$  and a committed capital  $C$  that is standardized to 1. That is, both funds are assumed to have cumulated capital drawdowns equal to 1 over their lifetime and expected cumulated capital distributions equal to 1.5. However, they differ in the timing of the capital drawdowns and distributions, as indicated by the different values of the other model parameters. For the first fund, it is assumed that drawdowns occur rapid in the beginning, whereas capital distributions take place late. Conversely, for the second fund it is assumed that drawdowns occur more progressive and that distributions take place sooner. This is mainly achieved through a lower value of  $\alpha$  and a higher value of  $\theta$  for Fund 1. The effect can be inferred by comparing the different lines in Figure 1 (a) and (b). For this reason, both funds also have different expected amortization periods, which are given by 8.6 years and 6.1 years, respectively.



*Expected Cumulated Capital Drawdowns (Left) and Quarterly Capital Drawdowns (Right)*



*Expected Cumulated Capital Distributions (Left) and Quarterly Capital Distributions (Right)*



*Expected Cumulated Net Fund Cash Flows (Left) and Quarterly Net Fund Cash Flows (Right)*

**Figure 1: Model Expectations for Two Different Funds (Solid Lines represent Fund 1; Dotted Lines represent Fund 2)**

It is important to stress that the basic patterns of the model graphs of the capital drawdowns, distributions and net fund cash flows in Figure 1 conform to reasonable expectations of private equity fund behavior. In particular, the cash flow streams that the model can generate will naturally exhibit a lag between the capital drawdowns and distributions, thus reproducing the typical development cycle of a fund and leading to the private equity characteristic J-shaped curve for the cumulated net cash flows that can be observed in Figure 1 (c). Furthermore, it is important to note that our model is flexible enough to generate the potentially many different patterns of capital drawdowns and distributions. By altering the main model parameters, both timing and magnitude of the fund cash flows can be controlled in the model.

## EMPIRICAL ANALYSIS AND MODEL APPLICATION

We now turn to the goodness-of-fit of our model and give a simple example how the model can be applied for risk management purposes.

### A. Data Source

We use a dataset of dataset of European private equity funds that has been provided by Thomson Venture Economics (TVE).<sup>2</sup> We have been provided with various information related to the exact timing and size of cash flows, residual net asset values (NAV), fund size, vintage year, fund type, fund stage and liquidation status for a total of 777 funds over the period from January<sup>3</sup>, 1980 through June 30, 2003. All cash flows and reported NAVs are net of management fees and carried interest. For the purpose of our empirical analysis we draw upon the subset of mature private equity funds.<sup>2</sup> This gives a sample that consists of a total of 203 funds and comprises 102 venture capital funds and 101 buyout funds. For this sample of mature funds, model parameters are calibrated by the concept of Conditional Least Squares (CLS).<sup>4</sup>

### A. Model Fit

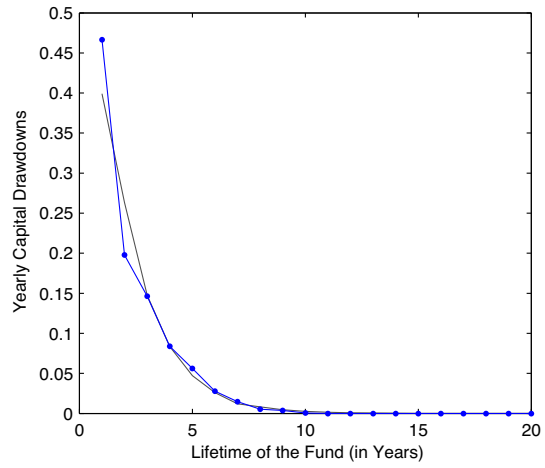
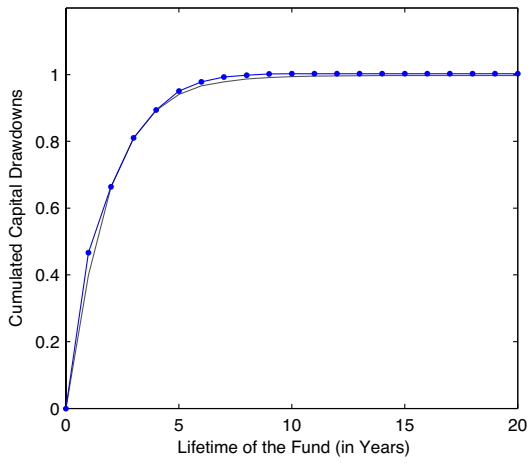
Assessing the goodness-of-fit of our model is essential. A simple way to gauge the specification of our model is to examine whether the model's implied cash flow patterns are consistent with those implicit in the time series of our defined data sample. That is, are the model expectations of the cash flows similar in magnitude and timing to the values derived from their data samples counterparts?

Figure 2 compares the historical average capital drawdowns, capital distributions and net fund cash flows of the sample of mature funds to the corresponding expectations that can be constructed from our model by using the calibrated model parameters. Overall, the results from Figure 2 indicate an excellent fit of the model with the historical data. As measured by the coefficient of determination,  $R^2$ , our model can explain a very high degree of 97.73 percent of the variation in average yearly net fund cash flows. In addition, the mean absolute error (MAE) of the approximation is only 1.56 percent annually (as measured in percent of committed capital). Splitting the overall sample for venture and buyout funds, we find that the quality of the approximation is slightly lower for venture funds ( $R^2$  with 94.69 percent) than the for buyout funds ( $R^2$  with 97.02 percent).

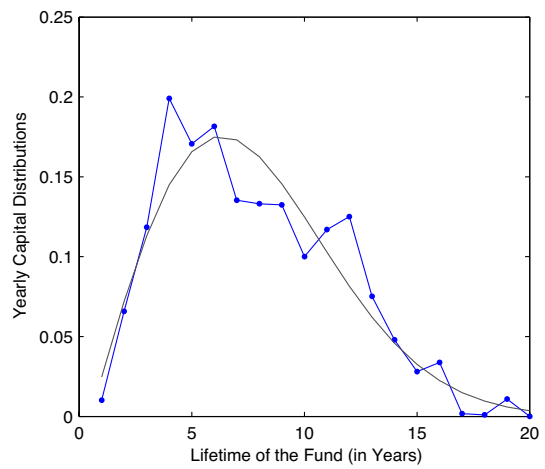
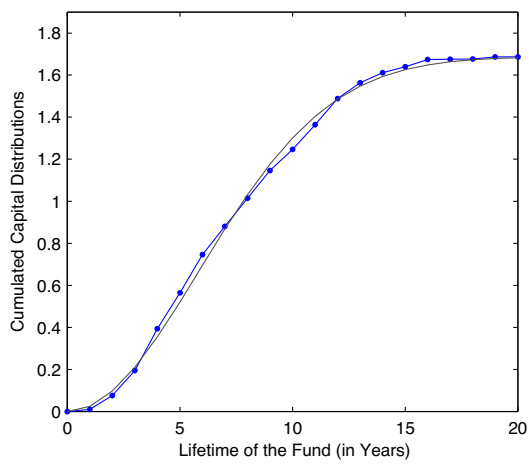
2 Note that TVE uses the term private equity to describe the universe of all venture, buyout and mezzanine investing. For a detailed overview on the TVE dataset and a discussion of its potential biases see, for example, Kaplan and Schoar (2005).

3 Note that mature private equity funds are selected based on a methodology developed by Diller and Kaserer (2009).

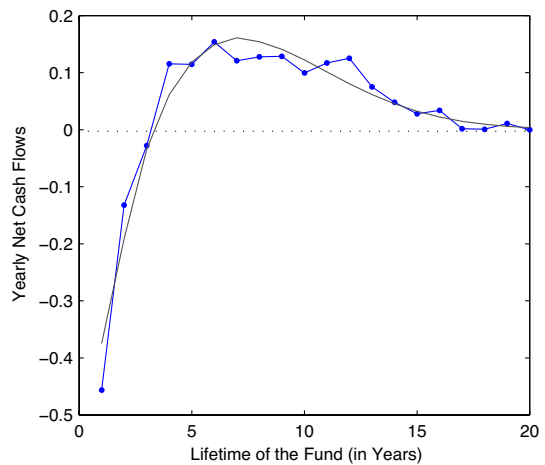
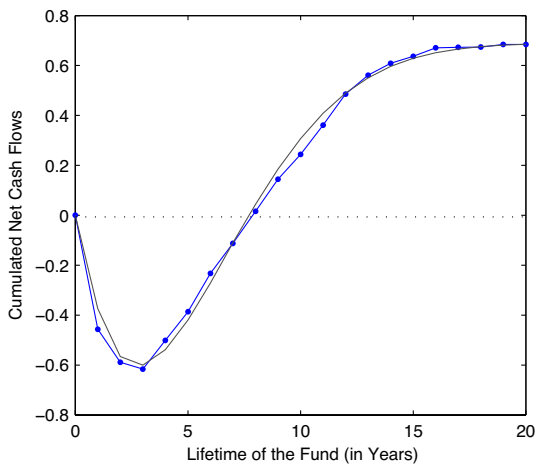
4 For a formal description of the estimation methodology and results refer to Buchner et al. (2010, 2011).



Yearly Capital Drawdowns (Left) and Cumulated Capital Drawdowns (Right)



Yearly Capital Distributions (Left) and Cumulated Capital Distributions (Right)



Yearly Net Fund Cash Flows (Left) and Cumulated Net Fund Cash Flows (Right)

**Figure 2: Model Expectations and Observations** Model expectations compared to historical observations for all N = 203 sample funds. Solid lines represent model expectations, dotted lines represent historical observations.

### C. MODEL APPLICATION

Having shown the excellent fit of our model, we now turn to its possible applications. The model can be used in various directions. An investor can employ it to estimate expected future cash needed to meet capital commitments, as well as projected distributions that generate liquidity in the future. In this context, it is important to stress that the model is able to incorporate and respond to the actual capital drawdown and distribution experience. It can be updated each period with actual data, allowing it to adjust to current events. In addition, it should be acknowledged here that the model can easily be adapted to changing investment environments. This flexibility is particularly helpful for an investor in analyzing the impact of varying market conditions on the future cash flows. For example, an investor can reflect the forecast of an unfavorable exit environment for private equity funds in the model by lowering the long-run multiple  $m$  or the parameter  $\alpha$  that governs the speed at which capital distributions occur over time.

More generally, the model can be used for risk management purposes. The model constituents allow, as a by-product, ex-ante calculations of the expected risk and return profile of a private equity fund. These calculations can be carried out with the performance measures commonly employed in the private equity industry -- such as the IRR or cash multiples. An illustrative example for this is provided in Table 2. The base case scenario in column 1 is constructed by using the estimated model parameters for the sample mature funds. Various risk and return measures are provided in Table 2. The results show, for example, that the ex-ante expected IRR of this simulated fund amounts to 11.05 percent per annum and that the probability of incurring a loss ( $\text{Prob}(\text{IRR} < 0\%)$ ) is equal to 1.42 percent.

In addition, columns 2-3 in Table 2 provide a sensitivity analysis that illustrates how uncertainty in the long-run multiple  $m$  can affect the risk and return profile of this fund. The best-case (worst-case) scenario in column 2 (3) is constructed by using the base case parameter  $m$  plus (minus) three times the standard error of the estimated value. The results illustrate that a lower value of  $m$  than expected can substantially decrease expected returns and increase the risk of the fund. For example, the probability of incurring a loss amounts to 12.98 percent under the worst-case scenario with an expected IRR of only 6.14 percent.

This table illustrates the risk profile of the private equity fund and provides a sensitivity analysis. The base case in column 1 is constructed by using the estimated model parameters for the sample mature funds. Columns 2-3 show how the results change by altering the long-run multiple  $m$ . Worst Case Scenario (Best Case Scenario) corresponds to the case when  $m$  is equal to the base case parameter plus (minus) three times the standard error of the estimator. All calculations are based on quarterly simulated fund cash flows.

	Drawdowns			Distributions		
	$\kappa$	$\theta$	$\sigma_\delta$	$m$	$\alpha$	$\sigma_p$
Fund 1	2.0	1.0	0.5	1.5	0.03	0.2
Fund 2	0.5	0.5	0.2	1.5	0.06	0.2

Table 2: Sensitivity Analysis for the Risk and Return Profile of a Private Equity Fund

Note that a similar analysis can also be carried to study the impact of the other model parameters on the risk and return profile of a private equity fund. In conclusion, this short model application underlines that an investor can employ the model presented here to measure the sensitivity of the IRR (or any other ex-post performance measure) to changes in the drawdown or distribution schedule in a very clear and concise way. In addition, Figure 3 shows that an investor can also use the model to analyze how the expected IRR will develop over the lifetime of the fund.

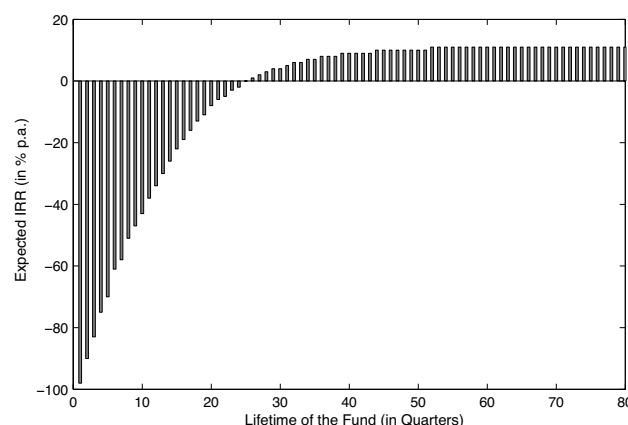


Figure 3: Expected IRR over the Lifetime of the Fund

## SUMMARY AND CONCLUSION

In this article, we briefly present a novel model for the cash flow dynamics of private equity funds. Our work differentiates from previous research in the area of venture and private equity fund modeling in the sense that our model of a fund's capital drawdowns and distributions is based on observable economic variables only. A theoretical model analysis shows that our model is flexible and reproduces the different drawdown and distribution patterns that can be observed for real world private equity funds. Furthermore, the economic relevance of our model is also underlined by the empirical analysis we performed. Overall, we can show that that our model fits the historical fund data nicely. At the same time, the main model parameters are easy to understand and the model is easy to implement. The model can be used various directions. An institutional investor can, for example, employ it to estimate future fund cash flows and as a risk management tool in the private equity context. It should be acknowledged that although we focus on private equity funds in this article, our model can in principle also be extended to other alternative asset fund types. By altering the input parameters, our model can also be utilized to represent funds that invest in other alternative assets such as real estate and infrastructure, for example.

## Contact:

Prof. Dr. Niklas Wagner  
DekaBank-Stiftungslehrstuhl mit  
Schwerpunkt Finanzcontrolling  
Universität Passau  
D-94030 Passau  
Tel.: +49 (0)851 509-3240  
Fax: +49 (0)851 509-3242  
E-Mail: Niklas.Wagner@Uni-Passau.De  
Web: [www.wiwi.uni-passau.de/wagner.html](http://www.wiwi.uni-passau.de/wagner.html)

## References:

### **Cochrane, J. H. (2005)**

The risk and return of venture capital. *Journal of Financial Economics* 75 (1), 3–52.

### **Buchner, A., C. Kaserer, and N. Wagner (2010)**

Modeling the cash flow dynamics of private equity funds: Theory and empirical evidence. *Journal of Alternative Investments* 13(1), 41-54.

### **Buchner, A., C. Kaserer, and N. Wagner (2011)**

Private Equity Funds: Valuation, Systematic Risk and Illiquidity. Working paper, Technical University of Munich.

### **Diller, C. and C. Kaserer (2009)**

What drives cash flow based European private equity returns? - Fund inflows, skilled GPS and/or risk? *European Financial Management* 15 (3), 643–675.

### **Kaplan, S. N. and A. Schoar (2005)**

Private equity performance: Returns, persistence and capital flows. *Journal of Finance* 60 (4), 1791–1823.

### **Ljungquist, A. and M. Richardson (2003)**

The cash flow, return and risk characteristics of private equity. Working Paper 9454, NBER.

### **Malherbe, E. (2004)**

Modeling private equity funds and private equity collateralized fund obligations. *International Journal of Theoretical and Applied Finance* 7 (3), 193–230.

### **Phalippou, L. and O. Gottschalg (2009)**

The performance of private equity funds. *Review of Financial Studies* 22(4), 1747–1776.

### **Takahashi, D. and S. Alexander (2002)**

Illiquid alternative asset fund modeling. *Journal of Portfolio Management* 28 (2), 90–100.

# JOBS

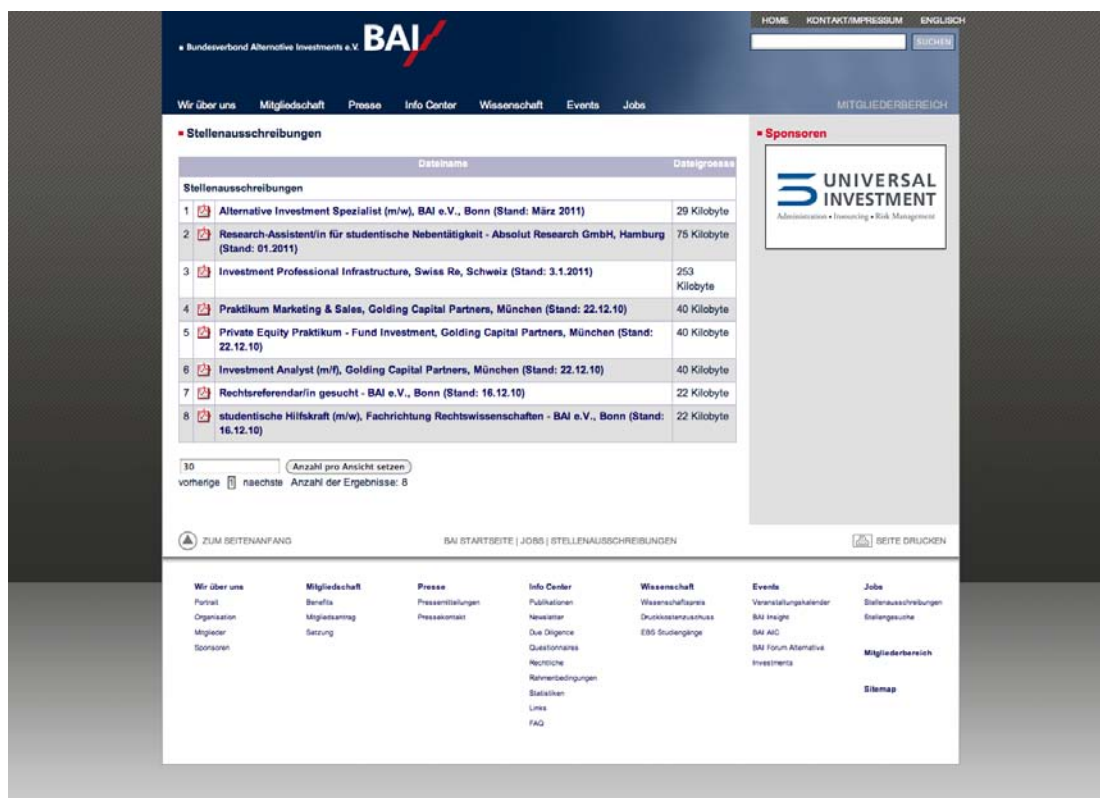
## Jobangebote

Auf der BAI-Homepage in der Rubrik „Jobs“ können unsere Mitglieder sowie institutionelle Investoren und arbeitssuchende Personen kostenfrei Stellenangebote und -gesuche im Bereich Alternativer Investments einstellen lassen.

Rückfragen richten Sie bitte an die Geschäftsstelle des BAI per Email [info@bvai.de](mailto:info@bvai.de) oder telefonisch 0228 969 87 0.

Unter [www.bvai.de](http://www.bvai.de) finden Sie zurzeit weitere Informationen zu folgenden Jobangeboten:

1. Alternative Investment Spezialist (m/w) - BAI e.V., Bonn
2. Rechtsreferendar/in gesucht - BAI e.V., Bonn
3. studentische Hilfskraft (m/w),  
Fachrichtung Rechtswissenschaften - BAI e.V., Bonn
4. Investment Analyst (m/f),  
Golding Capital Partners, München
5. Investment Professional Infrastructure,  
Swiss Re, Schweiz
6. Research-Assistent/in für studentische Nebentätigkeit,  
Absolut Research GmbH, Hamburg
7. Praktikum Marketing & Sales,  
Golding Capital Partners, München
8. Private Equity Praktikum - Fund Investment,  
Golding Capital Partners, München



# BAI / WISSENSCHAFTSPREIS

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

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

**JETZT  
BEWERBEN**



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

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

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

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

**Abgabetermin** 31. Dezember 2011

**Informationen** Detaillierte Informationen und Teilnahmebedingungen finden Sie unter:

[www.bvai.de](http://www.bvai.de) Rubrik Wissenschaftsförderung

## BUCHBESPRECHUNG

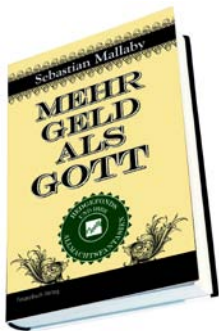
An dieser Stelle im Newsletter möchten wir Ihnen interessante Veröffentlichungen zum Thema „Alternative Investments“ vorstellen. Dies sind neben Büchern auch einzelne Artikel, bzw. Auszüge aus akademischen Arbeiten, wie Habilitations- und Promotionsschriften, bzw. herausragende Diplom-Arbeiten. Wir würden es sehr begrüßen, wenn Sie auch aktiv von der Möglichkeit Gebrauch machen.

Bitte wenden Sie sich diesbezüglich an Frau Christina Gaul unter 0228 969870 oder gaul@bvai.de.

**Sebastian Mallaby**

### „Mehr Geld als Gott“

FinanzBuch Verlag München 2011, 540 S. Hardcover, ISBN 978-3-89879-629-3, 34,99 Euro



Hedge Fonds sind böse. Sie sind die Wurzel allen Übels. Heuschrecken, die wie eine biblische Plage über die Finanzmärkte herfallen und die „Ernte“ anderer zerstören. Das ist das Bild, das viele von Hedgefonds Managern haben. Doch sind sie wirklich so schlecht wie ihr Ruf? Sind sie tatsächlich eine Gefahr für die Finanzmärkte?

In seinem vielbeachteten Buch „Mehr Geld als Gott“ hat Sebastian Mallaby die Methoden der Hedgefonds einmal genauer unter die Lupe genommen. Objektiv und frei von Vorurteilen beschreibt Mallaby die Arbeitsweisen und Strategien dieser ganz besonderen Akteure an den Finanzmärkten. Besonders auffällig sind der schier unbegrenzte Aktionsradius und die zahllosen Investitionsmöglichkeiten, derer sich Hedgefonds bedienen. Im Gegensatz zu anderen Anlegern scheuen sie dabei keine Risiken und spekulieren nach Herzenslust mit Leerverkäufen und dem Einsatz von Fremdkapital. Natürlich sind bei dieser Strategie gewaltige Gewinne möglich – doch die Gefahr ebenso großer Verluste ist ständig präsent. Regeln für Hedgefonds gibt es bislang kaum, auch wenn immer wieder darüber diskutiert wird. Und so machen George Soros & Co weiter wie es ihnen beliebt.

**Siegfried Jaschinski**

### „Das deutsche Finanzsystem - Achillesferse der Wirtschaft?“

Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart, Auflage 2011, 139 S., 10 s/w Abb., kartoniert, ISBN 978-3-7910-3084-5, 19,95 Euro



Ein stabiles Finanzsystem ist eine notwendige Bedingung für dauerhaftes Wachstum der Wirtschaft. Aber dafür werden grundlegende Veränderungen im Bankensektor benötigt. Es genügt langfristig nicht, die Probleme unter den Teppich staatlicher Garantien und Finanzhilfen zu kehren.

Der Autor, ein ausgewiesener Kenner der Bankenszene, diagnostiziert die Schwachstellen des Status quo in Deutschland. Einführend skizziert er, wie die in den letzten Jahrzehnten deutlich gestiegenen Marktrisiken das Bankensystem beeinträchtigen. Anschließend wird kompakt erläutert, wie Börsen und außerbörsliche Märkte funktionieren. Der folgende Abschnitt liefert eine Bestandsaufnahme der „drei Säulen“ des deutschen Bankensystems, bestehend aus Privatbanken, Genossenschaftsbanken und Sparkassen/Landesbanken. Ein Vergleich mit Bankensystemen anderer europäischer Länder zeigt Alternativen auf.

Das zentrale Problem: Strukturelle Veränderungen nach der Finanzmarktkrise werden die Kreditversorgung erschweren. Ferner ist ein Rückgang der Langfristfinanzierung zu erwarten. In der Krise hat sich gezeigt, letztendlich ist nur auf die heimischen Banken Verlass. Fusionen, Brüsseler Restrukturierungsaufgaben und verschärfte Kapitalanforderungen werden das Kreditangebot für die Wirtschaft nachhaltig verringern.

Der Autor zeigt zwei parallel anzustrebende Lösungen auf: Die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte durch Stärkung der öffentlichen Börsen erhöhen. Die unregulierten OTC-Märkte sollten nach Möglichkeit an die Börsen geholt werden. Marktbeeinflussung sollte durch Erhöhung der Liquidität bekämpft werden. Das macht Märkte berechenbar.

## BUCHBESPRECHUNG

rer und für die Unternehmensfinanzierung mittels Anleihen attraktiver. Zweitens muss die Schaffung von leistungsfähigen Banken für mittelständische und große international agierende Unternehmen im Zentrum der Reformen stehen. Voraussetzung ist eine stabile Refinanzierung, die durch eine effiziente Kanalisierung von Einlagenüberschüssen im Bankensystem zu organisieren ist.

**Klaus J. Hopt/Gottfried Wohlmannstetter (Hrsg.)**

### „Handbuch Corporate Governance von Banken“

Verlage Franz Vahlen/ C.H. Beck 2011, 814 Seiten, gebunden, ISBN 978-3-8006-3865-9, 164 Euro



In 30 prägnanten Kapiteln erläutern führende Experten aus Wissenschaft, Rechtsberatung, Wirtschaftsprüfung, Bankenaufsicht und Bankenpraxis Bedingungen und Maßstäbe für die Corporate Governance im Bankensektor und reflektieren den aktuellen Stand der fachlichen Diskussion.

- Corporate Governance und die CG von Banken
- Externe CG von Banken (Finanzmarktarchitektur und Bankenaufsicht; Externe CG durch Publizität, Rating und den Markt für Unternehmenskontrolle; Prävention und Repression: Lehren aus der Finanzmarktkrise)
- Interne CG von Banken (Anforderungen an gute interne CG; Vorstand; Aufsichtsrat; Governance und internes Management);
- Corporate Governance, Bankkonzerne und Bankkonzernrecht

#### Zielgruppe

Der Band wendet sich an Geschäftsführer, Compliance- und Rechtsabteilungen von Banken und anderen Finanzdienstleistungsunternehmen, Bankkaufleute und Bankbetriebswirte, Wirtschaftsprüfer, Bedienstete der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Wirtschaftsjournalisten und Wirtschaftswissenschaftler

**Martin L. Haisch/Marcus Helios**

### „Rechtshandbuch Finanzinstrumente“

Verlag C.H. Beck 2011, 862 Seiten, kartoniert, ISBN 978-3-406-60716-5, 139 Euro



Als Folge der Vernetzung und Globalisierung der Wirtschafts- und Finanzmärkte hat sich eine Vielzahl von Finanzinstrumenten entwickelt. Die Behandlung von Finanzinstrumenten in der Rechnungslegung, der Besteuerung und im Aufsichtsrecht wirft in der Praxis eine Vielzahl von Fragen auf. Das von Beratern und Bankern verfasste Werk gibt Antworten auf diese Fragen.

- Deutsche und internationale Rechnungslegung
- Besteuerung im Betriebs- und Privatvermögen mit seinen verfahrensrechtlichen Bezügen
- Investmentsteuerrecht, Umsatzsteuerrecht und EU-Zinsrichtlinie
- Aufsichtsrecht für Banken, Versicherungen, Investmentvermögen und Pfandbriefen

Die neuen Entwicklungen durch das BilMoG, in IFRS und in der Abgeltungssteuer sowie jüngste Verlautbarungen der BaFin und weitere anstehende Änderungen im Aufsichtsrecht werden berücksichtigt.

Der Band wendet sich an alle in der Bank- und Unternehmenspraxis verantwortlich Tätige, gleich ob Rechtsanwalt, Bankjurist, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer oder Finanzmanager.

## BUCHBESPRECHUNG

*Volker G. Heinke, Werner Krämer, Bettina Nürk (Hrsg.)*

### „Handbuch Investmentfonds für institutionelle Anleger“

Uhlenbruch Verlag, 2011, 926 Seiten, ISBN 978-3-933207-76-0, 149 Euro



Seit dem Erscheinen des „Handbuch Spezialfonds“ im Jahr 2000 hat sich die Asset Management-Branche dramatisch gewandelt. Die (aufsichts-)rechtlichen Rahmenbedingungen für die Fondsanlage, die Asset Management-Gesellschaften und nicht zuletzt institutionellen Anleger haben sich grundlegend verändert.

Mit dem Aufbrechen der Wertschöpfungskette auf Master-KAG, Global Custodian und Asset Manager ist heute eine Struktur zum Standard geworden, die damals kaum verbreitet war. Neue Fondslösungen und Produktgestaltungen haben sich etabliert. Internationale Bilanzierungsvorschriften, gestiegene Risikomanagementanforderungen, veränderte Regelungen zur Performancemessung und performanceabhängige „Fee“-Modelle sind weitere Entwicklungen, die das Umfeld für institutionelle Kapitalanleger und für die Anbieter von Dienstleistungen und Produkten in diesem Markt tiefgreifend verändert haben.

Bekannte Autoren von renommierten Anlegern, Beratungsunternehmen, Asset Management-Gesellschaften und Banken stellen all diese Themen in insgesamt 32 Beiträgen vor. Das „Handbuch Investmentfonds für institutionelle Anleger“ richtet sich an alle Beteiligten im institutionellen Asset Management in Deutschland, die ein Nachschlagewerk für ihre wichtigsten Fragestellungen suchen.



## Sattelfest in alternativen Finanzanlagen:

### Kompaktstudiengänge

#### ■ Private Equity

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

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

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

#### ■ Hedgefonds

##### KOMPAKTSTUDIUM

##### PRIVATE EQUITY

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

##### KOMPAKTSTUDIUM

##### ROHSTOFFE

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

##### KOMPAKTSTUDIUM

##### HEDGEFONDS

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

#### ■ Rohstoffe

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

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

Studienbeginn 14. Jahrgang:  
18. Juni 2012  
in Oestrich-Winkel

Mehr Informationen:  
[info@ebs-finanzakademie.de](mailto:info@ebs-finanzakademie.de)  
[www.ebs-finanzakademie.de](http://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

### **BAI Alternative Investment Insight 6** **23. August 2011** **Frankfurt**

Diese Verbandsveranstaltung, die unter dem Motto „Absolute Return – zwischen Anspruch und Wirklichkeit“ steht, findet in den Räumlichkeiten von Lupus alpha statt.

Für Nicht-Mitglieder betragen die Kosten 150 Euro zzgl. MwSt. Weitere Informationen erhalten Sie auf unserer Webseite [www.bvai.de](http://www.bvai.de) oder bei der BAI Geschäftsstelle unter [info@bvai.de](mailto:info@bvai.de) bzw. telefonisch unter 0228-96987-0.

**Kostenfreier Eintritt für BAI-Mitglieder**

### **Investor Fachtagung Fund of Hedge Funds** **Transparenz und Management der Risiken von** **Funds of Hedge Funds** **7. September 2011** **Zürich**

Die Konferenz wird vom Zentrum für Alternative Investments & Risk Management, ZHAW, in Kooperation mit dem Transparency Council Funds of Hedge Funds, organisiert und hat seit vielen Jahren ihren festen Platz bei institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern. Dieses Jahr findet die Veranstaltung zum zweiten Mal in Zürich statt, mit zahlreichen renommierten Referenten aus Forschung und Praxis.

FoHF leiden seit der Krise im Jahr 2008 noch immer unter dem Ruf der Intransparenz und Illiquidität. Die Fachtagung soll aufzeigen, inwieweit dieses (Vor)urteil noch immer seine Berechtigung hat, und mit welchen Produktanpassungen diese Nachteile überwunden wurden.

Weitere Informationen finden Sie unter <http://www.sml.zhaw.ch/de/management/zai/veranstaltungsdetail/news/investor-fachtagung.html>

### **Kompaktstudium Private Equity – EBS/BAI** **12.-16. September 2011** **Oestrich-Winkel**

Auf dem Private Equity-Weltmarkt jagt eine Rekordmeldung die nächste. Internationale Beteiligungsgesellschaften schließen Fonds im beinahe zweistelligen Milliarden-US Dollar-Bereich. 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. Anlageberater (und Beteiligungsmanager) benötigen daher Private Equity-Expertise, um qualifiziert ein Beteiligungsportfolio managen sowie umfassend und kundenorientiert beraten zu können. Hier setzt das Kompaktstudium Private Equity der EBS Finanzakademie an, das in enger Zusammenarbeit mit dem BAI e.V. entwickelt wurde.

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

Weitere Informationen erhalten Sie unter [http://www.ebs-finanzakademie.de/private\\_equity/](http://www.ebs-finanzakademie.de/private_equity/) oder beim BAI unter Tel.: +49 (0) 228 96987 0

**350 EUR Rabatt für BAI-Mitglieder**

### **COMMODITIES WORLD Deutschland 2011** **20.-22. September 2011** **Frankfurt**

COMMODITIES WORLD Deutschland 2011 bietet Ihnen die einmalige Gelegenheit zu einem Treffen mit Jim Rogers und Deutschlands Rohstoffinvestoren.

Das Interesse deutscher Pensionsfonds, Versicherungen, Versorgungswerke und anderer institutioneller Anleger an der Investition in Rohstoffe war nie so groß wie heute. Es ist daher kein Zufall dass der weltweit bekannte und respektierte Investor an der größten deutschen Rohstoffkonferenz, der Commodities Week Deutschland teilnimmt um seine Gedanken mit unseren Konferenzteilnehmern zu teilen.

In Frankfurt am 20. bis 22. September wird die Finanzlegende Jim Rogers Investoren praktische Ratschläge geben wie sie ihre Rohstoffinvestitionen optimieren können.

Buchen Sie Ihren Teilnahmeplatz noch heute wenn Sie auch Jim Rogers zu diesem Thema hören wollen und Sie ihre Erfahrungen mit Pensionsfonds, Versicherungen und Versorgungswerken wie zum Beispiel Nestlé, BVK, Ärzteversorgung Westfalen-Lippe und dem Wittelsbacher Ausgleichsfonds austauschen möchten!

Endinvestoren nehmen umsonst an der Konferenz und dem privaten Dinner mit Jim Rogers am 21. September teil.

Wenn Sie selbst investieren oder Lösungen und Dienstleistungen für institutionelle Anleger im Rohstoffbereich anbieten, dann ist COMMODITIES WORLD Deutschland eine Veranstaltung die Sie nicht verpassen dürfen.

Zu den angesehenen Experten die an der COMMODITIES WORLD Deutschland als Sprecher teilnehmen werden, zählen:

Jim Rogers, Author and Investor, (Guest of RBS); Peter Hasdasch, Director of Pension and Insurance Services, Nestlé Deutschland; Andreas Kretschmer, CEO, Ärzteversorgung Westfalen-Lippe; Harald Textor, Oberforstdirektor, Wittelsbacher Ausgleichsfonds; Dajana Brodmann, Deputy Head of Alternative Investments, Bayerische Versorgungskammer; Francisco Blanch, Head of Global Commodity Research, Bank of America Merrill Lynch; Frank Schallenberger, Leiter der Rohstoffanalyse, Landesbank Baden-Württemberg; Eugen Weinberg, Head of Commodity Research, Commerzbank; Paul Kaplan, Quantitative Research Director, Morningstar Europe; Nigel Cresswell, Head of Investment Consulting Germany, Towers Watson; Roland A. Jansen, CEO, Mother Earth Investments AG; Björn Junker, Chefredakteur, GOLDIN-

VEST; Elly Harrowell, Global Witness; Dr Dieter Kaiser, Director Investment Management, Feri Institutional Advisors GmbH; Lydia Kranner, Research Expertin, Raiffeisen Research GmbH; Jim Lennon, Executive Director, Commodities Research, Macquarie; Alexander Morozov, Chief Economist, Russia, Ukraine & Kazakhstan, HSBC; Marino G. Pieterse, Publisher and Editor, Goldletter International; Achim Pütz, Vorstandsvorsitzender, Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI), Partner, Dechert LLP; Uwe Rieken, Geschäftsführer, FAROS Consulting; Marcus Wilhelm, Senior Pension Consultant, Siemens Financial Services GmbH.

Die Konferenzsprache ist Deutsch, englische Beiträge werden simultan übersetzt.

Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an Astrid Naujoks, Conference Director, unter Tel:+44 (0) 20 7092 1267 oder [astrid.naujoks@terrapinn.com](mailto:astrid.naujoks@terrapinn.com)

BAI-Mitglieder registrieren sich bitte unter <https://secure.terrapinn.com/V5/rCalc.aspx?E=4408&R=MEQE>

15 % Rabatt für BAI-Mitglieder

### **BAI Alternative Investment Insight 7** **29. September 2011** **München**

Weitere Informationen zu der in Kooperation mit Wells Germany GmbH stattfindenden Insight erhalten Sie bei der Geschäftsstelle unter 0228 969870 oder [info@bvai.de](mailto:info@bvai.de)

Kostenfreier Eintritt für BAI-Mitglieder

### **unquote" DACH Private Equity Congress** **October 11, 2011** **Munich**

As 2011 sees a turning point in the region's market place, unquote" is proud to announce the date of their 6th annual unquote" DACH Private Equity Congress. Returning to Munich with a host of the region's expert speakers,

this must-attend event will take place on Tuesday 11th October. Concentrating on those issues of concern for DACH's Private Equity players, this year's conference will help to expose the latest developments and clarify the region's position in the market. Key topics under discussion will include:

- Beyond the Mittelstand: Where are the investment opportunities in the DACH region?
- GP case study: A closer look at exit strategies
- Fundraising in the DACH region: Will the experience be a positive one for GPs?
- Leveraged lending: Are the banks coming back to market?
- Visit [www.dachpecongress.com](http://www.dachpecongress.com) for further information.

25 % Discount for BAI-Members

#### **IX. BAI Forum Alternative Investments - Börse meets Alternative Investments - 26. Oktober 2011 The Cube, Eschborn**

Die Veranstaltung findet in Kooperation mit XETRA/Deutsche Börse Group und Eurex in Eschborn statt. Themenschwerpunkte sind u.a. Managed Futures, Clearing und Settlement, OTC-Märkte und Indexprodukte.

Weitere Informationen finden Sie in Kürze unter [www.forum-ai.com](http://www.forum-ai.com)

150 Euro Rabatt für BAI-Mitglieder

#### **Kompaktstudium Rohstoffe – EBS/BAI 14.-19. November 2011 Oestrich-Winkel**

Immer neue Finanzprodukte auf Rohstoffe kommen auf den Markt. Rohstoff-Investments werden auch von Anlegern als sinnvolle Portfolio-Beimischung entdeckt. Aber nur wer die Mechanismen der Rohstoff-Märkte kennt, kann Anleger intensiv beraten. Hier setzt das Kompaktstudium Rohstoffe der EBS Finanzakademie an, das in enger Zusammenarbeit mit dem BAI e.V. entwickelt wurde. Das Kompaktstudium vermittelt fundierte Kenntnisse über die Rohstoffmärkte. Den Teilnehmer wird ein breit gefächertes Wissen über die Grundlagen und Funktion von Rohstoffen und Märkten, die Investitionsmöglichkeiten, die richtige Auswahl und die Diversifikationswirkung im Portfolio sowie die rechtlichen und steuerlichen Implikationen vermittelt. Abgerundet wird das Kompaktstudium durch einen Überblick über die Trends und Veränderungen auf den Rohstoffmärkten und die Rückkopplung auf die Wirtschaft.

Das Kompaktstudium Rohstoffe schult ein umfassendes, in der Praxis anwendbares Wissen über alle Teilbereiche des Beratungsprozesses für Rohstoff-Investments.

Erfolgreiche Absolventen tragen den Titel Commodity-Advisor (EBS/BAI)

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

300 Euro Rabatt für BAI-Mitglieder

#### **SAVE THE DATE ! BAI Alternative Investor Conference (AIC) 2012 15. und 16. Mai 2012 Industrie- und Handelskammer (IHK), Frankfurt**

Weitere Informationen finden Sie in Kürze auf: [www.ai-conference.com](http://www.ai-conference.com).

# IMPRESSUM

---

## Haftungsausschluss

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

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

## Impressum

Jahrgang 10 – Ausgabe 2

Verantwortliche Redakteure:

Roland Brooks

Frank Dornseifer

Christina Gaul

Erscheinungsweise: vierteljährlich

BAI e.V.

Poppelsdorfer Allee 106

D-53115 Bonn

Tel. +49 - (0) 228 - 969870

Fax +49 - (0) 228 - 9698790

[www.bvai.de](http://www.bvai.de)

[info@bvai.de](mailto: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](http://www.VANAMELAND.de)

[info@VANAMELAND.de](mailto:info@VANAMELAND.de)