

**SCHLICHTING**

Verbriefungen –  
neuer Trend im Dachhedgefonds-Management

**KASERER & BUCHNER**

Zur Integration von Private Equity  
in die Portfoliosteuerung –  
Ein Vorschlag

## SPONSOREN

---

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

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

---













Investment Managers

**/** Weitere Sponsoren

---



# INHALTSVERZEICHNIS

|   |  |         |
|---|--|---------|
|    | Leitartikel _____  | 4       |
|    | Mitgliederveränderungen _____  | 5 - 6   |
|    | Mitgliedernews _____   | 7 - 8   |
|    | Private Equity _____   | 9 - 11  |
|    | Recht _____  | 13 - 24 |
|   | Schlichting:<br>Verbriefungen – neuer Trend im Dachhedgefonds-Management _____                           | 25 - 28 |
|  | Kaserer & Buchner:<br>Zur Integration von Private Equity in die Portfoliosteuerung – Ein Vorschlag _____ | 29 - 34 |
|  | Pressespiegel _____  | 35      |
|  | Veranstaltungshinweise _____   | 37 - 39 |
|  | Impressum _____  | 40      |

## LEITARTIKEL

Sehr geehrte Damen und Herren,

es sind bewegende Zeiten für die Alternative Investment (AI-)Branche. Zum einen findet die Anlageklasse, auch hervorgerufen durch die unter hoher Volatilität zustande gekommenen Kursrückgänge der klassischen Anlageklassen (Aktien und Renten), eine größere Beachtung bei den Investoren, zum anderen nehmen die Stimmen zu, die für eine verstärkte Regulierung eintreten. Darüber hinaus entwickelt sich ein zunehmender Druck auf den nationalen Gesetzgeber, Real Estate Investment Trusts (REITs) zuzulassen und die Beschränkungen denen die gesamte AI-Branche in Deutschland unterliegt, analog der internationalen Rahmenbedingungen, zu reduzieren.

Über die Novellierung des Investmentgesetzes hat Deutschland die Chance, Anschluss an die besonders im angelsächsischen Finanzmarkt weit fortgeschrittene Entwicklung der AI-Industrie zu finden. Sollte eine Anpassung der deutschen Regulierung an internationale Standards nicht erfolgen, würde dies gravierende Auswirkungen auf die noch junge deutsche AI-Branche und damit auf den Finanzplatz Deutschland haben. Vor dem Hintergrund weiter unsicherer Kapitalmärkte und niedriger Zinsen sind private wie institutionelle Investoren auf eine verstärkte Diversifikation ihrer Vermögen angewiesen, wie sie nur Alternative Investments bieten können. Deutschen Investoren den Zugang nicht zu erleichtern bedeutet, Sie gegenüber ausländischen Investoren schlechter zu stellen und sie von neuen Ertragsquellen abzuhalten bzw. ihnen risikominimierende Produkte vorzuenthalten.

REITs haben historisch gesehen eine niedrige Korrelation zum Aktienmarkt. Das macht Sie zu interessanten Portfolio-Bausteinen, da sie dazu beitragen, das Risiko-Rendite-Profil zu verbessern. Kritiker der Einführung deutscher REITs befürchten zum einen Steuerausfälle des deutschen Fiskus als auch einen größeren Druck auf die Mieter der REITs-Immobilien. Bislang hatte es unter Finanzexperten und Politikern immer geheißen, dass ein Gesetzentwurf noch vor der Sommerpause vorliegen müsse, damit die steuertransparenten Immobilien-AGs am 1. Januar 2007 eingeführt werden können. Der Termin gilt deshalb als wichtig, weil Großbri-

tannien nach aller Voraussicht am selben Tag REITs zulassen wird und viele Finanzmarktexperten erwarten, dass bei einer weiteren Verzögerung in Deutschland ein Großteil des Marktes in London statt in Frankfurt entsteht.

Hedgefonds wird von verschiedenen Seiten vorgeworfen, dass von Ihnen ein Risiko für die Stabilität des globalen Kapitalmarkts ausgeht. In diesem Zusammenhang ist kürzlich die Idee eines Ratings für Hedgefonds durch Rating-Agenturen lanciert worden. Um zuverlässige Aussagen über die Stabilität des Finanzsystems zu machen, müssten entsprechende Informationen nicht nur einheitlich erhoben, sondern auch zentral gesammelt und ausgewertet werden. Ob das dem Oligopol der Rating-Agenturen besser gelingt als Aufsichts-Behörden, zu deren Kerngeschäft derartige Erhebungen gehören, darf bezweifelt werden. In Wahrheit überdeckt dieser Vorschlag das Kernproblem: Es gibt keinen internationalen Konsens darüber, ob und ggf. wie Hedgefonds reguliert werden sollen. Und ohne Einbindung der USA und Großbritanniens werden kontinentaleuropäische Vorschläge ohnehin wenig Aussicht auf Erfolg haben.

Am 30. Mai 2006 fand im Le Meridien in Frankfurt unsere diesjährige Mitgliederversammlung statt. Den zahlreich vertretenen Mitgliedern konnten wir über ein sehr erfolgreiches Geschäftsjahr 2005 berichten und einen viel versprechenden Ausblick auf die Aktivitäten des laufenden Jahres geben.

Schon heute möchten wir Sie herzlich zum V. BAI Forum Alternative Investments in Frankfurt einladen. Diese am 26. und 27. September in den Räumlichkeiten der Deutschen Börse stattfindende Veranstaltung wird wieder die maßgeblichen Branchenvertreter in Deutschland zusammen führen.

Wir wünschen Ihnen eine erfolgreiche zweite Jahreshälfte.

### Der Vorstand

## MITGLIEDERVERÄNDERUNGEN

**Das Mitgliederwachstum des Verbandes verlief auch seit der Ausgabe des letzten Newsletters weiterhin erfolgreich. In diesem Jahr hat der BAI bereits neun weitere renommierte Unternehmen als Mitglieder aus der Alternativen Investmentindustrie gewinnen können.**

**Wir freuen uns sehr,**

- **Horizon21 Alternative Investments sowie die**
- **SCM Strategic Capital Management AG**

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

### Horizon21 Alternative Investments

Horizon21 ist ein Investment Manager mit Sitz in Pfäffikon SZ, Schweiz, und wurde 2004 gegründet. Das Kernteam besteht aus früheren Partnern der RMF, welche im Bereich alternativer Anlagen eine langjährige, profunde Erfahrung mitbringen, sowie ausgewiesenen Experten von führenden Investmentbanken. Momentan beschäftigt Horizon21 rund 60 Mitarbeiter und ist in Pfäffikon SZ, Freienbach, Zürich, London und den Cayman Islands vertreten. Horizon21 Alternative Investments, Horizon21 Private Equity und Horizon21 Active Alpha bilden ein weltweites Netzwerk spezialisierter Finanzdienstleister mit einem Fokus auf alternative Anlagen. Horizon21 Wealth Management bietet Wealth Management für sophistische Investoren an. Horizon21 Management Services ist für die Corporate-Funktionen (Finanzen & Treasury, Controlling & Audit, Legal & Compliance, HR, Marketing & Kommunikation, IT und Administration) aller Gruppengesellschaften verantwortlich.

Horizon21 Alternative Investments entwickelt, bewirtschaftet und vertreibt auf Know-how basierende Finanzprodukte insbesondere für sophistische Investoren. Die Aktivitäten umfassen New Alternatives, Rohstoffe, Insurance Linked Products und strukturierte Produkte sowie innovative Anlageformen im Bereich der alternativen Anlagen. Swiss Re, ein weltweit führendes Rückversicherungsunternehmen, ist als strategischer Partner mit 20 Prozent am Aktienkapital der zur Horizon21 gehörenden Geschäftseinheit Horizon21

Alternative Investments beteiligt. Mit der Zusammenarbeit werden unter anderem alternative Finanzprodukte für Megatrends wie Rohstoffe, Energie und natürliche Ressourcen sowie Investitionsstrategien für Insurance Linked Products und Insurance Securitization (Verbriefung von Versicherungsrisiken) entwickelt.

Horizon21 Active Alpha bietet Investoren an, zusammen mit den Gründern von Horizon21 auf einer erstklassigen Plattform in spezialisierte Single Manager Hedge Funds mit einem Fokus auf Global-Macro- und Commodity-Strategien zu investieren.

Horizon21 Private Equity bildet die dedizierte Plattform für alle Private-Equity-Aktivitäten. Zusammen mit ihren strategischen Partnern bietet Horizon21 Private Equity Anlagelösungen für Investoren in Private Equity Fund of Funds und Private Equity Funds an.

Horizon21 Wealth Management bietet Wealth Management für sophistische Investoren an. Ihre Kunden profitieren von einem individuellen, aber gleichzeitig strukturierten Investitionsansatz. Dieser Ansatz basiert auf einer Plattform, welche für die Bedürfnisse der Gründer von Horizon21 geschaffen wurde und auf deren Philosophie beruht.

### Kontakt

Urs Wieser  
 Head of Marketing & Communication  
 Telefon +41 55 415 20 44  
 Telefax +41 55 415 20 01  
[urs.wieser@horizon21.com](mailto:urs.wieser@horizon21.com)

[www.horizon21.com](http://www.horizon21.com)

### SCM Strategic Capital Management

Die in Zollikon/Zürich ansässige SCM Strategic Capital Management AG wurde 1996 als eine der ersten europäischen Finanzberatungsgesellschaften gegründet, die ihre institutionellen Kunden ausschliesslich bei Fondsanlagen in den

Bereichen Private Equity und Real Estate berät. Die SCM gilt heute als einer der europäischen Marktführer in diesem Segment.

Die Dienstleistungen umfassen unter anderem die Unterstützung bei der Planung von Anlageprogrammen, der Asset Allokation, der Manager Selektion und der Due Diligence von Private Equity und Real Estate Funds, wie auch das Investment Monitoring/Controlling und Reporting. Die SCM berät namhafte Pensionskassen und Versicherungen in Europa und den Vereinigten Staaten auf diskretionärer und nicht-diskretionärer Basis mit einer auf ihre Bedürfnisse zugeschnittenen Dienstleistungspalette.

Mit über CHF 5 Milliarden an betreuten Kundenprogrammen und einem ausgezeichneten Performanceausweis der gemanagten Anlageprogramme gehört die SCM zu den wichtigsten Kapitalgebern für Private Equity und Real Estate Funds in Europa und gewährleistet für ihre Kunden einen exzellenten Zugang zu den Top Managern dieser Anlagekategorien.

#### **Kontakt**

SCM Strategic Capital Management AG

Dr. Stefan Hepp

CEO & Gründer

Dufourstrasse 20

CH-8702 Zollikon

Telefon +41 43 499 49 49

Telefax +41 43 499 49 50

hepp@scmag.com

[www.scmag.com](http://www.scmag.com)

#### **Vontobel Financial Products GmbH** (nachträglich)

Vontobel, 1924 gegründet, ist eine international ausgerichtete Schweizer Privatbank und gehört zu den führenden Schweizer Vermögensverwalter. Sie ist spezialisiert auf das Vermögensmanagement anspruchsvoller privater und institutioneller Kunden. Vontobel konzentriert seine Kernkompetenzen aus Private Banking, Investment Banking und Asset Management & Investment Funds zum Nutzen seiner Kunden und Kooperationspartner in allen Facetten des Vermögensmanagements. Die Bank Vontobel ist klein

genug, um individuell und engagiert auf ihre Kunden einzugehen. Aber auch gross genug, um jederzeit über die notwendigen Ressourcen und Kompetenzen zu verfügen, die professionelle Lösungen ermöglichen.

Das integrierte Geschäftsmodell der Bank Vontobel erlaubt die Kombination von Know-how und Ressourcen zugunsten ihrer Kunden und Kooperationspartner. Ihren Kunden und Kooperationspartnern bietet Vontobel umfassende Beratung und Unterstützung bei der Lösung von Problemen, die für sie persönlich, für ihre Familien, für ihr Unternehmen oder für ihnen anvertraute Vermögen von grosser Bedeutung sind. Die Lösungen der Bank Vontobel im Vermögensmanagement sind daher klar am Anlageerfolg ausgerichtet.

Vontobel ist eine Publikumsgesellschaft mit starkem Aktionärskern. Die Namenaktien der Vontobel Holding AG sind seit 1986 an der Schweizer Börse kotiert. Die Börsenkapitalisierung betrug per Ende 2005 CHF 2,59 Mrd. und das Eigenkapital CHF 1,2 Mrd. Die Familie und die Vontobel-Stiftung besitzen die Aktien- und Stimmenmehrheit. Diese Aktionärsstruktur sowie die finanzielle Stärke sind für die Bank Vontobel die Basis für die unternehmerische Eigenständigkeit und die Orientierung an langfristig gültigen Werten.

Per Ende 2005 betreute die Vontobel-Gruppe Kundenvermögen von CHF 57.6 Mrd., dazu kamen CHF 31.3 Mrd. Custody Assets. Sie beschäftigt rund 900 Mitarbeiter. Mit Niederlassungen vertreten ist die Vontobel-Gruppe in Zürich, Genf, Luzern, Salzburg, Wien, Vaduz, Köln, Frankfurt, München, Luxemburg, Mailand, New York, Vancouver und Grand Cayman.

Im Januar 2006 erwarb die Vontobel-Gruppe von der niederländischen NIBC Capital N.V. 56% des Aktienkapitals an Harcourt Investment Consulting AG. Die in Zürich domizilierte Harcourt zählt zu den führenden internationalen Anbietern von Funds of Hedge Funds und massgeschneiderten Vermögensverwaltungsmandaten im Bereich der alternativen Anlagen für grosse institutionelle Kunden.

Weitere Informationen finden Sie unter:

[www.vontobel.com](http://www.vontobel.com)

## MITGLIEDERNEWS

### Dresdner Bank

Die Dresdner Bank hat innerhalb von nur vier Monaten fast 1,1 Milliarden Euro für drei neue Hedgefonds-Zertifikate erworben. Nachdem vor kurzem bereits mehr als 750 Millionen Euro in das „AI Global Hedge Zertifikat II“ geflossen waren, war auch die Nachfrage nach dem „AGF Hedge Zertifikat“ sowie dem „AGF Hedge Plus Zertifikat“ enorm. Innerhalb kürzester Zeit sammelte die Dresdner Bank weitere 300 Millionen Euro ein.

### Eurex

#### **Eurex to Expand Direct Membership to U.S.-Registered CTAs, CPOs and Other Eligible Firms**

U.S.-registered CTAs, CPOs and firms that are exempt from such registration (pursuant to Commission Rule 4.13 or 4.14) can now become direct exchange members of Eurex Deutschland (Eurex). Direct membership is allowed by an amendment of the no-action letter to Eurex (Commodity Futures Trading Commission (CFTC) Staff letter No 99-48, August 10, 1999) from the CFTC, issued April 21, 2006.

The CFTC's amendment of the no-action relief permits U.S.-based CTAs, CPOs and other eligible firms to become exchange members of Eurex, provided that:

- The CTA, CPO or other eligible firm enters orders either for its own accounts, or for those pools they operate or customer accounts [or pools] where it has discretionary authority;
- The orders are submitted via a Eurex terminal operated pursuant to the no-action relief and is located in the U.S; and
- An FCM or Rule 30.10 firm (firm that acts in the capacity of an FCM) functions as a clearing firm for all such orders.

For more information on direct Eurex membership, please contact Matthew Haraburda at (312) 544-1100 or Rachna Mathur at (212) 918-4828.

### Ferro Capital

Ferro Capital baut seine internationale Präsenz mit einer neuen Niederlassung in der Schweiz aus. Das Büro in Zürich konzentriert sich insbesondere auf die Akquisition von Neukunden als auch die Pflege von bestehenden Investoren in Europa und wird von Rainer Lang geleitet. Lang war bislang Head im Bereich Alternative Investment Sales in Europa und dem Nahen Osten für Julius Bär. Die Niederlassung der Ferro Capital International GmbH ist nach der Gründung der Niederlassung in Frankfurt im Jahr 2004 die zweite europäische Niederlassung der Ferro Capital Gruppe.

Außerdem hat Ferro Capital die Auflage eines neuen Hedge-Dachfonds-Zertifikats bekannt gegeben. Das Ferro Total Return Hedge Index Zertifikat wurde von der Rabobank emittiert und startete zum 1. Mai 2006. Die Wertentwicklung dieses Zertifikats ist an die Entwicklung der Total Return Strategie von Ferro Capital gekoppelt.

Damit ist erstmals die Total Return Strategie von Ferro Capital über ein Zertifikat in Deutschland erhältlich. Das Zertifikat wurde von der Rabobank (AAA Rating) emittiert.

### Hasenbichler Asset Management GmbH

Als erster Anbieter in Deutschland hat die Hasenbichler Asset Management GmbH einen Dach-Hedgefonds in Form einer Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital aufgelegt. Diese Form wurde gewählt, da „sie extrem anlegerfreundlich ist“, so Dr. Bernd Hasenbichler, der Gründer und Geschäftsführer des Unternehmens.

Die Hasenbichler Investment AG investiert in fünf hauseigene Subfonds, die den Hedgefonds-Stilrichtungen Long/Short Equity, Aktien, Rohstoffe, Volatility Trading und Managed Futures zuzuordnen sind. Durch diese weitgehend unkorrelierten Asset-Klassen soll eine optimale Risikoverteilung sichergestellt werden. Die Investitionsentscheidungen beruhen auf systematischen, quantitativen Analysen und werden durch Computer gestützte Handelssysteme umgesetzt.

## Partners Group

Partners Group, the Swiss based global alternative asset manager, held the final closing for Partners Group European Buyout 2005 (B) at EUR 279 million on June 15th, 2006. The fund has an exclusive focus on European small- and mid-cap buyout partnerships and direct investments. Partners Group European Buyout 2005 (B) has already committed EUR 114 million to nine leading European buyout funds.

Außerdem teilte Partners Group das Final Closing für den Private Equity-Fonds „Partners Group Asia Pacific 2005“ mit. Die Kundennachfrage habe das Limit des Fonds von 375 Millionen US-Dollar überstiegen.

## Rising STAR AG

Die Rising Star AG bietet Privatanlegern die Möglichkeit, in ihr erfolgreiches Rising Star I Hedge Zertifikat (WKN: CZ3177/ISIN: DE000CZ31773) zu investieren. Dies gab das Unternehmen auf einer gemeinsamen Veranstaltung mit der Commerzbank AG für Banken und Vermögensverwalter in Frankfurt am Main bekannt. Das Zertifikat wurde dazu von der Commerzbank neu emittiert. Das Wertpapier ist jetzt täglich handelbar, die Mindestanlagesumme beträgt 20.000 Euro. Bislang konnten Anleger erst ab 2,5 Millionen Euro zeichnen. Das Index-Zertifikat investiert weltweit in derzeit 17 Einzel-Hedgefonds verschiedener aussichtsreicher Strategien. Für die Fondsauswahl und die Portfoliokonstruktion ist der Schweizer Dach-Hedgefonds-Experte Harcourt verantwortlich.

## PRIVATE EQUITY

von Roland Brooks,  
beim BAI zuständig für den Bereich Private Equity

Der BAI möchte als Verband und Vertreter der Alternativen Investmentindustrie dazu beitragen, dass das Thema **Private Equity** durch Aufklärung und Informationen mit einem sachlichen Verständnis in der Öffentlichkeit aufgenommen wird. Sowohl Investoren, als auch Politiker, Unternehmer und andere interessierte Personen sind hierbei gleichermaßen angesprochen.

Um insbesondere institutionellen inländischen Investoren, wie z. B. Versicherungen, Pensionskassen und Stiftungen diese alternative Assetklasse näher zubringen, empfehlen wir die BAI Informationsbroschüre „**Private Equity als alternative Anlageklasse für institutionelle Investoren**“, welche kostenlos unter [info@bvai.de](mailto:info@bvai.de) bestellt werden kann.

Wir möchten an dieser Stelle nochmals auf unser neues **Kompaktstudium Private Equity** hinweisen, welches der BAI zusammen mit der ebs FINANZAKADEMIE entwickelt hat. Somit können wir als Verband eine hoch qualifizierte Ausbildung gemeinsam mit unserem bereits vom Hedgefonds-Studium her bekannten und renommierten Ausbildungskooperationspartner anbieten. Weitere Informationen zum Studium finden Sie im folgenden sowie im Veranstaltungskalender.

In der Rubrik „**Private-Equity-Basics**“ stehen grundlegende Informationen über diesen Bereich. Zielgruppe dieser Rubrik sind die Leser, welche Ihren Erfahrungsschatz auf dem Gebiet Private Equity erst aufbauen und erweitern wollen.

### Private Equity Kompaktstudium (ebs/BAI)

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 PE profitiert haben, wird diese Anlageklasse nun auch mehr von Privatanlegern nachgefragt. Beteiligungsmanager sowie Anlageberater benötigen daher Private Equity Expertise, um Portfolios und deren Beteiligungen qualifiziert managen und kundenorientiert beraten zu können. Hier setzt das neue **Kompaktstudium Private Equity** der ebs FINANZAKADEMIE an, welches zusammen mit dem Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) entwickelt wurde und nun neben dem bereits etablierten Kompaktstudium über Hedgefonds neue Maßstäbe mit dieser umfangreichen speziellen Ausbildung der Alternativen Investments setzen möchte. Das Kompaktstudium mit abschließender schriftlicher Prüfung geht in der Ausbildung weit über die am Markt angebotenen üblichen Seminare hinaus und ist auf (Nachwuchs-)Beteiligungsmanager, Anlage- und Kundenberater sowie Vermögensverwalter zugeschnitten, damit diese ihre Kunden qualifiziert beraten und auf deren Bedürfnisse eingehen können. Weitere Zielgruppen sind Mitarbeiter im Bereich Wealth Management, Stiftungen und Family Office, aus Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen sowie vermögende Privatkunden. Das Studium vermittelt ein umfassendes, in der Praxis anwendbares Wissen über alle Teilbereiche des Beratungsprozesses für Private Equity Produkte. Ansätze für die erfolgreiche Beratung und Kommunikation stellen ebenso einen wesentlichen Bestandteil des Curriculums dar wie rechtliche Aspekte. Der Praxisbezug wird durch zahlreiche Fallstudien unterstützt und intensiviert. Die Dozenten sind ausgewiesene Fachleute und garantieren ein Höchstmaß an Aktualität und Kompetenz in der Wissensvermittlung.

Erfolgreiche Absolventen erhalten den Titel „**Private Equity Advisor (ebs/BAI)**“ und weisen dadurch zukünftig ein hohes Ausbildungsniveau in der Private Equity Industrie nach.

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

BAI Mitglieder erhalten einen 250 EUR Discount.

## Private Equity Basics

In dieser Ausgabe befindet sich der vierte Teil einer Berichtsserie über grundlegende Informationen zum Thema Private Equity.

### Direkte oder indirekte Anlage in Private Equity

#### Direktanlage

Wenn die Entscheidung beim Investor gefallen ist, eine Private Equity Investition zu tätigen, stellt sich die Frage, wie dies geschehen kann.

Eine Direktanlage in PE, d. h. eine offene Beteiligung an einem Unternehmen ist für die meisten institutionellen oder gar privaten Investoren nicht interessant bzw. durchführbar, da der damit verbundene Aufwand viel zu hoch ist und das notwendige spezielle Know How meist gar nicht im eigenen Hause vorhanden ist. Unter Risikogesichtspunkten ist - aufgrund fehlender Diversifikation - eine Direktinvestition ebenfalls nicht zu empfehlen, da die Wahrscheinlichkeit eines Totalausfalls erheblich ist.

#### Indirekte Anlage in PE-Fonds oder Dachfonds

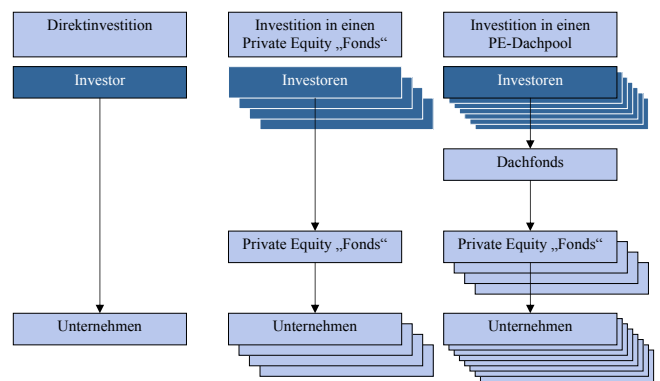
Hohe Diversifikationsvorteile bietet die Form der indirekten Anlage. Hierzu zählen Fonds und Dachfonds. Die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes bzw. Totalverlustes ist bei den Fonds geringer, bei den Dachfonds sogar sehr gering. Die Untersuchung „Das Risikoprofil von PE-Investitionen“ von T. Weidig/P. Mathonet aus 2004 zeigt, dass bei einem Buyout Fonds die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes bei 21% liegt, die Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes beträgt nur 1%. Bei einer Dachfonds Konstruktion liegt die Verlustwahrscheinlichkeit bzw. die Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes jeweils lediglich bei 1%.

PE-Fonds sammeln Kapital von Investoren ein und investieren das Geld anschließend in ca. 10 bis 20 Beteiligungsunternehmen. Der Betreuungsaufwand der Fondsmanager ist teilweise sehr hoch. Die Investoren solcher Fonds sind meistens Dachfondsgesellschaften, Banken, Versicherungen und Großunternehmen. Der Diversifikationsgrad ist jedoch begrenzt und dadurch oftmals nicht ausreichend.

Ein Dachfonds sammelt ebenfalls Kapital von Investo-

ren ein und investiert es in ca. 20 oder mehrere Einzel-Fonds. Dachfonds ermöglichen es den Anlegern, relativ schnell und einfach in ein global diversifiziertes Portfolio zu investieren. Das Risiko der Investition ist auf eine sehr viel größere Anzahl - oft mehrere hundert - Unternehmen verteilt und somit für einen Anleger als Anlage in dieses Vehikel oftmals sehr viel geeigneter (Anmerkung: ein Dax orientierter Fonds investiert „nur“ in 30 Unternehmen), da eine Verlustwahrscheinlichkeit auf Dachfondsebene sehr gering ist.

Zur Verdeutlichung der drei verschiedenen Private Equity Beteiligungsformen dient folgendes Schaubild:



### Private Equity Investitionen mit Unterstützung eines Managed-Account Partners

Die Untersuchung „Private Equity und ihr Einfluss auf die Portfolioallokation institutioneller Investoren in Europa“ von AVIDA ADVISERS beschäftigt sich unter anderem mit dem Ansatz hinsichtlich einer Investition mit Hilfe eines sog. Managed-Account-Anbieters.

Diejenigen institutionellen Investoren, die ein hohes Volumen in PE bilden wollen (bspw. > EURO 50. Mio.) werden ihre Private Equity Aktivitäten anfangs weder komplett „outsourcen“, noch umfassende eigene Ressourcen aufbauen wollen. Anders als in den USA sind spezialisierte Managed-Account-Anbieter, die dem Investor dabei behilflich sind, ein maßgeschneidertes PE-Programm aufzubauen, in Europa bisher noch kaum anzutreffen. Der Managed-Account-Partner unterstützt den institutionellen Investor bei der Planung und Umsetzung seines PE-Programms, der Selektion der besten Fonds und begleitet ihn auch bei den wichtigen administrativen Funktionen wie beispiels-

weise der Implementierung eines investorenorientierten Reportings und dem Controlling auf Fonds- und Unternehmensebene. Bei einem Managed Account wird der Investor aktiv in das Investitionsgeschehen eingebunden. Er kann Einfluss auf die Struktur und Zusammensetzung seines Portfolios nehmen und auf der Basis einer gründlichen Selektion und Bewertung der weltweit insgesamt ca. 5.000 Primär- und Dachfonds seine Investitionsentscheidungen treffen. Obwohl der Investor den Aufbau seines PE-Programms sehr individuell gestaltet und tief involviert ist, muss er nicht unverhältnismäßig viel Zeit dafür aufwenden (aus o. g. Studie Seite 17f).

Der BAI steht Ihnen gerne für Fragen und weitere Literaturhinweise zum Thema Private Equity zur Verfügung.

### **Ansprechpartner**

Roland Brooks  
Tel.: +49-228-96987-16  
E-Mail: brooks@bvai.de

Beratungskompetenz durch  
Fachwissen mit Praxisbezug



|        |       |        |
|--------|-------|--------|
| 49,29  | 30,17 | 27,31  |
| 127,90 | 81,32 | 29,60  |
| 5,83   | 2,90  | 22,25  |
| 96,07  | 55,73 | 84,14  |
| 80,62  | 39,11 | 29,81  |
| 28,12  | 14,57 | 7,73   |
| 42,60  | 21,99 | 109,06 |

Die **ebs** FINANZAKADEMIE veranstaltet an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL International University Schloß Reichartshausen im Rheingau einen Kompakt-Studiengang mit äußerst aktuellem Bezug:

## KOMPAKTSTUDIUM PRIVATE EQUITY

Private Equity rückt als Anlageklasse immer stärker in den Fokus von Vermögens- und Finanzplanern. Sie erreichen mit dieser Anlageform eine Performance-Steigerung und stabilisieren die Portfolios ihrer Kunden.

In Zusammenarbeit mit dem **BAI Bundesverband Alternative Investments e.V.** hat sich die **ebs** FINANZAKADEMIE das Ziel gesetzt, Finanzdienstleistern die Eigenheiten dieser Assetklasse, ihre Chancen und Risiken und ihre zielgerichtete Beimischung in Portfolios zu vermitteln.

Im Rahmen eines siebentägigen Kompaktstudiums – aufgeteilt in eine fünftägige Blockphase und eine Wochenendphase – werden in knapp 100 Unterrichtseinheiten alle wesentlichen Facetten von Private Equity, die rechtliche und steuerliche Behandlung sowie Beratungs- und Vertriebsansätze praxisnah von Experten vermittelt.

Hier einige der Themen aus dem Curriculum:

- Rechtliche und steuerliche Aspekte von Private Equity
- Unternehmensbewertung
- Private Equity-Industrie im Überblick und deren Entwicklungstendenzen
- Kapitaleinwerbung von Private Equity
- Der Investmentprozess bis hin zum Exit
- Asset Management Prozess von Private Equity
- Asset Allocation von Private Equity
- Performance Attribution von Private Equity
- Private Equity-Analyse und Informationsquellen
- Prospektanalyse von Private Equity-Produkten
- Beratungstraining

**TERMIN:** Der 2. Jahrgang beginnt  
am 11. September 2006.

Die Kosten für das Intensivstudium belaufen sich auf netto € 2.950. Mitglieder des BAI zahlen netto € 2.700. Für Absolventen des Kompaktstudium Hedgefonds belaufen sich die Studiengebühren auf € 2.500 (jeweils plus gesetzlicher MwSt.).

Anmeldung ab sofort an der **ebs** FINANZAKADEMIE.



## RECHT

von Dr. Hans Moritz,  
beim BAI zuständig für Regulierung, Recht und Steuern

### Aktueller Maßnahmenkatalog des BAI zur Novellierung der Hedgefonds-Regulierung in Deutschland

Der BAI hat im Zuge der Novellierungsbestrebungen des Investmentgesetzes jetzt weitere Vorschläge zur Optimierung der regulatorischen Rahmenbedingungen für Hedgefonds in Deutschland vorgelegt. Nachdem der BAI bereits im Rahmen des Konsultationsverfahrens des Bundesministeriums der Finanzen am 30. Juni 2005 eine Reihe von Vorschlägen zur Schaffung wettbewerbsfähiger Rahmenbedingungen vorgelegt hatte, brachte er am 19. April 2006 weitere zentrale Vorschläge zur künftigen Hedgefonds-Regulierung beim Bundesfinanzministerium ein (Die Stellungnahmen können bei der BAI-Geschäftsstelle in Bonn angefordert werden).

#### I. Single Hedgefonds-Regulierung

Der BAI fordert abermals die derzeit gesetzlich vorgesehenen umfangreichen und mit erheblichem Verwaltungs- und Kostenaufwand verbundenen Meldepflichten gegenüber der Finanzaufsicht über Hedgefonds-Transaktionen abzuschaffen; sie produzieren lediglich Datenfriedhöfe bei der Finanzaufsicht ohne erkennbaren Nutzen für die Finanzmärkte und den Anlegerschutz. Vergleichbare Meldepflichten existieren im europäischen Ausland nicht. Ferner schlägt der BAI vor, das Anlagespektrum von deutschen Single-Hedgefonds zu öffnen und künftig keinerlei gesetzlichen Restriktionen mehr zu unterwerfen. Deutschen Single-Hedgefonds sollte es gestattet sein, in alle Anlagegegenstände investieren zu können. Als besonders nachteilig beurteilt der BAI, dass gegenwärtig der Erwerb von Darlehensforderungen, der häufig im Zusammenhang mit Distressed-Debt-Strategien vorgenommen wird, durch deutsche Hedgefonds nicht möglich ist. Auch das Erfordernis, dass Terminkontrakte zu Waren nur dann als zulässiger Anlagegegenstand in Betracht kommen, wenn sie an organisierten Märkten gehandelt werden, sowie das Verbot von Investitionen in Immobilien und Immobiliengesellschaften, schwächt gegenwärtig die Wettbewerbs-

fähigkeit deutscher Hedgefonds. Weiterhin sollten Single-Hedgefonds künftig von der Bestellung einer Depotbank absehen können. In der Regel wird im internationalen Hedgefonds-Markt vollständig auf die Bestellung einer Depotbank verzichtet; hier ist die Ausübung des Investmentgeschäfts im „investmentrechtlichen Dreieck“ deutscher Prägung gänzlich unüblich. Zentraler Bestandteil bei der Umsetzung von Hedgefonds-Strategien ist der Einsatz von Prime Brokern sowie im Hinblick auf die Fondsverwaltung die Zusammenarbeit mit Administratoren. Ferner sollte nach Einschätzung des BAI das derzeit geltende Verbot des öffentlichen Vertriebs von Single-Hedgefonds ab einer Erstanlagesumme von 10.000 Euro entfallen. Diese Mindestanlagesumme wird einerseits dem Umstand gerecht, Kleinanleger vom Erwerb von Single-Hedgefonds-Beteiligungen auszuschließen und lässt andererseits dem Anleger ausreichend Raum zur Portfoliodiversifikation.

#### II. Dach-Hedgefonds-Regulierung

Im Hinblick auf ein effizientes Dachfonds-Management hat der BAI zum wiederholten Mal darauf hingewiesen, dass es künftig Dach-Hedgefonds ermöglicht werden müsse, Kredite in Höhe von bis zu 10% des Fondsvermögens kurzfristig aufzunehmen, um das Cash- und Portfolio Management effektiv gestalten zu können. Hierdurch kann das Portfolio bei Zu- und Abflüssen von Kapital stabilisiert und die Transaktionskosten reduziert werden. Ferner ist eine temporäre Erlaubnis für Anlagegrenzüberschreitungen, wie bereits gegenwärtig von der aufsichtsrechtlichen Praxis für zulässig erachtet, auch bei der Diversifizierungsverpflichtung nach § 113 Abs. 4 Satz 1 InvG nach dem Vorbild des § 65 Satz 3 InvG gesetzlich zu verankern. Das in § 113 Abs. 4 Satz 2 niedergelegte Kaskadenverbot sollte jedenfalls für Spezialfonds aufgehoben werden. Darüber hinaus regt der BAI im Rahmen der Rücknahmebestimmung des § 116 InvG eine gesetzliche Klarstellung insoweit an, als der Begriff „Rücknahmetermin“ in § 116 S. 2 InvG zweifelsfrei als „Bewertungstichtag“ und nicht etwa als „Auszahlungstag“ auszulegen ist, um das Liquiditätsmanagement insbesondere des Dach-Hedgefonds zu optimieren. Ferner sollte der für Dach-Hedgefonds vorgesehene Warnhinweis ersatzlos gestrichen werden.

## RECHT

### III. Investmentaktiengesellschaft

Der BAI stellte klar, dass die Möglichkeit der Beauftragung einer Verwaltungsgesellschaft für eine Investmentaktiengesellschaft nicht zuletzt aus wirtschaftlicher Sicht wünschenswert wäre, wobei die Verwaltungsgesellschaft alle wesentlichen Verwaltungsfunktionen der Investmentaktiengesellschaft übernehmen kann und diese in demselben Maße von ihrer Überwachungspflicht befreit wird. Um zu vermeiden, dass die Investmentaktiengesellschaft über einen längeren Zeitraum eigene Aktien in größerem Umfang halten muss, sollte ihr als Pendant zum statutarisch genehmigten Kapital die Möglichkeit eingeräumt werden, im Wege einer vereinfachten Einziehung das Grundkapital ausschließlich durch Beschluss des Vorstands insoweit zu verringern, als es durch das statuarisch genehmigte Kapital erhöht wurde. Hierdurch wird erreicht, dass das Grundkapital tatsächlich innerhalb der Bandbreite des statutarischen Kapitals angepasst werden kann.

### IV. Gemischtes Sondervermögen

Gemischten Sondervermögen soll es nach Auffassung des BAI künftig gestattet sein, im Rahmen der Anlagegrenzen des § 85 InvG in in- und ausländische Single- und Dach-Hedgefonds unbeschränkt investieren zu können. Die derzeitige aufsichtsrechtliche Praxis geht in restriktiver Auslegung des Wortlautes im Rahmen einer Gesamtschau von § 84 Abs. 1 Nr. 3 und 4 InvG davon aus, dass das Gemischte Sondervermögen bei der Investition in in- und ausländische Zielfonds einem so genannten absoluten Kaskadenverbot unterliege, wonach Zielfonds des Gemischten Sondervermögens ihrerseits nicht in Hedgefonds oder andere Investmentvermögen investieren dürften.

Ferner sollte es Gemischten Sondervermögen künftig ermöglicht werden, im Rahmen der Anlagegrenzen des § 85 InvG in Derivate auf Hedgefonds-, Rohstoff- und Immobilien-Indizes zu investieren, da die genannten Indizes in der Regel breit diversifiziert und daher risikoarm sind. Dies würde zu einer weiteren Risikostreuung innerhalb des Gemischten Sondervermögens führen.

### V. Anlageregulierung institutioneller Investoren

Im Hinblick auf die Regulierung institutioneller Anleger ist eine Öffnung ihrer Investitionsgrenzen in Hedgefonds

erforderlich. Nicht zuletzt die allgemeine Anlagegrenze, wonach nur bis zu 5% des Sicherungsvermögens direkt oder indirekt über strukturierte Produkte in europäische Hedgefonds investiert werden darf, ist zu niedrig, um den Aufwand für Research und Risk Monitoring, den Versicherungsunternehmen im Zusammenhang mit Hedgefonds-Anlagen auf sich nehmen müssen, rechtfertigen zu können. Die nachweislich vorteilhaften Risiko-/Returnkennzahlen erfordern eine deutlich höhere Allokation. Der BAI hat daher vorgeschlagen, die allgemeine Hedgefonds-Quote auf mindestens 20% des Sicherungsvermögens und des sonstigen gebundenen Vermögens anzuheben. Weiterhin kritisiert der BAI in diesem Zusammenhang die in Ziffer A. 2. e) des BaFin-Rundschreibens 7/2004 (VA) verankerte Diversifikationsverpflichtung von Versicherungsunternehmen bei Investitionen in Single Hedgefonds, wonach Versicherungsunternehmen nicht mehr als 1% des Sicherungsvermögens und des sonstigen gebundenen Vermögens in einen Single-Hedgefonds anlegen dürfen, und nicht in mehr als zwei Single-Hedgefonds vom selben Emittenten oder Fondsmanager investieren dürfen.

### VI. Fazit

Durch die Novellierung des Investmentgesetzes hat Deutschland die Chance, Anschluss an die besonders im angelsächsischen Finanzmarkt weit fortgeschrittene Entwicklung der Hedgefonds-Industrie zu finden. Sollte eine Anpassung deutscher Regulierungsstandards an internationale Usancen nicht stattfinden, wird dies gravierende Auswirkungen auf die noch junge deutsche Hedgefonds-Branche und damit auf den Finanzplatz Deutschland haben. Vorurteilsbeladene, von Unkenntnis geprägte Diskussionen im Stile der „Heuschrecken-Debatten“ sind insbesondere beim derzeitigen Stand der Novellierungsbestrebungen gänzlich fehl am Platz. Richtungsweisend für die künftige Ausgestaltung der regulatorischen Rahmenbedingungen für Hedgefonds in Deutschland wird der im Sommer diesen Jahres erwartete Referentenentwurf zur Novellierung des Investmentgesetzes sein.

## RECHT

### Hedgefonds und Rating

Hedge-Fonds sind für Jochen Sanio, den Chef der deutschen Finanzaufsicht, die „schwarzen Löcher des internationalen Finanzsystems“. Wiederholt haben sich deutsche Finanzaufseher auf internationaler Ebene für eine stärkere staatliche Regulierung der Hedgefonds ausgesprochen, in der Absicht, hierdurch die nach Ansicht der Finanzaufseher in Gefahr geratene Stabilität des internationalen Finanzsystems zu sichern.

Diese Debatte der Finanzaufseher übersieht einerseits, dass Hedgefonds im internationalen Finanzgefüge eine wichtige Funktion erfüllen, indem sie mit ihrer Absolute-Return-Strategie Risiken übernehmen, die andere Investoren scheuen und insbesondere junge und komplexe Märkte mit Liquidität versorgen. Die Nutzung von Markttransparenzen als Korrektiv zu traditionellen Anlageformen ist wichtiger Bestandteil stabiler Kapitalmärkte. Antizyklisches Verhalten der Hedgefonds bildet ein wichtiges Gegengewicht auf überhitzten Märkten. Was die Beteiligung an börsennotierten Unternehmen betrifft, sind Hedgefonds genauso transparent wie andere Investoren. Systematische Risiken für das globale Finanzsystem gehen von Hedgefonds nicht aus. Diese Ansicht wird von namhaften Wissenschaftlern und führenden Marktexperten (u.a. dem Internationalen Währungsfonds (IWF), der US-Notenbank sowie der Aufsichtsbehörde in Großbritannien (FSA)) geteilt.

Andererseits ist eine weltweite Kooperation oder ein abgestimmtes Vorgehen von staatlichen Finanzaufsichtsbehörden bei der Hedgefonds-Regulierung derzeit nicht erkennbar. In diesem Kontext hat die Bundesbank unlängst vorgeschlagen, Transparenz als ein wesentliches Kontrollinstrument durch Rating-Agenturen herzustellen und schiebt damit eben jenen Agenturen die Kontrollaufgabe zu.

Diese Idee verspricht jedoch im Hinblick auf die Kontrolle der Finanzmarktstabilität wenig Erfolg. Zum einen würde die Herstellung von Transparenz an einen kleinen Kreis von privaten Ratingunternehmen weitergereicht

werden, die selbst keiner aufsichtsrechtlichen Kontrolle unterworfen sind. Der Einfluss der Rating-Agenturen auf die Finanzmarktindustrie würde weiter zunehmen, und das, obwohl die Aufsichtsbehörden noch vor kurzem diskutierten, ob Ratingagenturen wegen ihrer Macht nicht auch staatlich reguliert werden müssten.

Ratings erstrecken sich u.a. auf die Beurteilung der Kreditwürdigkeit eines Unternehmens oder eines Fonds. Die Ratings über eine Reihe von Hedgefonds müssten nach den üblichen Maßstäben der Bonitätswächter insoweit meist schlecht ausfallen, da es zur Strategie verschiedener Hedge-Fonds gehört, Risiken einzugehen und diese Risiken mit dem Einsatz von Krediten und Derivaten zu hebeln.

Um zuverlässige Aussagen über die Stabilität des Finanzsystems zu machen, müssten diese Informationen außerdem nicht nur einheitlich erhoben, sondern auch zentral gesammelt und ausgewertet werden. Ob das dem Oligopol der Rating-Agenturen besser gelingt als Aufsichtsbehörden, zu deren Kerngeschäft derartige Erhebungen gehören, darf bezweifelt werden.

In Wahrheit überdeckt der Vorschlag der Bundesbank das Kernproblem: Es gibt keinen internationalen Konsens darüber, ob und ggf. wie Hedgefonds reguliert werden sollen. Und ohne Einbindung der USA und Großbritanniens werden kontinentaleuropäische Vorschläge ohnehin wenig Aussicht auf Erfolg haben.

An der Grundposition etwa der US-Notenbank über die Hedgefonds-Regulierung hat sich auch durch die Rating-Debatte nichts verändert. Der Chef der US-Notenbank Ben Bernanke ist gegen eine direkte Regulierung von Hedge-Fonds und hält wenig davon, sensible Daten wie etwa Anlagepositionen zu sammeln. Als vielversprechender betrachtet er die Kontrolle der Geschäftspartner von Hedgefonds, der Banken und der Broker. Das aber ist Aufgabe von Aufsichtsbehörden, nicht von Ratingagenturen.

## RECHT

Auf den Markt von Single-Hedgefonds könnte sich ein Rating nach international anerkannten einheitlichen Standards möglicherweise positiv auswirken. Durch das Rating könnte sich für Single-Hedgefonds deren Investorenbasis verbreitern. Die durch das Rating geschaffene Transparenz könnte den Anreiz für ein Direktinvestment in Singlefonds insbesondere für institutionelle Investoren jenseits der Dachfonds erhöhen. Viele Singlefonds wären dann nicht mehr auf Investitionen durch wenige große Dachfonds angewiesen. Soweit der Singlefonds bereits Gelder eines Dachfonds verwaltet, wurde er bereits regelmäßig einer umfassenden Due Dilligence Prüfung durch den Dachfonds unterzogen. Orientieren sich die Rating-Standards an den Due Dilligence Standards der Dachfonds, so wird das Rating für den Singlefonds kaum mit zusätzlichem Aufwand verbunden sein.

### Prüfung deutscher Dach-Hedgefonds

Bei der Prüfung der Jahresberichte von in Deutschland domizilierten Dach-Hedgefonds herrscht in der Praxis mangels konkreter gesetzlicher Vorgaben nach wie vor Unsicherheit über den Umfang der Prüfung und der zu erstellenden Prüfungsberichte. Die gegenwärtig stattfindenden Gespräche zwischen Vertretern der Wirtschaftsprüfer, der BaFin sowie Verbandsvertretern haben bislang keine abschließende Klärung herbeigeführt. Insbesondere ist unklar, inwieweit die Informationen über Zielfonds, die sich die Kapitalanlagegesellschaften nach § 113 Abs. 5 Satz 1 InvG vorlegen lassen müssen und auch die nach § 113 Absatz 5 Satz 4 InvG vorzulegenden Wertbestätigungen der Zielfonds im Rahmen der Prüfung des Jahresberichts durch die Abschlussprüfer auf ihre inhaltliche Richtigkeit überprüft werden können und müssen. § 44 Abs. 5 InvG gibt lediglich vor, dass die Abschlussprüfer bei der Prüfung der Jahresberichte auch festzustellen haben, ob bei der Verwaltung des Sondervermögens die Vorschriften des Investmentgesetzes sowie die Bestimmungen der Vertragsbedingungen beachtet worden sind. Vorgaben hinsichtlich der Art und Weise der Durchführung der Prüfung trifft das Gesetz nicht und vertraut insoweit darauf, dass die Prüfer nach den anerkannten Berufsregeln arbeiten. Auch ein spezifischer IDW-Prüfungsstandard für die Prüfung von Dach-Hedgefonds existiert bislang nicht und wird in absehbarer Zeit wohl nicht verabschiedet werden.

Nach Ansicht des BAI sollte ein Prüfungsverfahren entwickelt werden, das im Interesse der Anleger und der Branche eine wirksame Kontrolle der Dach-Hedgefonds sicherstellt, ohne die Branche mit überzogenen und unpraktikablen Prüfungsmaßnahmen zu belasten, wie dies bislang in der Prüfungspraxis teilweise der Fall war. Zusätzlich zu den signifikanten Kosten für das steuerliche Reporting sowie für die Prüfung und Bescheinigung der steuerlichen Daten würde eine weitere erhebliche Kostenbelastung für Dach-Hedgefonds entstehen, die sich letztlich zum Nachteil des Anlegers auswirken würde. Derartige Prüfungsanforderungen würden weitere regulatorische Benachteiligungen deutscher Dach-Hedge-

## RECHT

fonds gegenüber ausländischen Dach-Hedgefonds sowie Hedgefonds-Zertifikaten bedeuten.

Die Prüfungspflicht sollte sich grundsätzlich nur auf die Ebene des Dach-Hedgefonds beziehen. Zielfonds sollten lediglich insoweit Gegenstand der Prüfungshandlungen werden, als § 113 Abs. 5 InvG ausdrücklich an die Vorlage gewisser Informationen und Dokumente anknüpft. Die Sicherstellung, dass es sich bei den Nettoinventarwerten der Zielfonds um reale Werte handelt, kann nur durch regelmäßige Prüfung seitens unabhängiger Dritter gewährleistet werden. Das Dach-Sondervermögen sollte zur unterjährigen Kontrolle der Nettoinventarwerte der Zielfonds regelmäßige Wertbestätigungen über den Zielfonds erhalten. Die Erstellung oder Prüfung dieser Bestätigungen durch einen unabhängigen Wirtschaftsprüfer sollte jedoch nicht erforderlich sein. Ergänzend sollte überprüft werden, dass für die unterjährige Bestätigung des Wertes der Zielfonds neben der Depotbank der Zielfonds nur solche Stellen als vergleichbare Einrichtung im Sinne des § 113 Abs. 5 Satz 4 InvG angesehen werden, die eine möglichst unabhängige Berechnung des Wertes der Zielfonds gewährleisten. Anhand der geprüften Jahresberichte und der regelmäßig zu übermittelnden Bestätigungen des Wertes der jeweiligen Zielfonds haben die Abschlussprüfer auf Ebene des Dach-Sondervermögens mit zusätzlichen Risiken zu überprüfen, dass alle Zielfonds vollständig und richtig erfasst sind und die laufende Berechnung des Nettoinventarwertes des Dach-Sondervermögens mit zusätzlichen Risiken mit diesen Angaben übereinstimmt.

Der Vorschlag aus den Reihen unserer Mitglieder, wonach die vom Prüfer des Dachfonds zu erstellende Bescheinigung („besonderer Vermerk“) die Möglichkeiten zur abgestuften und einheitlich geregelten Beurteilung des Prüfungsergebnisses analog zu den Regelungen zum Bestätigungsvermerk in der Jahresabschlussprüfung des § 322 Abs.2 HGB geben sollte, lässt den Abschlussprüfern ausreichend Raum bei der Darstellung des Prüfungsergebnisses. Insbesondere die Möglichkeit, wonach das Prüfungsergebnis als Versagung aufgrund der Unmöglichkeit der Bildung eines eigenen Prüfungsurteils ab-

gegeben werden könnte, wäre sinnvoll, wenn der Dachfonds in eine Vielzahl ungeprüfter Zielfonds investiert, bei der die Kapitalanlagegesellschaft des Dachfonds nicht in der Lage – aus Kostengründen oder aus anderen Gründen – ist, Unterlagen zu präsentieren, die aus Sicht des Wirtschaftsprüfers zu einem Prüfungsurteil notwendig sind. Auch in diesem Falle gilt der Jahresbericht des Dachfonds als rechtlich ordnungsgemäß geprüft.

Dabei ist jedoch davon auszugehen, dass der Prüfer seine Prüfung in der Regel „ohne Einwendungen“ abzuschließen hat, wenn ihm alle in § 113 Abs. 5 InvG genannten Unterlagen zur Prüfung vorgelegt werden und sich hieraus nicht offenkundig Unrichtigkeiten oder Fehlbewertungen ergeben. Die erfolglose Nachforderung von Prüfungsunterlagen gegenüber einem Dach-Hedgefonds bzw. einem seiner Zielfonds kann dann nicht zu einer einwendungsbehafteten Prüfung führen, wenn der Dachfonds zur Einholung dieser Unterlagen gegenüber seinem Zielfonds weder gesetzlich noch vertraglich verpflichtet ist. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass der deutsche Gesetzgeber ausdrücklich davon ausgeht, dass der Dach-Hedgefonds in unregulierte Zielfonds investieren darf, deren Dokumentation möglicherweise nicht dem deutschen regulatorischen Standard entspricht.

Die BaFin-Auffassung über den Prüfungsumfang von Dach-Hedgefonds wird sich wohl künftig an den Verhandlungen und Ergebnissen des Technical Committee der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) orientieren, die im Februar 2006 eine Arbeitsgruppe „Administration and Valuation of Hedge Funds“ ins Leben gerufen hat, die ihren Arbeitsbericht voraussichtlich Anfang 2007 vorlegen wird.

## RECHT

### Private Equity Gesetz: Wirtschaftsministerkonferenz fordert Bundesregierung zur Forcierung der Weiterentwicklung des UBGG auf

In der gegenwärtigen Diskussion um das Vorhaben des Bundesfinanzministeriums, die steuerliche Transparenz von Beteiligungsgesellschaften in der Rechtsform von Personengesellschaften aufzuheben, hat die Wirtschaftsministerkonferenz der Länder die Bundesregierung am 7. Juni 2006 in Jena dazu aufgefordert, die Vorgaben des Koalitionsvertrages umzusetzen und die Weiterentwicklung des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) zu einem Private Equity Gesetz zu forcieren. (Der vollständige Beschluss kann bei der BAI-Geschäftsstelle in Bonn angefordert werden.)

Handlungsbedarf sieht die Wirtschaftsministerkonferenz nicht zuletzt im Hinblick auf den internationalen Wettbewerb der Private Equity-Standorte. In ihrem Beschluss konstatiert sie ausdrücklich die Notwendigkeit der Verbesserung der regulatorischen und steuerlichen Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital, um die Attraktivität des Standortes für wachstumsorientierte Unternehmen zu erhöhen; dies gelte besonders für die Frühphasenfinanzierung. Das UBGG biete nach Ansicht der Wirtschaftsministerkonferenz eine sehr gute Grundlage für eine Fortentwicklung zu einem Private-Equity-Gesetz, da es sich in der Vergangenheit als wenig missbrauchsanfällig erwiesen hat. Vorrangiges Ziel eines Private-Equity-Gesetzes muss es danach sein, mehr Beteiligungskapital für insbesondere wachstumsorientierte Unternehmen in Deutschland anzuziehen; das gelingt besser, wenn mehr Investoren und ihr Kapital in Deutschland ansässig sind; deshalb muss Deutschland für die Fonds und deren Geschäftsleitungen ein attraktiver Standort werden. Ein Private-Equity-Gesetz solle u. a. alle europäischen Rechtsformen zulassen.

Wesentlicher und internationaler Standard ist dabei nach Auffassung der Wirtschaftsminister, dass eine Besteuerung auf Investorenebene statt auf Fondsebene gewählt werden kann (Steuertransparenz). Das sei insbesondere für die ausländischen Kapitalgeber wichtig

und entspricht den Regelungen, die Deutschland in fast allen Doppelbesteuerungsabkommen für Finanzinvestitionen vereinbart hat. Unzureichende Möglichkeiten, in Deutschland steuertransparente Fondsstrukturen zu errichten, seien eine wesentliche Ursache dafür, dass sich der Frühphasenbeteiligungskapitalmarkt in Deutschland so schlecht entwickelt.

Ein Defizit im geltenden Steuerrecht, das in einem Private-Equity-Gesetz angegangen werden sollte, ist nach Meinung der Wirtschaftsminister die undifferenzierte Anwendung des sog. Übersanierungsverbotes. Es verhindere die Nutzung von Verlusten durch neue Kapitalgeber und macht damit Beteiligungen an Unternehmen mit hohen Anlaufverlusten (charakteristisch für junge Technologieunternehmen) unattraktiv. Auch die steuerliche Einstufung von Venture Capital Investitionen in junge, Risiko behaftete, betreuungsbedürftige Technologieunternehmen als gewerbliche Tätigkeit führe zu einer - im Vergleich zur Besteuerung von Beteiligungsinvestitionen in etablierte Unternehmen (Private Equity Investitionen) - höheren Besteuerung. Durch das fehlende Wahlrecht zwischen vor- und nachgelagerter Besteuerung werden Mitarbeiterbeteiligungsoptionen in kleinen, jungen Unternehmen regelmäßig weit höher besteuert als Mitarbeiteroptionen von etablierten, Börsen notierten Unternehmen. Die fehlende Verrechnungsmöglichkeit von laufenden Verlusten bei stillen Beteiligungen verhindere einen Ausgleich von laufenden Gewinnen und Verlusten in einem Portfolio und löse so de facto eine Steuerzahlung auch bei Verlust aus. Die Mindestbesteuerung führe bei hohen Anlaufverlusten oder stark zyklischen Unternehmensergebnissen (wie oft im Technologiebereich) zu einer Substanzbesteuerung. Ein Private-Equity-Gesetz bietet nach Auffassung der Wirtschaftsminister die Chance, diese Defizite zu beheben. Auf keinen Fall dürfe es zu einer steuerlichen Verschlechterung kommen. Damit wendet sich die Wirtschaftsministerkonferenz unter anderem auch unmittelbar gegen das vom Bundesfinanzministerium gegenwärtig favorisierte System der steuerlichen Intransparenz von Beteiligungsgesellschaften in der Rechtsform von Personengesellschaften.

## RECHT

Die Wirtschaftsministerkonferenz forderte die Bundesregierung auf, baldmöglichst die Ausarbeitung zu einem solchen Gesetz zu beginnen und dabei die mittelstandspolitischen Zielsetzungen weiterhin besonders zu berücksichtigen. Darüber hinaus hat sie die Bundesregierung darum gebeten, über den Stand ihrer Arbeiten auf der nächsten Wirtschaftsministerkonferenz zu berichten. Daneben legte die Wirtschaftsministerkonferenz verschiedene Vorschläge zur „kurzfristigen“ Novellierung des UBGG vor. Das vorgeschlagene Maßnahmenpaket umfasst u.a. die Erweiterung des Begriffs Wagniskapital um eigenkapitalähnliche Finanzierungsformen (Mezzaninkapital). Außerdem sollten rechtsformabhängige Beschränkungen für die Kapitalanlage entfallen und damit künftig auch Beteiligungen an einer Offenen Handelsgesellschaft, einer Gesellschaft des bürgerlichen Rechts sowie an Gesellschaften mit europäischen oder ausländischen Rechtsformen zulässig sein, die den im Gesetz aufgeführten deutschen Rechtsformen vergleichbar sind.

Integrierten Unternehmensbeteiligungsgesellschaften sollte es nach Meinung der Wirtschaftsminister künftig ermöglicht werden sich an Unternehmen in der Rechtsform der GmbH & Co. KG beteiligen können. Es sei auch kein Grund dafür ersichtlich, dass bei Unternehmensbeteiligungsgesellschaften nur Darlehen ihrer Gesellschafter von den Regeln über den Eigenkapitalersatz befreit sind. Darüber hinaus werden verschiedene gesetzliche Klarstellungen gefordert, so etwa dass die Grenze bei Wagniskapitalbeteiligungen an einem Unternehmen, das nicht börsennotiert ist, nur einmalig je Beteiligung überschritten werden darf.

### EU-Expertengruppe veröffentlicht Berichte über Hedgefonds und Private Equity

Am 4. Juli 2006 veröffentlichte die Alternative Investment Expert Group ihre Berichte über Hedgefonds („Report of the Alternative Investment Expert Group – Managing, Servicing and Marketing Hedgefonds in Europe“) und Private Equity („Report of the Alternative Investment Expert Group – Developing European Private Equity“). Die durch die Europäische Kommission im Anschluss an die Grünbuchbefragung über den Ausbau des europäischen Rahmens für Investmentfonds Ende Januar 2006 eingesetzte hochrangige Expertengruppe setzt sich dafür ein, einerseits nationale Hindernisse zu beseitigen, die den grenzüberschreitenden Vertrieb von Hedgefonds behindern und andererseits die Schaffung eines einheitlichen Marktes für Hedgefonds-Dienstleister voran zu treiben. Eine europäische Hedgefonds-Regulierung sei nicht erforderlich; vielmehr werden die Mitgliedstaaten nachdrücklich aufgefordert, eine umsichtige Regulierungspraxis zu betreiben, um ein für den europäischen Standort nachteilhaftes Abwandern der Hedgefonds in off-shore Zentren zu vermeiden und den nationalen Hedgefonds-Vertrieb in „Verpackungen“, der zumeist mit zusätzlichen Kosten und erhöhter Intransparenz für den Investor verbunden ist, zu minimieren. Neben verschiedenen Vorschlägen zur Erleichterung der Investitionsmöglichkeit unterstützt der BAI vor allem den Vorstoß der Expertengruppe, bei institutionellen Investoren von starren Investitionsgrenzen für Hedgefonds abzusehen; vielmehr würde eine generelle Einführung des „Prudent-Person-Ansatzes“ für sofisticierte Anleger dafür sorgen, einen angemessenen Interessenausgleich von Anbietern und Investoren herzustellen. Ferner fordert die Expertengruppe auch eine stärkere Öffnung des Hedgefonds-Marktes für Privatanleger, wobei nicht die Produkte oder der Vertrieb stärker reguliert werden sollten, sondern eine Mindestanlage summe von Euro 50.000 vorgeschlagen wird. Nach Auffassung des BAI ist jedoch bereits eine Erstanlagesumme von mindestens Euro 10.000 ausreichend, um Kleinanleger von einer Hedgefonds-Investition auszuschließen, überlässt den übrigen Investoren dennoch ausreichend Raum zur angemessenen Portfoliodiversifikation. Bereits

## RECHT

in der BAI-Stellungnahme zur Novellierung des Investmentgesetzes vom 19. April 2006 (siehe hierzu unseren Beitrag in dieser Newsletterausgabe) hat der BAI darauf hingewiesen, dass die von der Expertengruppe geforderte Mindestanlagesumme dazu führen kann, wichtige Investorengruppen von einem Hedgefonds-Investment auszuschließen. Ferner ist der BAI im Gegensatz zur Hochrangigen Expertengruppe der Auffassung, Hedgefonds-Indizes ähnlich wie Rohstoff- und Immobilienindizes als Basiswerte von UCITS-fähigen Derivaten zuzulassen, da sie in der Regel breit diversifiziert und sehr risikoarm sind. Weiterhin sollte nach Auffassung des BAI auch eine Investition in Derivate mit den genannten Basiswerten für Gemischte Sondervermögen zulässig sein. Bereits die CESR hatte sich vergangenen Herbst vorläufig gegen die Zulassung von Hedgefonds-Indizes als zulässige Basiswerte von Derivaten für UCITS ausgesprochen, wird hierüber jedoch endgültig im Oktober 2006 entschieden. In einer ersten Stellungnahme gegenüber der CESR hatte sich der BAI bereits ausdrücklich für die Zulassung von Hedgefonds-Indexderivaten in UCITS eingesetzt. In dem Bericht über Private Equity-Fonds wird die einzigartige Rolle des Private Equity bei der Förderung neuer Unternehmen und der Wiederankurbelung bestehender Unternehmen beschrieben. Mitgliedstaaten kontrollieren den Großteil der Steuer- und Regulierungswerkzeuge, die für ein günstiges Private Equity-Umfeld benötigt werden. Der BAI unterstützt ausdrücklich den Appell der Expertengruppe an die Mitgliedstaaten, diese effektiv einzusetzen. Der Private Equity-Bericht hebt verschiedene sektorenübergreifende EU-Initiativen hervor, die für die Private Equity-Branche nachteilige Folgen haben und führt nützliche Verbesserungen auf EU-Ebene an, die grenzübergreifende Anlagen und Kapitalbildung durch Private Equity-Fonds erleichtern könnten. Im Rahmen des EU-Konsultationsverfahrens wird der BAI zu beiden Berichten ausführlich Stellung beziehen, um so die Interessen seiner Mitglieder auf europäischer Ebene zu vertreten. Die Empfehlungen der EU-Experten werden in ein Strategiepapier zur Investmentbranche einfließen, das die Kommission im Herbst vorlegen will. Der zuständige Kommissar Charlie McCreevy hat bereits jetzt angekündigt, dass er eine europäische Regulierung von Hedge-

Fonds ablehnt. Nach Einschätzung des BAI wird sich die Politik der Kommission anders als die der Europäischen Zentralbank sowie verschiedener nationaler Gesetzgeber und Regulierungsbehörden den alternativen Investments als zentrales Instrument der Portfoliodiversifizierung allmählich öffnen, um hierdurch der europäischen AI-Branche weitere Wachstumschancen zu eröffnen.

## RECHT

### Spain: A new European Hedge Fund Domicile

As outlined in our last issue, the long awaited Regulations on Collective Investment Schemes ("CIS-Regulations", Royal Decree 1309/2005, of 4 November), which came into force on 9 November 2005 set out a legal framework for hedge funds and funds of hedge funds in Spain for the first time. Recently the regulatory framework has been completed through the enactment of the Ministerial Order from the Ministry of Economy and Finance ("Order", 1199/2006, of 25 April) and a Circular approved by the CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores, the Spanish securities markets and CIS regulator) on 3 May 2006 (the "Circular"), entered into force on the day after its publication in the Spanish Official Gazette (Boletín Oficial del Estado) on 17 May 2006, except for information obligations which will be enforceable as from 1 October 2006. Thus, the Spanish "hedge funds" market will finally be created. The Circular mainly implements the applicable regime for Spanish management companies which intend to manage hedge funds and fund of hedge funds, as well as the regime of hedge funds and fund of hedge funds which is initially contained in Articles 43 and 44 of the CIS-Regulations and the Order. In the following we provide an update of the article on Spanish Hedge Fund regulation published in the last issue (Newsletter I/2006).

#### General Provisions on Single Hedge Funds and Fund of Hedge Funds

In terms of risk warning each investor must acknowledge in writing, prior to making an investment, the specific risks that are involved in investments into a hedge fund. The CNMV has recently approved the specific form of wording. A simplified prospectus will be required similar to the document used for UCITS and both the full and simplified prospectuses are subject to higher information disclosure standards than standard domestic CIS. Major disclosure requirements include the description of the investment strategies in detail and the risks inherent in such strategies, the risk profile of the fund and its prospective investors, the general principles and criteria for the selection of underlying hedge fund investments, the

minimum notice period required for redemptions and detailed description of the fee structure. Risks warnings must be highlighted in all advertising materials as well as in the fund's prospectus. No restrictions apply in terms of fee structures, i.e. limits on management, custody, subscription and redemption fees.

#### Domestic Single Hedge Funds

The new regulation forms a specific status for hedge fund products (named IICs de Inversión Libre, literally "free investment CIS"), which can be marketed only to qualified investors, as defined by the Spanish provisions implementing the Prospectus Directive, e.g. credit institutions, investment services firms, other authorised or regulated financial institutions, high net worth companies and other legal entities and individuals being residents in Spain and opt expressly to be treated as qualified investors if these persons prove sufficient experience in trades on securities markets and a certain extent of their portfolio invested in securities.

Hedge funds may invest in all categories of financial assets although the investment strategy must meet liquidity, diversification and transparency requirements laid down by the law as basic principles for collective investment. Hedge funds are subject to a maximum leverage of five times the net asset value of the fund and have to implement appropriate risk management systems, including periodical stress testing.

The minimum number of shareholders amounts to 25 investors, the minimum subscription level amounts to Euro 50,000. The minimum level of investors can be met within one year from the date of the hedge fund's official registration with the CNMV. Any subsequent diminution below this level must be remedied within one year to avoid revocation of the authorisation granted or mandatory dissolution.

With regard to any pledged assets there are no restrictions on the proportion of a fund's assets which may be pledged. However, there are special rules governing the assets provided as collateral by hedge funds, when receiving financing from prime brokers.

In terms of hedge fund transparency the Spanish regu-

## RECHT

lator implemented a variety of investor protection mechanisms: Quarterly, semi-annual and annual reports must be made public and provided to investors, in similar terms to those applicable to standard CIS in Spain with specific content requirements. Hedge funds have to make a quarterly NAV publication and have to comply with liquidity requirements except where the strategy allows investments which justify less frequent NAV publication or liquidity periods, in which case NAV publication or liquidity can be provided on a six-monthly basis.

In addition to the general guidelines on asset valuation applicable to all financial CIS in Spain, specific guidelines have been approved by the CNMV for hedge funds, e.g. for investments in assets which are particularly illiquid. Beyond that managers may also provide investors with preliminary NAV estimates and reconciliations between these preliminary estimations and definitive quarterly or six-monthly calculations must be shown in the relevant quarterly, semi-annual and annual reports, where differences exceed 10%. Monthly reporting standards with the CNMV are established, including financial statements, statistical information and detailed information on the investment portfolio. Financial statements must comply with general accounting rules applicable to CIS investing in financial instruments and must be reviewed by the fund's custodian prior to the monthly submission to the CNMV.

Financing arrangements with prime brokers including collateralisation of the fund's assets with the right to dispose of them ("rehypothecation") can only be entered into with prime brokers which are financial institutions subject to supervision in an OECD jurisdiction. Control mechanisms are established which are aimed at ensuring that the custodian and, if applicable, the administrator periodically receive appropriate information about the status of the collateral provided and the liabilities to which such collateral relates. The fund manager must also disclose in the prospectus and periodical reports the identity of any counterparty-prime broker, as well as details of their credit-rating and the maximum level of assets collateralised which can be rehypothecated by the respective prime broker.

### Domestic Funds of Hedge Funds

Domestic funds of hedge funds are also envisaged under the new regulation scheme (IIC de IIC de inversión libre). As opposed to domestic Single Hedge Funds, these do not have any restrictions in terms of marketing, i.e., they can be marketed to any investor, including retail. A fund of hedge fund must invest at least 60% of its assets either in domestic hedge funds, in similar foreign hedge funds or in investment companies, portfolio companies or similar structures (such as managed accounts) whose investment principles and rules are similar to those of domestic hedge funds or which are aimed at replicating hedge funds. Any such foreign hedge fund or structure must be either domiciled in an OECD jurisdiction or managed by a fund manager subject to supervision in an OECD jurisdiction. Any synthetic exposure to hedge funds through investment in a derivative the underlying of which is a hedge fund (or similar structure) will also qualify for the purposes of computing the minimum threshold of 60%. In terms of diversification the new regulation requires that no more than 10% of the NAV can be invested in a single hedge fund. Accordingly, each fund must diversify its investments by holding at least six underlying hedge funds. To avoid cascade risks the investment in other fund of hedge funds is significantly restricted. However the principles and criteria for selection of underlying hedge fund investments have to be agreed by the fund manager with the custodian. Due-diligence exercises in respect of the underlying hedge funds and their managers must meet a minimum number of requirements, which are listed by the CNMV. Quarterly NAV-publication and liquidity requirements also apply to fund of hedge funds subject to an exception where required due to the specific type of investments in which case, NAV-publication and liquidity can be provided on a sixmonthly basis. Where no definitive valuation of a specific asset, the underlying fund, is available on the redemption date, partial redemption - only in respect of that portion of the fund's assets which is capable of definitive valuation on that date - is allowed, with the obligation to complete the redemption payment to the investor at the nearest time in which the relevant asset can be definitively valued.

# RECHT

## Fund Managers

Managers of domestic hedge funds are subject to certain requirements in addition to those applicable to standard CIS managers, including stricter capital requirements. These are currently set at 4% of the average gross fee income earned by the hedge fund manager over a three year period, in addition to the standard CIS amount (Euro 300,000 plus any increased assetbased requirements which apply by virtue of the level of funds under management and other circumstances). The new regulation specifically focus on the need for enhancing the requirements for systems and controls including risk management, personnel and measures to preserve the independence and reliability of the NAV calculation. Beyond that, hedge fund managers have to implement appropriate procedures for the selection of investments while custodians have an important role here, as managers have to agree such procedures with them.

The new Spanish hedge fund regulation does not contain any provisions on investment advisors, a specific type of entity commonly used in offshore hedge fund structures. One of the demands of the hedge fund industry was to have some express appreciation of this entity for instance for the purposes of qualification of offshore hedge funds as eligible assets for fund of hedge funds' investments. Unlike the previous drafts, the final wording of the Circular is less precise in this regard, although it does recognise the role of investment advisors, which shall be disclosed in the fund's prospectus.

## Outsourcing

The key outsourcing principle states that delegation must not result in the manager becoming a dummy company without minimum substance. Nevertheless delegation of core investment management rolls might be possible although this is subject to authorisation by the CNMV, as well as delegation of certain other core functions (e.g. fund accounting, valuation and NAV-calculation). Where delegation takes place, the manager must retain sufficient means to control the activities of its service providers in an appropriate manner and must adequately document

such control mechanisms. Investment management can only be delegated to another authorised fund manager or to an investment services firm authorised to carry out portfolio management, provided that such entities comply with equivalent conditions to those required for domestic hedge fund managers in terms of specific resources, knowledge and expenses to carry out this activity and to properly evaluate the risks they may face.

Any non-Spanish manager to whom the investment management function is delegated must be domiciled in an OECD jurisdiction, subject to prudential supervision and offer equivalent guarantees to those required of local fund managers. Furthermore, where it is a non-EU jurisdiction there must be a bilateral memorandum of understanding in place between the CNMV and the regulator supervising the delegate.

The new regulations do not provide specific regulations for non-Spanish managers wishing to set up a hedge fund management business in Spain. Where such managers are authorised in an EU-member State as standard CIS managers, the EU passport under the amended UCITS Directive should theoretically be enough to passport these managers into Spain as standard fund managers, either by setting up a Spanish branch or even on a crossborder basis, but such passport does not currently cover the additional activity of management of hedge funds.

## Distribution of non-domestic hedge funds in Spain

Following the recognition of domestic hedge funds, the rules regarding registration of non-Spanish funds for their marketing in Spain have been expanded to include hedge funds. Such funds should be capable of being registered with the CNMV provided that they can prove that they are equivalent to domestic hedge funds, i.e. if they comply with similar criteria to those hedge funds which may be established locally (e.g., maximum leverage of 5 times its NAV, minimum subscription of at least Euro 50,000, at least quarterly liquidity and NAV disclosure). Nevertheless the CNMV is entitled to deny authorisation for the registration of a foreign hedge fund where the Spanish regulator estimates that its jurisdiction of incorporation or that of its manager does not offer inves-

## RECHT

tors a protection equivalent to the Spanish standard. Ultimately a hedge fund domiciled in an offshore territory could be prevented from being authorised for marketing to Spanish investors, even if it has a manager which is effectively subject to appropriate supervision in an OECD jurisdiction. Whether an off shore fund with for example an UK-based investment manager could obtain registration, will need to be discussed with the CNMV on a case by case basis.

### Taxation of Hedge Funds

Spanish resident investors in domestic hedge funds benefit from the particular tax regime applicable to domestic funds which includes a deferral of taxation until redemption/sale of units/shares, typically with 15% withholding rate, a 15% flat rate of taxation for individual investors in respect of holdings exceeding one year, and the availability for individual investors of the tax deferral mechanism for switches between qualifying funds which allows individual investors to switch from one qualifying fund to another without causing capital gains tax.

In consideration of the fact that no changes have been accomplished to clarify the taxation of non-Spanish non-UCITS, the tax situation for foreign hedge funds still seems to be unclear. Foreign hedge funds are not expressly included in the range of application of the aforementioned tax regime for domestic funds, even when they are registered with the CNMV to be marked in Spain. Consequently in certain cases there is a potential risk that investors would be taxed under income attribution tax rules which would cause effective taxation on a yearly basis, as opposed to the favourable treatment for domestic funds. Beyond that most hedge funds, which are domiciled in tax haven territories e.g. the British Virgin Islands and the Cayman Islands will still be penalised by a particular income tax law regime whereby Spanish resident investors will be presumed to obtain a yearly taxable income of 15% of the fund's net asset value, unless they are able to show otherwise. A major Spanish tax reform is announced for 2007 which might cover the taxation of investment and savings products for individuals – a chance to clarify the taxation of foreign hedge funds.

### BAI Ansprechpartner

Dr. Hans Moritz

Tel.: +49-228-96987-15

E-Mail: moritz@bvai.de

# VERBRIEFUNGEN – NEUER TREND IM DACHHEDGEFONDS-MANAGEMENT

Von Robert Schlichting, Director  
Merrill Lynch Investment Managers

## Marktüberblick

In einer andauernden Phase niedriger nominaler und realer Kapitalmarktrenditen interessieren sich institutionelle Investoren zunehmend für alternative Investments. Neben Private-Equity-Anlagen und Engagements in Rohstoffen nimmt auch das Interesse an Hedgefonds zu. Kapitalanleger wollen damit ihr Gesamtportfolio diversifizieren und so die Renditeaussichten insgesamt verbessern. Die Quoten für alternative Investments scheinen sich – gemessen an den gesamten Kapitalanlagen – bei institutionellen Investoren mittlerweile im mittleren einstelligen Prozentbereich zu entwickeln.

Insbesondere der Markt für Hedgefonds hat in den letzten Jahren sehr viel Zuspruch auf Seiten institutioneller Investoren gefunden. Parallel hierzu ist die Zahl der Hedgefonds-Manager und der von ihnen angebotenen Produkte enorm gewachsen. Für Investoren ist es dadurch schwerer geworden, diesen Markt zu überschauen und eine entsprechende Managerselektion vorzunehmen. Dies dürfte dazu führen, dass Dachhedgefonds stärker in den Mittelpunkt des Investoreninteresses rücken werden.



**Robert Schlichting**  
Director

Dabei wird die Entscheidung der Fondsauswahl und damit der Managerselektion auf den Dachfondsmanager ausgelagert. Dieser sollte zum einen über einen entsprechend umfassenden Marktüberblick verfügen, um die faktische Grundlage für eine effiziente Managerauswahl zu haben. Neben dieser sachlichen Dimension gibt es auch eine persönliche, die sich in dem persönlichen Netzwerk ausdrückt. So ist der Kontakt zu Hedgefonds-Managern wichtig, um sie zielsicher beurteilen und gegebenenfalls auch in ihre Fonds investieren zu können.

## Performance einzelner Hedgefonds-Strategien seit 1995

|       | 1995                            | 1996                            | 1997                           | 1998                            | 1999                            | 2000                           | 2001                           | 2002                           | 2003                           | 2004                           | 2005 YTD                       |
|-------|---------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| Topp  | Global Macro<br>30.7%           | Emerging Markets<br>34.5%       | Global Macro<br>37.1%          | Managed Futures<br>20.7%        | Long/Short Equity<br>47.2%      | Convertible Arbitrage<br>25.6% | Distressed Debt<br>20.0%       | Managed Futures<br>18.3%       | Emerging Markets<br>28.7%      | Distressed Debt<br>15.6%       | Dedicated Short Bias<br>17.7%  |
|       | Distressed Debt<br>26.1%        | Global Macro<br>25.6%           | Emerging Markets<br>26.6%      | Long/Short Equity<br>17.2%      | Emerging Markets<br>44.8%       | Dedicated Short Bias<br>15.8%  | Global Macro<br>18.4%          | Dedicated Short Bias<br>18.2%  | Distressed Debt<br>25.1%       | Emerging Markets<br>12.5%      | Emerging Markets<br>15.1%      |
|       | Long/Short Equity<br>23.0%      | Distressed Debt<br>25.5%        | Long/Short Equity<br>21.5%     | Equity Market Neutral<br>13.3%  | Distressed Debt<br>22.2%        | Equity Market Neutral<br>15.0% | Convertible Arbitrage<br>14.6% | Global Macro<br>14.7%          | Global Macro<br>18.0%          | Long/Short Equity<br>11.6%     | Distressed Debt<br>8.2%        |
|       | Convertible Arbitrage<br>16.6%  | Convertible Arbitrage<br>17.9%  | Distressed Debt<br>20.7%       | Risk Arbitrage<br>5.6%          | Convertible Arbitrage<br>16.0%  | Risk Arbitrage<br>14.7%        | Equity Market Neutral<br>9.3%  | Equity Market Neutral<br>7.4%  | Long/Short Equity<br>17.3%     | Global Macro<br>8.5%           | Global Macro<br>7.3%           |
|       | Fixed Income Arbitrage<br>12.5% | Long/Short Equity<br>17.1%      | Equity Market Neutral<br>14.8% | Distressed Debt<br>-1.7%        | Equity Market Neutral<br>15.3%  | Global Macro<br>11.7%          | Fixed Income Arbitrage<br>8.0% | Emerging Markets<br>7.4%       | Managed Futures<br>14.2%       | Fixed Income Arbitrage<br>6.8% | Long/Short Equity<br>6.8%      |
|       | Risk Arbitrage<br>11.9%         | Equity Market Neutral<br>16.6%  | Convertible Arbitrage<br>14.5% | Global Macro<br>-3.6%           | Risk Arbitrage<br>13.2%         | Fixed Income Arbitrage<br>6.3% | Emerging Markets<br>5.8%       | Fixed Income Arbitrage<br>5.7% | Convertible Arbitrage<br>12.9% | Equity Market Neutral<br>6.5%  | Equity Market Neutral<br>3.6%  |
|       | Equity Market Neutral<br>11.0%  | Fixed Income Arbitrage<br>15.9% | Risk Arbitrage<br>9.8%         | Convertible Arbitrage<br>-4.4%  | Fixed Income Arbitrage<br>12.1% | Managed Futures<br>4.3%        | Risk Arbitrage<br>5.7%         | Convertible Arbitrage<br>4.0%  | Risk Arbitrage<br>9.0%         | Managed Futures<br>6.0%        | Risk Arbitrage<br>2.3%         |
|       | Managed Futures<br>-7.1%        | Risk Arbitrage<br>13.8%         | Fixed Income Arbitrage<br>9.4% | Dedicated Short Bias<br>-6.0%   | Global Macro<br>5.8%            | Long/Short Equity<br>2.1%      | Managed Futures<br>1.9%        | Distressed Debt<br>-0.7%       | Fixed Income Arbitrage<br>8.0% | Risk Arbitrage<br>5.5%         | Fixed Income Arbitrage<br>0.5% |
|       | Dedicated Short Bias<br>-7.4%   | Managed Futures<br>12.0%        | Managed Futures<br>3.1%        | Fixed Income Arbitrage<br>-8.2% | Managed Futures<br>-4.7%        | Distressed Debt<br>1.9%        | Dedicated Short Bias<br>-3.6%  | Long/Short Equity<br>-1.6%     | Equity Market Neutral<br>7.1%  | Convertible Arbitrage<br>2.0%  | Managed Futures<br>0.4%        |
| Flopp | Emerging Markets<br>-16.9%      | Dedicated Short Bias<br>-5.5%   | Dedicated Short Bias<br>0.4%   | Emerging Markets<br>-37.7%      | Dedicated Short Bias<br>-14.2%  | Emerging Markets<br>-5.5%      | Long/Short Equity<br>-3.7%     | Risk Arbitrage<br>-3.5%        | Dedicated Short Bias<br>-32.6% | Dedicated Short Bias<br>-7.7%  | Convertible Arbitrage<br>-3.0% |

\*Quelle: CSFB/Tremont. Stand 30. September 2005.

## Hedgefondsstrategien

Anders als etwa bei Aktien-, Renten- oder Immobilienfonds, stellen Hedgefonds aber weniger eine einzelne Anlageklasse dar. Vielmehr definieren sich Hedgefonds über spezifische Anlagestile für eine Vielzahl verschiedener Anlageklassen. Auf Grund dieser wesentlichen Unterscheidung sind Hedgefonds nicht ohne weiteres mit klassischen Spezial- oder Publikumsfonds vergleichbar. So fehlt ihnen zum Beispiel regelmäßig die Liquidität, da Fondsanteile nicht beliebig erwerb- oder veräußerbar sind. Hedgefonds lassen sich in folgende Strategien unterteilen:

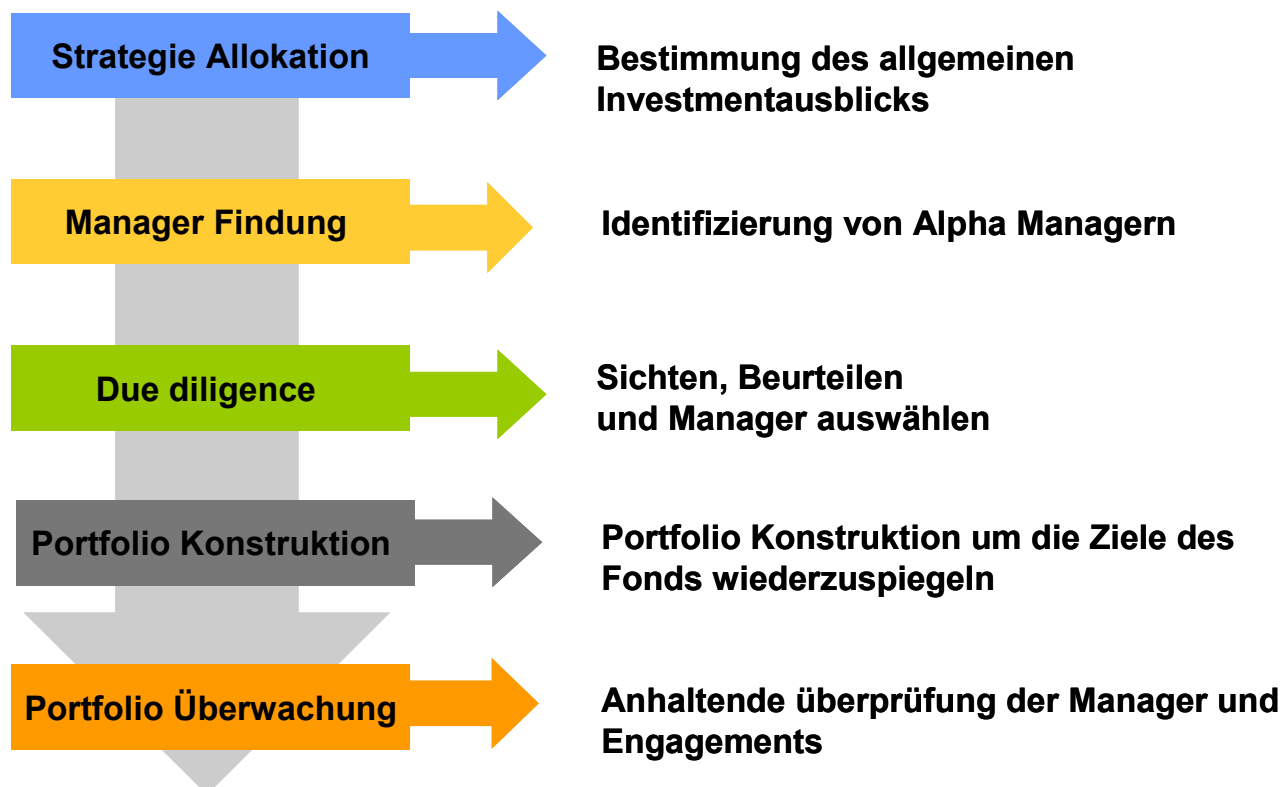
- Managed Futures
- Dedicated Short Bias
- Global Macro
- Equity Market Neutral
- Emerging Markets
- Fixed Income Arbitrage
- Convertible Arbitrage
- Distressed Debt
- Long/Short Equity
- Risk Arbitrage

Was sind nun die aktuellen Trends bei dieser Anlageform? Zunächst einmal profitieren Hedgefonds als alternative Investments von der gesteigerten Anlageflexibilität vieler Kapitalmarktakteure. Ihr Anteil an der strategischen Asset Allocation ist steigend, wenngleich auch von vergleichsweise geringen Ausgangsniveaus. Dies resultiert aus der oben beschriebenen Kapitalmarktsituation. Eine Analyse der letzten Jahre zeigt, dass sich die verschiedenen Hedgefondsstrategien im Zeitablauf sehr unterschiedlich entwickelt haben. Vor allem aber scheint es keine Hedgefondskategorie zu geben, die im Zeitablauf gleichbleibende absolute und/oder relative Ertragserwartungen rechtfertigen würde. In der angeführten Übersicht hat sich etwa die Kategorie „Convertible Arbitrage“ in den einzelnen Jahren in absoluter und relativer Sicht sehr unterschiedlich entwickelt. Die zuletzt eher enttäuschende Ertragsentwicklung geht einher mit relativ niedrigen Aktienvolatilitäten. Ein Dachfonds kann darauf in seiner taktischen Asset Allocation entsprechend reagieren und seine Gewichtungen anpassen. In einem recht unübersichtlichen Markt verschiedener Hedgefonds-Strategien und einer Vielzahl von Hedgefonds-Managern werden Dachhedgefonds damit zu einer interessanten Alternative im Vergleich zur Direktinvestition. Aus diesem Blickwinkel betrachtet, bieten sie interessierten Anlegern entsprechende Marktexpertise, effektiven Marktzugang und einen disziplinierten Entscheidungs- und Kontrollprozess.

## Trends im Dachhedgefondsmanagement

Wie sieht ein Entscheidungsprozess in einem Dachhedgefonds aus? Als Trend kristallisiert sich zunehmend ein fünfstufiger Prozess heraus. Auf der ersten Stufe wird die optimale Aufteilung zwischen den verschiedenen Hedgefonds-Strategien festgelegt. Dies geschieht häufig in Form eines umfassenden „Investment Outlooks“. Im zweiten Schritt werden für jede festgelegte Hedgefonds-Strategie die Manager ermittelt, die entsprechendes „Alpha“ generieren. Auf der nächsten Stufe werden diese Manager dann in einem „Due Diligence“ Prozess evaluiert und anschließend ausgewählt. Im vierten Schritt erfolgt die konkrete Zusammenstellung des Dachhedgefonds-Portfolios. Am Schluss steht schließlich das „Monitoring“ der ausgewählten Manager und ihre jeweilige Gewichtung im Vordergrund.

Aus der Beschreibung dieses Prozesses wird schnell klar, dass hierzu Spezialisten in den jeweiligen Bereichen notwendig sind. Eine Folge ist, dass Anbieter von Dachhedgefonds in der jüngeren Vergangenheit entsprechend ihr Personal aufgestockt haben. Dachhedgefonds bieten damit für Investoren aggregiert ihre Expertise im Kapitalmarkt und im Umfeld von Hedgefonds an.



Weiter oben wurde beschrieben, dass (Dach-) Hedgefonds nicht direkt mit klassischen Spezial- oder Publikumsfonds vergleichbar sind. Daher eignen sie sich nicht immer für eine direkte Anlage. Gründe hierfür können zum Beispiel das regulatorische Umfeld oder interne Anlagerichtlinien sein. Durch eine Verbriefung von Dachhedgefonds lassen sich verschiedene Merkmale dieser Anlageklasse gezielt variieren.

Als Verbriefungsform bieten sich Namensschuldverschreibungen, Anleihen oder Zertifikate an. Emittenten sind häufig Banken oder Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles). Durch Verbriefungen lassen sich im wesentlichen Risikoprofil, Cashflow, Liquidität, Übertragbarkeit und formelle Ausstattung effektiv variieren. Das Risiko kann – etwa durch eine Verbriefung mit Kapitalgarantie – wirksam begrenzt werden. Damit ist der Erhalt des eingesetzten Kapitals zu einem bestimmten Zeitpunkt gewährleistet. Durch Verbriefungen kann auch die Übertragbarkeit verbessert werden, da diese als Wertpapiere im Regelfall über die klassischen Clearing-Systeme abgewickelt werden.

Über Verbriefungsstrukturen können auch Zahlungsströme variiert werden. So sind etwa Mindestausschüttungen, automatische Thesaurierungen und (Teil-)Kündigungsmöglichkeiten (Puttable Security) möglich. So erhalten Investoren die Möglichkeit, Dachhedgefonds in ihre persönlichen Anlageziele und -restriktionen optimal einzupassen, da die Verbriefungsstruktur individuell mit dem jeweiligen institutionellen Investor vorher abgestimmt wird.

Hedgefonds sind weitaus besser als ihr Ruf. In Maßen und mit ausreichender Streuung in sie investiert, stellen sie für den Investor eine zusätzliche lukrative Anlageform dar. Jeder, der sich für alternative Investments interessiert, sollte sich dennoch des hochspekulativen Charakters dieser Anlageform bewusst sein. Doch mit Dachhedgefonds und den zusätzlichen Möglichkeiten der Verbriefungen lassen sich Vermögensanlagen diversifizieren und damit verschiedene Anlagecharakteristika variieren. Dies macht die Anlageklasse auch im Hinblick auf Anlagerichtlinien, Eigenkapitalanforderungen, Stresstest und Solvency II für den Investor sehr attraktiv.



## Investment Managers

### Kontakt:

Robert Schlichting

Merrill Lynch Investment Managers  
Director Institutional Clients  
Neue Mainzer Strasse 52  
D – 60311 Frankfurt am Main

Tel.: +49 69 5899 2034

Mobile: +49 173 660 2034

Fax: +49 69 5899 4021

[robert\\_schlichting@ml.com](mailto:robert_schlichting@ml.com)

# ZUR INTEGRATION VON PRIVATE EQUITY IN DIE PORTFOLIOSTEUERUNG – EIN VORSCHLAG

Von Prof. Dr. Christoph Kaserer und  
Dipl.-Kfm. Axel Buchner  
TU München

Investitionen in Private Equity unterscheiden sich zumindest in einem wesentlichen Punkt von Finanzinstrumenten, die auf organisierten Kapitalmärkten gehandelt werden: es gibt keinen Sekundärmarkt. Dies führt dazu, dass es keine öffentlich beobachtbaren Preise für solche Anlagen gibt. Die Folge ist, dass sich für Private-Equity-Anlagen, im Unterschied zu anderen Anlageklassen, wie Aktien, Renten, Publikumsfonds, etc., keine zeitgewichteten Renditen berechnen lassen. In der Praxis ist es üblich, die Performance von Private-Equity-Anlagen mittels einer wertgewichteten Rendite (Internal Rate of Return) zu ermitteln. Ohne auf die damit verbundenen Probleme im Einzelnen eingehen zu können (vgl. hierzu ausführlich Kaserer/Diller (2005, 2004b)), ist es offensichtlich, dass man für Zwecke der Portfoliosteuerung zeitgewichtete Renditen verwenden muss.

Damit stellt sich die Frage, wie sich Private Equity in ein Portfoliosteuerungsmodell, und damit letztlich in ein Risikomanagementmodell, integrieren lässt. Hierzu gibt es bis heute nur wenige konkrete Vorschläge, die sich überdies aus verschiedenen Gründen in der Praxis nicht durchgesetzt haben (vgl. hierzu Kaserer/Wagner/Achleitner (2005) und Kaserer/Diller (2004a)). Der hier skizzierte Ansatz geht von einer einfachen Idee aus. Da sich bei Private-Equity-Anlagen letztlich nur Cashflows beobachten lassen, bedarf es eines Modells, welches genau von diesen Beobachtungen ausgeht. Es müssen also Cashflows so modelliert werden, dass sie die empirischen Beobachtungen möglichst gut abbilden. Sobald man dieses Cashflowmodell hat, lassen sich dann – unter Zuhilfenahme von Bewertungsfunktionen – implizit auch Renditen modellieren.

Mittels eines solchen Modells können dann Private-Equity-Anlagen in Portfoliosteuerungsmodelle integriert werden. Die Notwendigkeit zur Entwicklung solcher Ansätze stellt



Prof. Dr. Christoph Kaserer



Dipl.-Kfm. Axel Buchner

sich insbesondere vor dem Hintergrund steigender Private-Equity-Anteile in den Portfolios institutioneller Investoren, regulatorischer Entwicklungen (Basel II, Solvency II), der Tendenz zur Verbriefung von Private-Equity-Fondsanteilen im Rahmen so genannter Collateralised Fund Obligations (CFOs) sowie einer Professionalisierung des Risiko- und Liquiditätsmanagements auf der Ebene von Private-Equity-Fund-of-Funds.

## Stochastische Modellierung der Cash-Flows von Private-Equity Fonds:

In der wissenschaftlichen Literatur sind bisher nur wenige Ansätze zu finden, die sich mit der Modellierung der Renditen von Private-Equity-Fonds beschäftigen. Takahashi und Alexander (2002) liefern ein einfaches Modell zur Simulation der Ein- und Auszahlungen von Private-Equity-Fonds. Dieses leidet jedoch darunter, dass es in einem rein deterministischen Kontext formuliert ist. Ferner setzt das Modell die Kenntnis der in Realität nicht beobachtbaren Marktwerte des Fondsvermögens über die Fondslaufzeit voraus. Zur Implementation des Modells greifen sie auf die vom Fondsmanagement gemeldeten Restbuchwerte (Net-Asset-Values) zurück. Diese sind allerdings das Ergebnis unterschiedlicher Bewertungspraktiken und unterliegen häufig der subjektiven Einschätzung des Fondsmanagements. Malherbe (2004) formuliert das

Modell von Takahashi und Alexander (2002) in stetiger Zeit und erweitert es um stochastische Komponenten. Allerdings ist auch er zur Schätzung der Modellparameter auf die von den Fonds gemeldeten Restbuchwerte angewiesen. Diesen Mangel versucht er dadurch abzuschwächen indem er eine Anpassung für den möglichen Bewertungsfehler vornimmt (vgl. zu dieser Problematik Kaserer/Wagner (2006)). Das im Rahmen dieses Betrags vorgestellte Modell grenzt sich von den existierenden Arbeiten dadurch ab, dass es nur auf in der Realität tatsächlich beobachtbaren Zahlungsströmen aufgebaut ist. Es gliedert sich in zwei Komponenten: dem Modell für die Dynamik der Einzahlungen und dem Modell für die Dynamik der Auszahlungen von Private-Equity-Fonds. Beide Modellkomponenten werden im Folgenden vorgestellt. Dem schließt sich eine kurze Überprüfung des Modells anhand von empirischen Daten europäischer Private-Equity Fonds an.

### Modellierung der Einzahlungsdynamik von Private-Equity Fonds:

Ausgangspunkt der Modellierung der Einzahlungsdynamik eines Private-Equity-Fonds ist die Überlegung, dass ein Fonds zu seiner Auflegung über ein gesamtes zugesichertes Kapital (Committed Capital) verfügt, welches über die Laufzeit hinweg von den Investoren abgerufen werden kann. Differenziert wird im Rahmen des Modells dabei zwischen der Gesamtlaufzeit des Fonds und seiner Einzahlungsperiode (Commitment Period). Kapitalabrufe von den Investoren erfolgen im Rahmen der Modellwelt nur über die letztere. Diese Unterscheidung trägt dem Umstand Rechnung, dass Private-Equity Fonds typischerweise zum Aufbau ihres Beteiligungsportfolios Mittel in frühen Phasen der Laufzeit von den Investoren abrufen, wohingegen am Ende der Gesamtlaufzeit (nahezu) keine weitere Einzahlungen der Investoren mehr erfolgen. Ljungqvist und Richardson (2003) zeigen für einen Datensatz von 73 US-amerikanischen Private-Equity-Fonds, dass die Einzahlungen sich im Wesentlichen auf die ersten sechs Jahre der Fondslaufzeit konzentrieren. In den ersten drei Jahren der Laufzeit werden im Durchschnitt bereits über 50 Prozent des Kapitals abgerufen. Für die ersten sechs Jahre beträgt dieser Wert sogar bereits rund 90 Prozent. Bei europäischen Private-Equity-Fonds werden in den ersten drei Jahren sogar über 60 Prozent des

Committed Capital abgerufen.

Analog der Modellierung von Takahashi und Alexander (2002) wird unterstellt, dass der zu modellierende Fonds Kapital mit einer (nicht-negativen) Rate  $RD_t$  von den jeweils noch verbleibenden Mitteln abrufen. In diskreter Zeit lässt sich damit das im Zeitraum  $\Delta t$  abgerufene Kapital  $D_t$  darstellen als:

$$D_t = RD_t \cdot (CC - RC_t) \cdot \Delta t \quad \text{mit} \quad RC_t = \sum_{i=0}^{t-1} D_i \quad (1)$$

$CC$  bezeichnet dabei das dem Fonds zur Verfügung stehende zugesicherte Kapital und  $RC_t$  die Summe aller bis zum Zeitpunkt  $t$  bereits abgerufenen Mittel. Ist das gesamte Committed Capital  $CC$  abgerufen worden, so nimmt der Klammerausdruck der rechten Seite den Wert Null an und es können keine weiteren Einzahlungen mehr erfolgen. Damit ist im Modell sicher gestellt, dass ein Fonds immer maximal sein gesamtes zugesichertes Kapital abrufen kann. Ein weiterer Vorteil dieser Modellierung besteht darin, dass durch geeignete Wahl der Raten  $RD_t$  auch explizit der Fall berücksichtigt werden kann, dass ein Fonds nur einen Teil seines Committed Capital auch tatsächlich abrufen. Ljungqvist und Richardson (2003) stellen für ihren gesamten Datensatz fest, dass nur etwa die Hälfte aller betrachteten Fonds mehr als 80% ihres Kapitals abgerufen hat. Bei den bereits liquidierten Fonds die zwischen den Jahren 1981 und 1993 aufgelegt wurden, beträgt das gesamte abgerufene Kapital im Mittel 95 Prozent.

Zur Modellierung der Rate  $RD_t$  wird unterstellt, dass diese im Zeitablauf stochastischen Schwankungen unterliegt. Die grundlegende Idee dabei ist, dass die Rate  $RD_t$  mit der ein Private-Equity Fonds Kapital von seinen Investoren abrufen, die Tendenz hat, zu einem langfristigen Mittelwert zurückzukehren. Dieser langfristige Mittelwert wird bestimmt durch die Wettbewerbsverhältnisse am Markt für Private-Equity-Kapital. Diese sind ihrerseits abhängig von den Kapitalzuflüssen in die Private-Equity-Branche sowie der Verfügbarkeit geeigneter Investitionsmöglichkeiten am Markt. Im Zeitablauf sind Abweichungen der Rate  $RD_t$  von ihrem langfristigen Mittelwert aufgrund exogener Schocks möglich. Exogene Schocks auf der Nachfrageseite nach Kapital treten beispielsweise bei der Entwicklung neuer Technologien auf, wie z.B. einer neuen Prozessorgeneration. Exogene Schocks auf der Angebotsseite können das Ergebnis einer Verbesserung der

institutionellen Rahmenbedingungen für Private-Equity-Fonds sein. Unterstellt wird im Rahmen des Modells jedoch, dass nach einem solchen exogenen Schock die Rate mehr oder weniger schnell wieder zu ihrem langfristigen Mittel zurückkehren wird. Ein geeigneter stochastischer Prozess zur Abbildung dieses Verhaltens ist der mittelwertstationäre Prozess von Cox, Ingersoll und Ross (CIR-Prozess). In diskreter Zeit lässt sich dieser darstellen als<sup>1</sup>:

$$RD_{t+\Delta t} = RD_t + \kappa \cdot (\theta - RD_t) \cdot \Delta t + \sigma \cdot \sqrt{RD_t} \cdot \varepsilon_t \cdot \sqrt{\Delta t} \quad (2)$$

Dabei bezeichnet  $\theta$  den langfristigen Mittelwert der Rate  $RD_t$ .  $\kappa$  gibt an wie schnell  $RD_t$  nach einem exogenen Schock wieder zu dem langfristigen Mittelwert  $\theta$  zurückkehrt.  $\sigma$  schließlich bestimmt die Stärke der exogenen Schocks und  $\varepsilon_t$  ist eine standardnormalverteilte Zufallsvariable. Mit den Gleichungen (1) und (2) lässt sich die Dynamik der Einzahlungen bzw. kumulierter Einzahlungen im Zeitablauf simulieren. Ebenfalls ableiten lässt sich daraus die Summe aller auf den Startzeitpunkt des Fonds diskontierten Einzahlungen der Investoren. Diese wird benötigt als Eingangsparameter zur Modellierung der Auszahlungen eines Fonds an seine Investoren.

### Modellierung der Auszahlungsdynamik von Private-Equity-Fonds:

Ausgangspunkt des Modells für die Auszahlungsdynamik eines Private-Equity Fonds ist die Idee, dass zum Startzeitpunkt eines Fonds (noch bevor Ein- oder Auszahlungen angefallen sind) dessen Gesamtwert gleich Null beträgt. Dementsprechend muss zu diesem Zeitpunkt gelten, dass die Summe aller auf diesen Zeitpunkt diskontierten Einzahlungen gerade gleich der Summe der diskontierten zukünftigen Einzahlungen entspricht. Abbildung 1 verdeutlicht diese Idee. Die Summe der diskontierten Einzahlungen  $\underline{D}_0$  entspricht in der Höhe der Summe der diskontierten Auszahlungen  $\underline{C}_0$ . Letztere lässt sich zerlegen in  $N$  hypothetische Wertpapiere die zum Zeitpunkt  $t_0$  alle gleich den Wert  $\underline{C}_0/N$  besitzen.  $N$  bezeichnet dabei die Anzahl der zukünftigen Auszahlungen an die Investoren,  $\Delta\tau$  die Auszahlungsfrequenz (z.B. quartalsweise oder halbjährlich). Diese  $N$  hypothetischen Wertpapiere

sollen dabei so konstruiert sein, dass jedes Wertpapier genau eine zukünftige Auszahlung repliziert. Unterstellt man eine einfache Lognormalverteilung der zukünftigen Auszahlungen, so kann die Wertentwicklung der eingeführten hypothetischen Wertpapiere jeweils durch eine einfache geometrische Brownsche Bewegung beschrieben werden. Für die Cash-Flows zu den  $N$  Auszahlungszeitpunkten gilt dann:

$$C_n = \frac{C_0}{N} \cdot \exp\left[\left(\mu_n - \frac{1}{2}\sigma_n^2\right)t_n + \sigma_n \cdot \varepsilon_n \cdot \sqrt{t_n}\right] \quad \text{für } n = 1, \dots, N \quad (3)$$

Dabei bezeichnet  $\mu_n$  die erwartete Rendite des hypothetischen Wertpapiers  $n$  und  $\sigma_n$  dessen Standardabweichung.  $\varepsilon_n$  kennzeichnet wiederum eine standard-normalverteilte Zufallsvariable. Durch das Ziehen korrelierter Zufallsvariablen kann auch eine Autokorrelation der Auszahlungen zu verschiedenen Zeitpunkten im Modell berücksichtigt werden. Mit Hilfe von Gleichung (3) lassen sich die Auszahlungen eines Fonds an seine Investoren über die Laufzeit hinweg simulieren.

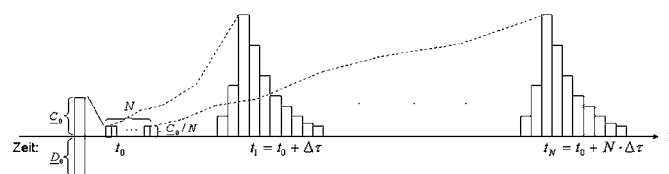


Abbildung 1: Modellierung der Auszahlungen mit Hilfe hypothetischer Wertpapiere

### Überprüfung des Modells anhand empirischer Daten europäischer Private-Equity-Fonds:

Die empirische Validierung des Modells erfolgt anhand eines Datensatzes europäischer Private-Equity Fonds von Thomson Venture Economics (TVE). Der Datensatz von TVE beinhaltet die exakte Ein- und Auszahlungshistorie von 777 Fonds aus dem Zeitraum von 1980 bis 2003. Für eine detaillierte Beschreibung des Datensatzes und seiner Zusammensetzung siehe Kaserer/Diller (2006a, 2006b). Zur empirischen Schätzung der Parameter für das Modell der Ein- und Auszahlungsdynamik wird die gesamte Cash-Flow Historie von der Auflegung bis zur Liquidation der Fonds benötigt. Im Rahmen dieses Betrags

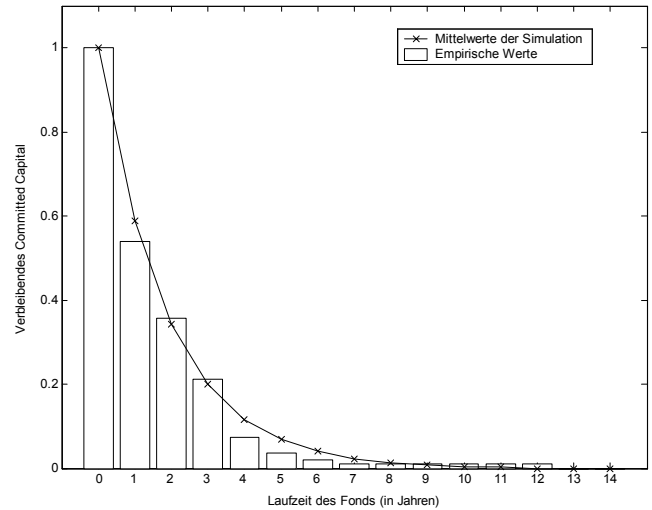
<sup>1</sup> Dargestellt ist der diskretisierte CIR-Prozess. Zur Diskretisierung wurde dabei das Euler-Majurama-Verfahren angewendet.

werden daher nur die 95 in dem Datensatz enthaltenen Fonds als Datengrundlage verwendet, die im Jahr 2003 bereits vollständig liquidiert waren. Tabelle 1 gibt die mittels einer Maximum-Likelihood Schätzung ermittelten Parameter des Modells für die Einzahlungsdynamik wieder.

| Parameter                           | Wert    |
|-------------------------------------|---------|
| Mean-Reversion Koeffizient $\kappa$ | 1,0928  |
| Langfristiger Mittelwert $\theta$   | 0,41358 |
| Volatilität $\sigma$                | 0,25882 |

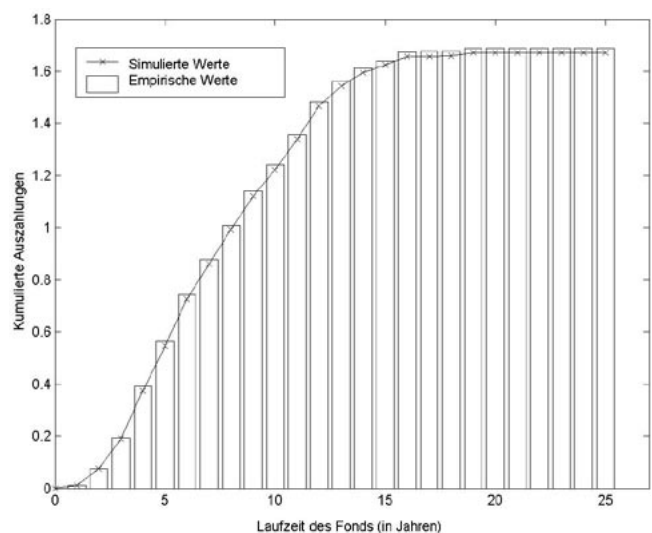
**Tabelle 1:** Parameter des Modells für die Fondseinzahlungen

Der langfristige Mittelwert, mit dem Kapital von den Investoren abgerufen wird, beträgt rund 41% pro Jahr. Der Mean-Reversion Koeffizient  $\kappa$  liegt bei einem Wert von 1,1. Aus diesem Koeffizienten lässt sich die Halbwertszeit eines exogenen Schocks in der Rate  $RD_t$  bestimmen. Diese beträgt für den betrachteten Datensatz rund 8 Monate. Die Volatilität schließlich liegt bei rund 26% pro Jahr. Abbildung 2 stellt die mit diesen Parametern simulierten Einzahlungen den empirischen Werten gegenüber. Die Balken kennzeichnen dabei die aus dem Datensatz bestimmten Werte für das am Ende der jeweiligen Jahre noch nicht abgerufene Committed Capital der 95 betrachteten Fonds. Zur Vereinfachung der Darstellung ist dabei das gesamte Committed Capital auf den Wert Eins normiert. Aus der Abbildung lässt sich entnehmen, dass die Fonds am Ende des fünften Jahres im Durchschnitt etwa 90 Prozent ihres Kapitals von den Investoren abgerufen haben. Diese Werte passen gut mit den Ljungqvist und Richardson (2003) für ihren Datensatz ermittelten Ergebnissen überein. Kapitalabrufe erfolgen vor allem in den frühen Phasen der Fondslaufzeit. Weiterhin sind in Abbildung 2 die Mittelwerte von 10.000 Simulationsdurchläufen dargestellt. Aus dem Vergleich zwischen den empirischen und simulierten Werten lässt sich die gute Anpassung des Modells ableiten. Diese bestätigt sich auch dann, wenn man die mittlere absolute Abweichung zwischen den simulierten und empirischen Werten berechnet. Diese Abweichung beträgt lediglich 1,5% pro Jahr.



**Abbildung 2:** Vergleich zwischen simulierten und tatsächlich verbleibendem Committed Capital über die Fondslaufzeit

Abbildung 3 stellt die aus dem Modell für die Auszahlungsdynamik simulierten durchschnittlichen kumulierten Auszahlungen den aus dem Datensatz berechneten Mittelwerten gegenüber. Aus den Balken lässt sich ableiten, dass die Auszahlungen an die Investoren der Fonds relative linear über die ersten Zwölf bis Dreizehn Jahre der Fondslaufzeit erfolgen. Für die betrachtete Stichprobe belaufen sich die kumulierten Auszahlungen durchschnittlich auf das 1,7-fache des eingezahlten Kapitals. Ein Vergleich zwischen den aus dem Datensatz berechneten und den simulierten Mittelwerten zeigt die gute Anpassung des Modells.



**Abbildung 3:** Vergleich zwischen simulierten und tatsächlichen Auszahlungen über die Fondslaufzeit

## Anwendungsmöglichkeiten

Das im Rahmen dieses Betrages vorgestellte Simulationsmodell für Private-Equity-Fonds grenzt sich von den existierenden Ansätzen der Literatur dadurch ab, dass es zu seiner Implementierung nur auf die Schätzung von Parametern aus tatsächlich beobachtbaren Zahlungsströmen angewiesen ist. Ein Rückgriff auf die durch unterschiedliche Bewertungspraktiken und subjektive Einschätzungen des Fondsmanagements geprägten Restbuchwerte wird im Modell dadurch vermieden. Ebenso werden nicht IRRs oder Multiples modelliert; diese sind vielmehr das Ergebnis einer Simulation der Cashflows.

Konkrete Anwendungsmöglichkeiten für dieses Modell gibt es in zwei wichtigen Bereichen der Vermögensverwaltung. Zum einen natürlich im Liquiditätsmanagement, wo es darauf ankommt, zukünftige Ein- und Auszahlungen zu prognostizieren und eventuelle Liquiditätsrisiken rechtzeitig zu erkennen.

Zum anderen, und dies ist vermutlich der wichtigere Punkt, lässt sich das Modell einsetzen, um Private Equity in ein umfassendes Portfoliosteuerungsmodell zu integrieren. Hierzu muss man allerdings noch folgendes berücksichtigen. Die obigen Ausführungen haben lediglich gezeigt, wie sich Ein- und Auszahlungen von Private-Equity-Fonds modellieren lassen. Mit einem solchen Modell lassen sich zwar Cashflowhistorien simulieren, nicht aber Anlagerenditen. Dies ist erst dann möglich, wenn man zusätzlich auf ein Bewertungsmodell zurückgreift, z.B. das Consumption Based CAPM. Mit einem solchen Modell lassen sich dann die Barwerte dieser Cashflows und, zumindest unter bestimmten Voraussetzungen, auch die Marktwerte für Private-Equity-Anlagen simulieren. Daraus leiten sich schließlich simulierte zeitgewichtete Renditen ab. Man kann also eine solche Cashflowsimulation letztlich auch dafür verwenden, die Verteilung zeitgewichteter Renditen für Private-Equity-Anlagen zu berechnen. Berücksichtigt man in der Simulation schließlich noch, dass die Cashflows von Private-Equity-Anlagen mit den Renditen von Aktien oder Anleihen korrelieren, generiert das Modell eine Renditeverteilung, die sich für die Portfoliosteuerung verwenden lässt. Die gemeinhin eingesetzten Portfoliomodelle sind auf dieser Grundlage dann imstande, Private Equity als selbständige Vermögensklasse abzubilden. Da erste empirische Betrachtun-

gen zeigen, dass das Modell sehr gut in der Lage ist, die komplexen Ein- und Auszahlungsstrukturen realer Private-Equity Fonds richtig abzubilden, liegt damit ein modelltheoretischer Ansatz vor, der die Voraussetzungen liefern könnte, die man braucht, um Private Equity in die gängigen Portfoliosteuerungsmodelle zu integrieren.

## Literaturverzeichnis

Kaserer, C./ Diller, C. (2006a): Die Besonderheiten von Private Equity-Anlagen als Ansatzpunkt zur Erklärung ihrer Renditen – Eine empirische Untersuchung von europäischen Private Equity-Fonds, Die Unternehmung 02/2006, S.105 – 124

Kaserer/Diller (2006b): What Drives European Private Equity Returns? Fund Inflows, GP's Skills, and/or Risk? CEFS Working Paper No. 2/2004.

Kaserer/Diller (2005): Private Equity Funds: Return Characteristics, Return Drivers, and Consequences for Investors. Journal of Financial Transformation, 15.

Kaserer/Diller (2004a): The Role of Private Equity in Strategic Asset Allocation. EVCA Research Project und CEFS Working Paper No. 1/2004.

Kaserer/Diller (2004b): Beyond IRR once more. Private Equity International, July/August 2004.

Kaserer/Wagner (2006): Zur Messung von Rendite und Risiko bei Private-Equity-Investments. In: Kürsten et al. (Hrsg.): Festschrift zur Vollendung des 60. Lebensjahres von Jochen Wilhelm, S. 95-108, Springer, Berlin et al., 2006.

Kaserer/Wagner/Achleitner (2005): Managing Investment Risks of Institutional Private Equity Investors - The Challenge of Illiquidity. In: Frenkel/Hommel/Rudolf (Hrsg.): Risk Management - Challenge and Opportunity, S. 259-277, Springer, Berlin et al., 2005

Ljungqvist, A./ Richardson, M. (2003): The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity, NBER Working Paper 9454

Malherbe, E. (2004): Modeling Private Equity Funds and Private Equity Collateralised Fund Obligations, International Journal of Theoretical and Applied Finance, Vol. 7, No. 3, pp.193-230, May 2004

Takahashi, D/ Alexander, S. (2002): Illiquid Alternative Asset Fund Modelling, Yale ICF Working Paper, Januar 2001

---

**Kontakt:**

Univ.-Prof. Dr. Christoph Kaserer

Lehrstuhl für Finanzmanagement und  
Kapitalmärkte & CEFS  
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften  
Technische Universität München  
Arcisstr. 21  
D-80290 München

Tel.: ++49/89/289-25489

Fax: ++49/89/289-25488

E-Mail: christoph.kaserer@wi.tum.de

Dipl.-Kfm. Axel Buchner

Lehrstuhl für Finanzmanagement und  
Kapitalmärkte & CEFS  
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften  
Technische Universität München  
Arcisstr. 21  
D-80290 München

Tel.: ++49/89/289-25479

Fax: ++49/89/289-25488

E-Mail: axel.buchner@wi.tum.de

## PRESSESPIEGEL

Die vermeintliche Gefahr, die von Hedgefonds ausgeht und wie man ihr begegnen soll, ist ein Schwerpunkt der Berichterstattung zu Alternativen Investments.

Hedge-Fonds sollten sich und ihr Risikoprofil freiwillig von Rating-Agenturen beurteilen lassen. Das ist der Kern der Aussage, die Edgar Meister in den letzten Wochen vehement vertritt und für die er sowohl Unterstützung als auch vor allem Kritik aus der Branche erntet. Meister, der im Vorstand der Deutschen Bundesbank für Fragen der Finanzstabilität zuständig ist und dem bei der Europäischen Zentralbank (EZB) angesiedelten Ausschuss für Bankenaufsicht vorsitzt, verspricht sich von dem Vorstoß mehr Transparenz über die Aktivitäten von Hedge-Fonds und geringere Risiken für die Finanzmärkte.

Unabhängig von der Sinnhaftigkeit dieses Vorschlags, ist eine verstärkte Regulierung auf den globalen Anlagemärkten ohnehin nur effektiv umzusetzen, wenn sich alle Staaten zusammentäten. Darüber gibt es aber international keinen Konsens. Die Mehrheitsmeinung, vor allem auch im angelsächsischen Raum, ist, dass eine Regulierung von Hedge-Fonds derzeit nicht notwendig sei.

Mit dem Verkauf eines 4,5%igen Anteils der Telekom an den Finanzinvestor Blackstone gab die Bundesregierung ein Signal, dass der Bund bei seinen Privatisierungsbemühungen keine Berührungängste mit der noch vor kurzem so gescholtenen Branche hat. Für andere Finanzinvestoren könnte dies ein ermutigendes Zeichen sein.

Die folgenden Presse-Artikel können Sie von der BAI-Geschäftsstelle beziehen:

### Hedgefonds

- Regeln für Hedge-Fonds; HB vom 29.6.2006
- Court Says S.E.C. Lacks Authority on Hedge Funds; TWJ vom 24.6.2006
- Ohne mehr Transparenz können sie nicht weiterarbeiten; FAZ vom 16.6.2006
- Steinbrück will mehr Regulierung von Offshore-Hedgefonds; vwd vom 16.6.2006
- Bankenverband warnt vor Hedgefonds; FTD vom 13.6.2006
- Finanzminister unterstützt Bundesbank-Vorstoß; dpa vom 23.5.2006
- Steinbrück stützt Hedge Fonds Plan; FTD vom 18.05.2006
- Hilflöse Regulierer; FTD vom 18.05.2006
- Bundesbank besorgt über Einfluss der Hedgefonds; Stuttgarter Zeitung vom 18.05.2006
- Bundesbank geht Hedge Fonds an; FTD vom 17.05.2006
- Zaghafte Wende - Erste deutsche Hedge-Fonds-Anbieter schaffen den Durchbruch • Branche klagt über zu starke Regulierung; FTD vom 9.5.2006
- Die Zukunft gehört in Deutschland den alternativen Kapitalanlagen; HB vom 5.5.2006
- Haben Dach-Hedgefonds eine Zukunft? FAZ vom 25.04.2006

### Private Equity

- Rekordjahr für Finanzinvestoren; WaS vom 19.6.2006
- Regierung schreckt Finanzinvestoren auf - Das Bundesfinanzministerium erwägt eine Besteuerung der Gewinne von Private-Equity-Fonds; HB vom 2.6.2006
- Beteiligungsmarkt lockt Versicherer; Handelsblatt vom 29.05.2006
- Finanzinvestoren droht Besteuerung der Gewinne; Die Welt vom 10.05.2006
- Investor vor Einstieg bei Telekom; FTD vom 24.04.2006
- US-Finanzinvestoren streben an die Börse; Die Welt vom 22.04.2006
- Beteiligter sehen positive Signale; VDI Nachrichten vom 12.04.2006



# HEUSCHRECKEN?

**DIE VIELGESCHMÄHTEN  
„HEUSCHRECKEN“  
BRINGEN OFT BEGEHRTE  
LIQUIDITÄT.  
FAZ, 16. DEZ. 2005**

Von Politikern als „Heuschrecken“ gebranntmarkt, von institutionellen Anlegern als Renditebringer geschätzt und als Fondsbeteiligung eine interessante Portfolio-Beimischung

für das private Publikum – so stellen sich die Assetklassen Private Equity und Hedgefonds dar.

Viel Feind, viel Ehr': In der deutschen Wirtschaft sind Private Equity-Beteiligungen ebenso wie Hedgefonds zunehmend willkommen, um Wachstum alternativ zu finanzieren. Finanzmarktexperten sehen gerade Private Equity-Fonds mit ihrer internationalen Erfahrung als ein Korrektiv zu den verkrusteten Strukturen der „Deutschland AG“ an. Ihre Bedeutung wächst mit den Erfolgen, die sie für Anleger erzielen.

Die **ebs** FINANZAKADEMIE in Oestrich-Winkel greift das aktuelle Thema mit einem Kompaktstudium auf: Nach dem Angebot des ersten Kompaktstudiums zum Thema Hedgefonds in Deutschland wird nunmehr Private Equity angeboten. Die Zielgruppe des Studiengangs ist breit angelegt: Anlage- und Kundenberater sowie Vermögensverwalter, Beteiligungsmanager, Spezialisten im Bereich Wealth Management, von Stiftungen und

Family Offices, aus Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen sowie vermögende Privatkunden. Das Kompaktstudium Hedgefonds und das Kompaktstudium Private Equity werden von der **ebs** FINANZAKADEMIE zusammen mit dem Bundesverband Alternative Investments e. V. (**BAI**) durchgeführt.

„Nur wer die Mechanismen der Finanz-Industrie kennt, kann Anleger zielführend beraten“, sagt dazu Professor Dr. Rolf Tilmes von der **ebs** FINANZAKADEMIE.

## **KOMPAKTSTUDIUM HEDGEFONDS**

Das Kompaktstudium Hedgefonds besteht aus einer Blockwoche von 5 Tagen und einer Wochenendphase. **Der 9. Jahrgang beginnt in Oestrich-Winkel am 4. September 2006.** Absolventen tragen den Titel Hedgefonds-Berater (**ebs/BAI**).

## **KOMPAKTSTUDIUM PRIVATE EQUITY**

Das Kompaktstudium Private Equity wird ebenfalls mehrmals im Jahr angeboten werden. Die Studiendauer beträgt 7 Tage inklusive der Zeiten für das Erbringen der Prüfungsleistungen. **Der 2. Jahrgang beginnt in Oestrich-Winkel am 11. September 2006.** Absolventen tragen den Titel Private Equity-Advisor (**ebs/BAI**).

Weitere Informationen: **ebs** FINANZAKADEMIE,  
Frau Eva Fenzl, Kranenstraße 17, 65375 Oestrich-Winkel  
Tel: (0 67 23) 88 88 0, Fax: (0 67 23) 88 88 11  
E-Mail: [eva.fenzl@ebs-finanzakademie.de](mailto:eva.fenzl@ebs-finanzakademie.de)  
[www.ebs-finanzakademie.de](http://www.ebs-finanzakademie.de)



## VERANSTALTUNGSHINWEISE

### **ebs-Finanzakademie/BAI e.V. - Kompaktstudium Hedgefonds 9. Jahrgang: 04.-08. Sept. und 22.-23. Sept. 2006 Oestrich-Winkel bei Wiesbaden**

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

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

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

**250 EUR Discount für BAI-Mitglieder**

### **ebs-Finanzakademie/BAI e.V. - Kompaktstudium Private Equity 2. Jahrgang: 11.-15. Sept. und 13.-14. Okt. 2006 Oestrich-Winkel bei Wiesbaden**

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 PE profitiert haben, wird diese Anlageklasse nun auch mehr von Privatanlegern nachgefragt. Beteiligungsmanager sowie Anlageberater benötigen daher Private

Equity Expertise, um Beteiligungen qualifiziert managen und kundenorientiert beraten zu können. Hier setzt das Kompaktstudium Private Equity der ebs FINANZAKADEMIE an, welches zusammen mit dem Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) neu entwickelt wurde und nun neben dem bereits etablierten Kompaktstudium über Hedgefonds neue Maßstäbe mit dieser speziellen Ausbildung der Alternativen Investments setzen möchte. Das Kompaktstudium mit abschließender schriftlicher Prüfung geht in der Ausbildung weit über die am Markt angebotenen üblichen Seminare hinaus und ist auf (Nachwuchs-) Beteiligungsmanager, Anlage- und Kundenberater sowie Vermögensverwalter zugeschnitten, damit diese ihre Kunden qualifiziert beraten und auf deren Bedürfnisse eingehen können. Weitere Zielgruppen sind Mitarbeiter im Bereich Wealth Management, Stiftungen und Family Office, aus Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen sowie vermögende Privatkunden. Das Studium vermittelt ein umfassendes, in der Praxis anwendbares Wissen über alle Teilbereiche des Beratungsprozesses für Private Equity Produkte. Ansätze für die erfolgreiche Beratung und Kommunikation stellen ebenso einen wesentlichen Bestandteil des Curriculums dar wie rechtliche Aspekte. Der Praxisbezug wird durch zahlreiche Fallstudien unterstützt und intensiviert. Die Dozenten sind ausgewiesene Fachleute und garantieren ein Höchstmaß an Aktualität und Kompetenz in der Wissensvermittlung.

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

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

**250 EUR Discount für BAI-Mitglieder**

**10. Münchener Venture Capital Tagung**  
**Handelsblatt/Euroforum**  
**13.-14. September 2006**  
**München**

Die Münchener Venture Capital Tagung, die traditionell im Herbst stattfindet, hat sich seit ihrem Beginn im Jahr 1997 zu einem wichtigen Treffpunkt der deutschen Venture Capital-Branche etabliert. Insgesamt haben in den letzten neun Jahren bereits über 700 Teilnehmer und 200 Sprecher an der Tagung teilgenommen. Diese Konferenz zeichnet sich durch hochkarätige Referenten aus, die über die aktuellen Trends der Branche diskutieren und Erfahrungsberichte aus der Praxis weitergeben. Die aktuelle positive Entwicklung der Branche wird im Mittelpunkt der Tagung stehen. Die Experten zeigen auf, wie Portfolios optimiert, Werte langfristig gesteigert und Wachstumsstrategien erfolgreich umgesetzt werden können.

Weitere Informationen erhalten Sie unter  
<http://www.vc-pe.de> oder unter Tel.: 02 11 / 96 86 - 35 36

**Private Equity World Germany 2006**  
**19.-21. September 2006**  
**Arabella Sheraton Hotel, Frankfurt**

Private Equity World Germany is the premier event for all those interested in the German private equity market. The programme will cover recent and forthcoming legal, government and regulatory reform in Germany, as well as debating the hottest investment sectors.

Conference highlights:

- Gain a unique insight into the changing fiscal and government landscape in Germany
- Benefit from three days of networking and interaction with some of the key investors in the German private equity industry
- Hear first-hand case studies revealing the complexities presented by this market
- Learn from a world class faculty of leading practitioners with solid working knowledge of the German market

Weitere Informationen erhalten Sie unter  
Tel.: +44 (0)20 7539 4331 oder  
<http://www.terrapinn.com/2006/peg/>

**V. BAI Forum Alternative Investments**  
**26.-27. September 2006**  
**Neue Börse, Frankfurt (Hausen)**  
**Frankfurt am Main**

Nach den großen Erfolgen der bereits etablierten Foren Alternative Investments in den vergangenen Jahren, setzt der BAI seine hochkarätige Konferenzserie in Kooperation mit der Deutsche Börse AG und der Eurex Frankfurt AG auch in diesem Jahr fort. Auch diesmal wird den Teilnehmern und Besuchern wieder ein interessantes Programm aus den Bereichen Hedgefonds und Private Equity mit namhaften Referenten geboten.

Weitere Informationen erhalten Sie unter  
<http://www.forum-ai.com> oder beim BAI unter  
Tel.: +49 (0) 228 96987 0

**100 EUR Discount für BAI-Mitglieder**

**Hedge Pensions Club**  
**28. September 2006**  
**Bayerischer Hof, München**  
**Veranstalter: Hedge Pensions**

After more than two years of the market opening for hedge funds in Germany, German investors seem to get used to hedge funds, but there are still a lot of question marks, as hedge funds are being engaged in myriad activities. This club should provide an opportunity to meet, to discuss and to exchange more deeply ideas for the sake of a competitive market environment.

Weitere Informationen erhalten Sie unter  
[www.hedge-pensions-club.com](http://www.hedge-pensions-club.com) oder unter  
Tel.: +49 (0) 221 55 405 343

## **Hedge 2006**

**17.-18. October 2006**

**Riverbank Park Plaza, London, United Kingdom**

London is the hedge fund centre of Europe and now accounts for the management of around 75% of Europe's estimated \$300bn in hedge fund assets.

European pension fund wealth is also predominantly managed from the UK. Furthermore, London is the largest investment banking centre in Europe and leads the world in international bond trading, foreign exchange trading and cross-border lending.

Therefore, London is the natural meeting place for hedge funds and their investors, and the location of hedge fund event, HEDGE 2006.

Weitere Informationen erhalten Sie unter <http://www.irc-conferences.com/2006/hedge/> oder unter Tel: +44 (0) 20 7539 4320

## **Super Investor 2006**

**14.-16. November 2006**

**The Westin Hotel, Paris**

For more information:

<http://www.icbi-uk.com/superinvestor/>

## **Zusammenarbeit von BAI mit der Competence-Site**

[www.Competence-Site.de](http://www.Competence-Site.de) ist das führende Kompetenzportal für Manager, Experten und Nachwuchskräfte im Bereich IT und Management. 250.000 Nutzer monatlich nutzen das Know-how von Experten aus Praxis und Wissenschaft. Themenorientierte Competence Center bieten Artikel, Interviews, Studien, Jobs und Termine.

In Zusammenarbeit mit dem BAI und weiteren Akteuren aus der Alternative-Investments-Branche befindet sich das neue Kompetenzzentrum zum Thema „Vermögensmanagement“ im Aufbau: <http://www.competence-site.de/vermoegensmanagement.nsf>

Weitere Informationen über die vielfältigen Möglichkeiten sich mit Fachinhalten und Informationen zu Ihrem Unternehmen, in den verschiedensten Formaten z.B. Fachbeiträge, virtuelle Roundtable, exklusive e-Interviews, zu positionieren, erhalten Sie von:

Gudrun Beckhoff, NetSkill AG

Telefon: +49 (0) 221 - 7 16 24 29, [g.beckhoff@netskill.de](mailto:g.beckhoff@netskill.de)

# IMPRESSUM

---

## Haftungsausschluss

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

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

## Impressum

Jahrgang 5 – Ausgabe 2

Verantwortliche Redakteure:

Peter Alex

Roland Brooks

Dr. Hans Moritz

Erscheinungsweise: vierteljährlich

BAI e.V.

Poppelsdorfer Allee 106

D-53115 Bonn

Tel. +49 2 28-9 69 87-0

Fax +49 2 28-9 69 87-90

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

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

## Satz & Layout

Excellent Media Service GmbH

Im Mediapark 8

50670 Köln

Tel. +49 221 55405 - 120

Fax +49 221 55405 - 533

[www.excellent-ms.de](http://www.excellent-ms.de)

[info@excellent-ms.de](mailto:info@excellent-ms.de)