

**Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)**  
**Eine Einführung in die Welt nicht traditioneller Anlagen und Strategien**



*Informationsbroschüre Private Equity*

## Inhalt

Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI).....	3
Vorbemerkung.....	5
1. Private Equity .....	6
1.1 Definition und Entwicklung.....	6
1.2 Strategien und Phasen .....	7
1.2.1 Venture Capital.....	8
1.2.2 Buyout Capital .....	8
1.2.3 Mezzanine.....	8
1.3 Charakteristika .....	9
2. Evidenz.....	11
3. Regulierung .....	14
3.1 Die AIFM-Richtlinie und die nationale Umsetzung durch das KAGB.....	14
3.2 Steuerliche Behandlung von Private Equity – das Investmentsteuergesetz.....	16
3.3 Weitere regulatorische Aspekte .....	16
Literaturempfehlungen .....	17
Kontakt.....	18

## Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)

Der **Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI)** ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments-Branche in Deutschland – assetklassen- und produktübergreifend. Wir setzen uns dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments, insbesondere mit Augenmerk auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge, einfacher und besser diversifizieren können.

### Unsere **Kernbotschaften** und **Ziele**

- Verbesserung des Bekanntheitsgrades alternativer Anlagestrategien und Konzepte in der Öffentlichkeit
- Attraktive und international wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments
- Katalysator zwischen professionellen deutschen Investoren und anerkannten Anbietern von Alternative Investments-Produkten weltweit
- Förderung wissenschaftlicher Forschung im Bereich der Alternative Investments

Der BAI führt den Dialog mit politischen Entscheidungsträgern sowie den zuständigen Aufsichtsbehörden auf nationaler und europäischer Ebene und wirkt darauf hin, dass in Gesetzgebung und Aufsichtspraxis die Belange unserer Branche gehört werden. Darüber hinaus pflegt der Verband den Austausch mit nationalen und internationalen Organisationen und Verbänden. Er verfolgt das Ziel, gesetzliche Reformen sowie eine Rechtsfortbildung im Interesse der Mitglieder und deren Anleger zu erreichen. Der Kreis der BAI-Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments-Geschäfts (Hedgefonds, Private Equity, Infrastruktur, Real Estate, Rohstoffe, etc.) rekrutieren, ist mittlerweile auf 135 Unternehmen angewachsen.

### **Mehrwert für Mitglieder**

Mitglieder profitieren von unserem umfangreichen Informations- und Dienstleistungsangebot und können sich zudem über diverse Fachausschüsse, Konsultationen, etc. aktiv an der Verbandsarbeit beteiligen. Unseren Mitgliedern bieten wir u.a.:

- Briefings über aktuelle Gesetzgebungs- und Regulierungsvorhaben auf nationaler und internationaler Ebene
- BAI-Homepage mit umfassenden Informationen zu unseren Aktivitäten sowie geschlossener Mitglieder- und Investorenbereich mit BAI-Stellungnahmen zu Gesetzgebungsvorhaben, Briefings, Fachartikeln, etc.
- Publikationsmöglichkeiten im BAI-Newsletter und auf der BAI-Homepage
- Teilnahme an BAI-Events und Konferenzen sowie Veranstaltungen unserer Kooperationspartner
- Due Diligence Questionnaires für Infrastruktur-, Hedgefonds- und Private Equity-Investments
- Muster und Leitfäden für die Vertragsgestaltung bei Alternativen Investmentfonds (AIFs)

### **Veranstaltungen und Events**

Die Alternative Investor Conference (AIC) mit rund 350 Teilnehmern findet jährlich im Mai statt und hat sich zu einer überregionalen Plattform entwickelt, auf der sich institutionelle Investoren, Anbieter

und Dienstleister über neueste Entwicklungen in der AI-Branche austauschen. Durch die Einbindung von hochkarätigen Keynote Speakern und die Programmgestaltung durch Investoren und BAI-Mitglieder konnte die Attraktivität der Konferenz für institutionelle Investoren zusätzlich gesteigert werden. Ein Investoren-Dinner sowie ein exklusiver Workshop für diese Zielgruppe runden unsere Veranstaltung ab. Darüber hinaus richtet der BAI mehrmals im Jahr die Veranstaltungsreihe BAI Insight aus. In Kooperation mit Mitgliedsunternehmen dienen diese Events als Plattform für Networking und Weiterbildung im Bereich Alternative Investments.

## **Research**

Mit unterschiedlichem Fokus bietet der BAI Research-Dienstleistungen an. Beispielsweise erscheint seit April 2014 im quartalsmäßigen Turnus das BAI Research Quarterly, das Rendite- und Risikokennzahlen zu Alternative Investments bereitstellt. Zudem werden Publikationen zu den Gegebenheiten des deutschen Marktes (bspw. German Market Review) und FactSheets zu unterschiedlichen Themen des Verbandsspektrums angeboten.

## **Wissenschaft**

Der BAI fördert wissenschaftliche Arbeiten im Bereich der Alternative Investments. Mit dem BAI-Wissenschaftspreis haben wir für Studenten und Wissenschaftler in Deutschland einen weiteren Anreiz geschaffen, Forschungsarbeit in diesem für Investoren zunehmend wichtigeren Bereich zu leisten. In Ergänzung dazu vergibt der BAI Druckkostenzuschüsse für exzellente Dissertationen.

## **Investorenbeirat**

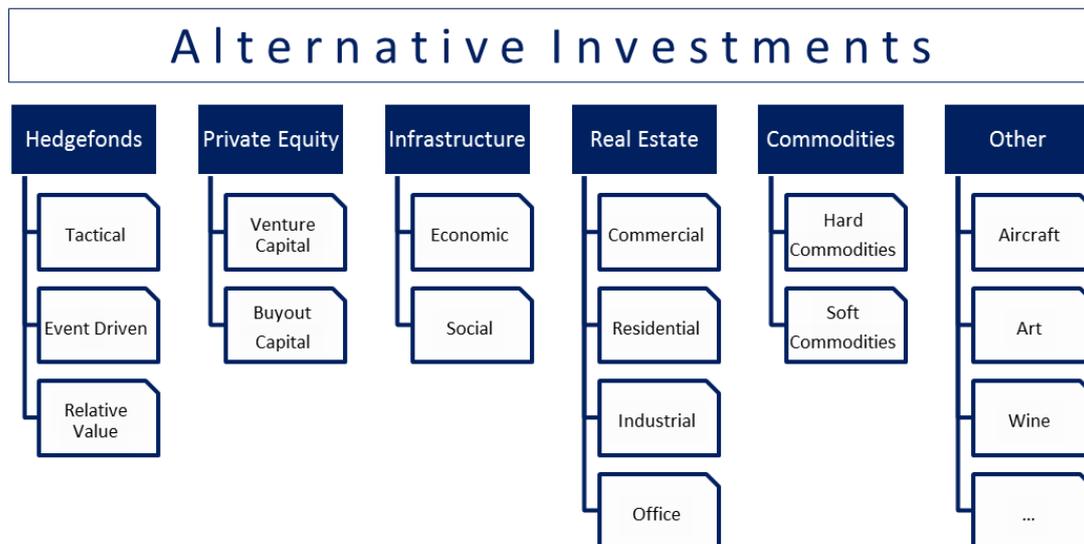
Den Belangen institutioneller Investoren wird insbesondere über die Mitwirkung des BAI-Investorenbeirates Rechnung getragen. Er hat die vertiefte Einbindung von Investoren in die Verbandsarbeit, die Hinzuziehung als Ideengeber, Ansprechpartner und Willensbildungsorgan sowie als Fürsprecher für AI-Themen gegenüber Politik, Aufsicht und Medien zum Ziel. Weiterhin soll durch den Beirat die Marktintegrität, Transparenz und Governance der AI-Branche verbessert sowie eine institutionalisierte Plattform für den Dialog im Verband und der Investoren untereinander geschaffen werden.

## **Zielsetzung der Informationsbroschüre**

Vor dem Hintergrund der steigenden Nachfrage und der präsenten Rolle von Alternative Investments in der Assetallokation institutioneller Investoren möchte der BAI mit dieser Informationsbroschüre über Grundlagen, Strategien, Chancen und Risiken von alternativen Investmentanlagen und -strategien informieren. Dabei sollen die Inhalte über die reinen Grundlagen hinausgehen und einen ersten vertieften Einblick gewähren, auf dessen Fundament eine intensivere Beschäftigung mit Alternative Investments möglich ist.

## Vorbemerkung

Der Begriff Alternative Investments (AI) wird oft mit „Hedgefonds“ und „Private Equity“ verbunden, dabei erstreckt sich das Feld der AI ebenso auf die Bereiche „Infrastruktur“ oder „Rohstoffe“ sowie viele weitere. Da jedoch keine allgemeingültige Definition existiert, findet man diverse Auslegungen. Der BAI versteht unter AI die Investition in traditionelle Anlageklassen (Aktien und Anleihen) unter Zuhilfenahme komplexer, nicht traditioneller Strategien. Die folgende Grafik gibt einen kurzen Überblick über die möglichen Segmente, in denen über die traditionellen Anlageklassen hinaus alternative Strategien eingesetzt werden.



Quelle: eigene Darstellung aus diversen Quellen.

Die Grafik macht deutlich, warum eine leicht vergleichbare Einteilung der einzelnen Klassen in Bezug auf Alternative Investments häufig schwierig ist. Hedgefonds werden zwar nach Strategien kategorisiert, ihr gemeinsamer Nenner ist aber neben der möglichen traditionellen Anlageklasse auch die Art und Weise, wie und zu welchem Zeitpunkt sie ihre Investitionen vornehmen: *Tactical*, *Event Driven* oder *Relative Value*. *Private Equity* hingegen umfasst die Bereiche *Venture* und *Buyout Capital*, die sich nach der Phase, in der sich das Zielunternehmen befindet, unterscheiden (*Venture Capital*) bzw. nach bestimmten Ereignissen, die im Unternehmen stattfinden (*Buyout Capital*). Der Bereich Infrastruktur gliedert sich auf der höchsten Ebene in *ökonomische* und *soziale* Infrastruktur. Erstere umfasst bspw. Energie- und Versorgungsgüter, während Investitionen in Bildung und Kultur letzterer zuzuordnen sind. Auf dem Gebiet der Immobilien können Investoren hauptsächlich zwischen Gewerbe- (*commercial*), Wohn- (*residential*), Industrie- (*industrial*) und Büroimmobilien (*office*) wählen. Darüber hinaus stellt sich die Frage nach dem Zugangsweg zum Zielinvestment. Dieser kann bspw. auch indirekt über eine gelistete Immobilienaktiengesellschaft (REIT) erfolgen. Rohstoffinvestitionen können mittels verschiedener Instrumente in *hard* oder *soft Commodities* vorgenommen werden. Zielinvestitionen können bspw. Edel- oder Industriemetalle (*hard*) oder pflanzliche und tierische Rohstoffe (*soft*) sein. Weiterhin sind auch andere Investitionsmöglichkeiten den Alternative Investments zuzuordnen. Dazu gehören *Mobilien* (wie Schiffe oder Flugzeuge), *Kunstsammlungen*, *Wein* und viele andere mehr.

Was die beschriebenen alternativen Strategien eint, ist die Tatsache, dass sie bei entsprechender Portfolioallokation zu einer deutlichen Verbesserung der Rendite/Risiko-Relation beitragen. Es ist charak-

teristisch für Alternative Investments, dass sie regelmäßig eine geringe Korrelation zu traditionellen Anlageklassen aufweisen und für das Portfolio einen signifikanten Diversifikationseffekt erzielen können. Über den Diversifikationseffekt hinaus gibt es noch weitere Merkmale, die Alternative Investments auszeichnen:

- überdurchschnittliches Renditepotential
- ggf. geringere Liquidität
- ggf. geringere Transparenz
- Einsatz von Hebeln und Derivaten
- Renditen häufig nicht normalverteilt
- komplexe Performance- und Risikomessung notwendig

Die Zunahme von internationalen Finanz- und Kapitalströmen hat neben anderen Ursachen dazu geführt, dass die Finanzmärkte im 21. Jahrhundert ein hohes Maß an Integration erreicht haben. Eine globale Vernetzung bedeutet aber auch, dass Marktentwicklungen stärker miteinander korreliert sind, und ein signifikanter Diversifikationseffekt auf traditionellem Wege schwer erreicht werden kann. Die Verwerfungen im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise haben eindrucksvoll aufgezeigt, dass eine Portfoliodiversifizierung über reine Aktien- und Anleihestrategien nicht weiter zielführend ist. Weiterhin sind die Renditen durch die weltweit stark gefallen Zinssätze belastet, so dass sich in Kombination der beiden essentiellen Faktoren Rendite und Risiko Anlagen in Alternative Investments anbieten. So wird die Bedeutung von AI im Zeitverlauf eher zunehmen und einen größeren Raum in der Portfolioallokation von Investoren erhalten.

Diese folgende Abhandlung geht zunächst auf die Definition von *Private Equity* und die am häufigsten genutzten Strategien ein. Diese Strategien und insbesondere die spezifischen Charakteristika werden detailliert beschrieben, um dem Leser einen besseren Eindruck vom *Private Equity*-Universum zu vermitteln. Abschließend werden schwerpunktmäßig europäische Marktentwicklungen aufgezeigt sowie ein Eindruck vermittelt, welchen Performance-Beitrag *Private Equity* in der jüngeren Vergangenheit zu leisten im Stande war.

## 1. Private Equity

### 1.1 Definition und Entwicklung

*Private Equity* (PE) ist ein Sammelbegriff für alle Arten von Investitionen in das Eigenkapital nicht börsennotierter Unternehmen. Als alternative Anlage für institutionelle Investoren hat *Private Equity* in den USA und Großbritannien eine lange Historie und ist dort im Rahmen der Portfoliodiversifikation ein häufig genutztes Instrument. Die Investoren von PE-Fonds sind institutionelle Anleger wie Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen und Staatsfonds, aber auch Banken, die historisch eine große Allokation in *Private Equity* eingenommen haben, oder Unternehmen der Realwirtschaft. „Private“ steht für den nicht öffentlichen Charakter der Anlageklasse. Das Gegenstück dazu bildet „Public Equity“, die Finanzierung über Eigenkapital, das an öffentlichen Börsen in Form von Aktienkapital aufgenommen wird. „Equity“ unterstreicht den Eigenkapitalcharakter von *Private Equity*. Während Fremdkapital, welches Unternehmen von Banken als Darlehen zur Verfügung gestellt wird, eine feste Verzinsung erhält, nimmt Eigenkapital uneingeschränkt am Gewinn und Verlust eines Unternehmens teil. Der Eigenkapitalinvestor unterliegt einem erhöhten Risiko, da unternehmerische Verluste zunächst zu Lasten des Eigenkapitals gehen. Im Gegenzug profitiert er bei positiver Unternehmensent-

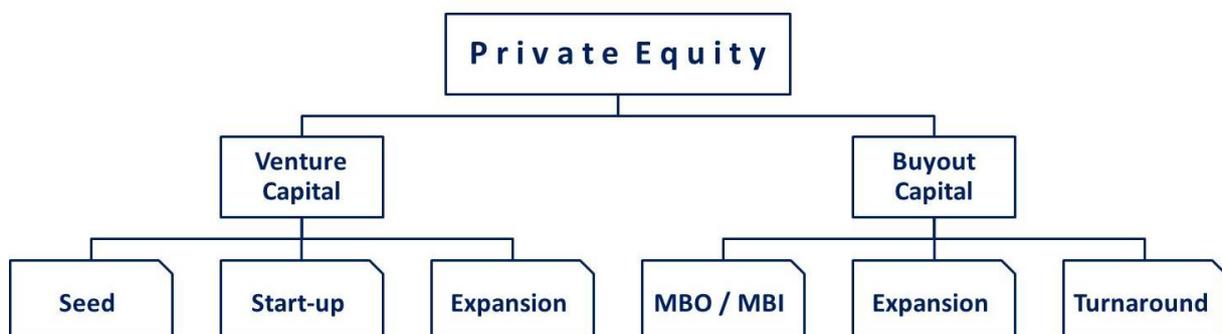
wicklung oft weit über der dem Fremdkapitalgeber gewährten Verzinsung. Daneben wird von PE-Fonds aber auch durchaus Fremdkapital, wie bspw. Nachrangdarlehen, zur Verfügung gestellt.

Die Manager einer PE-Gesellschaft leisten neben der reinen Finanzinvestition oftmals auch Managementunterstützung. Diese kann dazu beitragen, das finanzierte Unternehmen organisatorisch und strukturell besser aufzustellen. Insbesondere bei jungen Unternehmen, die möglicherweise über eine geringe Managementexpertise verfügen, kann dies der Fall sein. PE spielt in Deutschland eine sehr wichtige Rolle. Vor allem der ausgeprägte Mittelstandssektor kann von dieser alternativen Kapitalbeschaffung profitieren. Aber auch kleine Unternehmen, die keine Kredite zur Finanzierung erhalten würden, können sich mittels PE Kapital beschaffen. Der Gesetzgeber hat dies erkannt und ein Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) erlassen, um die Kapitalausstattung der Unternehmen zu unterstützen. Darin wird die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft als Unternehmen beschrieben, das anderen Unternehmen durch Übernahme oder Beteiligung Kapital zur Verfügung stellt. Darüber hinaus wurde auf Initiative des Bundeswirtschaftsministeriums im Jahre 2005 der High-Tech Gründerfonds zur Förderung junger Technologieunternehmen gegründet.

## 1.2 Strategien und Phasen

Bei PE-Anlagen besteht die Möglichkeit, sich auf verschiedene Weise zu engagieren. Dazu gehört die Direktanlage, d.h. eine unmittelbare Beteiligung an einem Unternehmen. Der damit verbundene Aufwand ist relativ gesehen hoch und nicht alle Investoren verfügen über das notwendige Know-how. Unter Risikogesichtspunkten ist aufgrund der fehlenden Diversifikation (bei einer einzelnen Anlage im Portfolio) eine Direktinvestition sorgfältig abzuwägen, da bei einer solchen Einzelanlage das Risiko eines Totalausfalls größer ist, als bei der Investition in ein gemischtes Portfolio. PE-Fonds sammeln Kapital von Investoren ein und investieren das Geld anschließend in Beteiligungsunternehmen. Der Betreuungsaufwand der Fondsmanager ist teilweise sehr hoch. Ein Dachfonds sammelt ebenfalls Kapital von Investoren ein und investiert es wiederum in Singlefonds. Dachfonds ermöglichen es den Anlegern, relativ schnell und einfach in ein diversifiziertes Portfolio zu investieren. Zudem ist die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes bzw. Totalverlustes bei Dachfonds geringer als bei Singlefonds, da erstere ihre Anlagen auf mehrere Singlefonds verteilen, die wiederum in ein oder mehrere Zielunternehmen investieren.

Bei der Anlage in PE wird zwischen verschiedenen Investitionsphasen (siehe nachfolgende Grafik) und Beteiligungsstrukturen unterschieden, für die es jeweils spezifische Rendite- und Risikoaspekte zu beachten gilt:



Quelle: eigene Darstellung.

## 1.2.1 Venture Capital

Unter Venture Capital wird Seed-, Start-up- und Expansionsfinanzierung subsumiert. Dieses Risiko- oder Wagniskapital wird als Kapitalunterstützung meist benötigt, um Produkte zu entwickeln oder erstes Umsatzwachstum zu finanzieren. Seed-Finanzierungen sind Beteiligungen an Unternehmen, die sich in einer sehr frühen Phase befinden, teilweise auch noch in der Vorgründungsphase. Das Risiko des unternehmerischen Scheiterns ist, da noch nicht absehbar ist, ob sich das Unternehmen und die geplanten Produkte am Markt durchsetzen werden, entsprechend hoch. Die Finanzierung eines Start-ups ist eine Beteiligung an einem jungen Unternehmen. Die Produkte müssen oft noch entwickelt bzw. zur Marktreife geführt werden. Auch in diesem Stadium ist das Risiko des unternehmerischen Scheiterns hoch. Expansionsfinanzierung konzentriert sich auf Unternehmen, deren Produkte bereits entwickelt sind und die eine Kundenbasis besitzen. Für die Expansion sind jedoch weitere finanzielle Mittel erforderlich, wobei das Risiko eines Scheiterns in diesem Stadium bereits abnimmt.

## 1.2.2 Buyout Capital

Zu Buyout-Investitionen gehören MBOs, MBIs, Expansionsfinanzierungen und Turnaround-Investitionen. Es geht um Investitionen in reife Unternehmen, die mit ihren Produkten oder Dienstleistungen bereits länger am Markt etabliert sind. Das Investitionsrisiko bei Buyout-Finanzierungen ist entsprechend geringer als in früheren Phasen. Sie sind eine der wichtigsten und ertragreichsten Segmente des *Private Equity*-Geschäftes. Vom einem Management Buy Out (MBO) spricht man, wenn ein Unternehmen durch das eigene Management übernommen wird. Da das Vermögen des Managements für eine Übernahme meist nicht ausreicht, wird ein Großteil der Finanzierung von einem PE-Fonds übernommen. Dieser erhält im Gegenzug eine Beteiligung am Unternehmen. Bei einem Management Buy In (MBI) hingegen wird das Zielunternehmen durch ein externes Management übernommen, oder die Übernahme mit Hilfe eines Investors durch ein fremdes Management forciert. Im Bereich der Expansion werden am Markt etablierte Unternehmen finanziert, die Mittel für zukünftiges Wachstum benötigen. Etablierte Unternehmen, die sich in einer finanziellen und/oder operativen Schieflage befinden, sind Ziel von Turnaround-Investitionen. Die investierten Mittel werden eingesetzt, um das Unternehmen wieder erfolgreich zu positionieren.

## 1.2.3 Mezzanine

Neben der üblichen Eigenkapitalbeteiligung im *Private Equity*-Bereich existiert die Mezzanine-Finanzierung. Da es sowohl Eigenschaften von Eigen- als auch Fremdkapital besitzt, wird es als Hybridkapital bezeichnet. Es besteht eine Vielzahl von Ausgestaltungen, die darüber entscheidet, ob das Mezzanine-Kapital bilanziell als Eigen- oder Fremdkapital anzusetzen ist. Spezialisierte Fonds werden dennoch in der Regel dem Segment *Private Equity* zugeordnet. Mezzanine-Kapital besitzt eine Reihe von spezifischen Charaktereigenschaften. Einerseits wird der Kapitalgeber über eine laufende Verzinsung und eine erfolgsabhängige Komponente vergütet, indem er etwa bei einer positiven Unternehmensentwicklung Anteile erhält. Andererseits verzichtet der Kapitalgeber auf eine hochrangige Sicherheit, da er im Gegenzug für seine Vergütung in der Kapitalstruktur des Unternehmens gegenüber weiteren Kreditformen nachrangig, gegenüber (außerbörslichem) Eigenkapital allerdings vorrangig behandelt wird. Die diversen Ausgestaltungsmöglichkeiten von Mezzanine-Kapital ermöglichen eine individuelle Strukturierung von Laufzeit, Fälligkeit und Vergütungsstruktur. Zins- und Tilgungsleistungen können ebenso individuell vereinbart werden wie die rechtliche Ausgestaltung beispielsweise in Form von Genussrechten oder Options- oder Wandelanleihen. Da regelmäßige Zahlungsströme notwendig sind, eignet sich diese Finanzierungsform nicht für Unternehmen in der frühen Entwicklungsphase. Bestimmte Rechte auf die Ausübung unternehmerischer Funktionen sind für den Kapital-

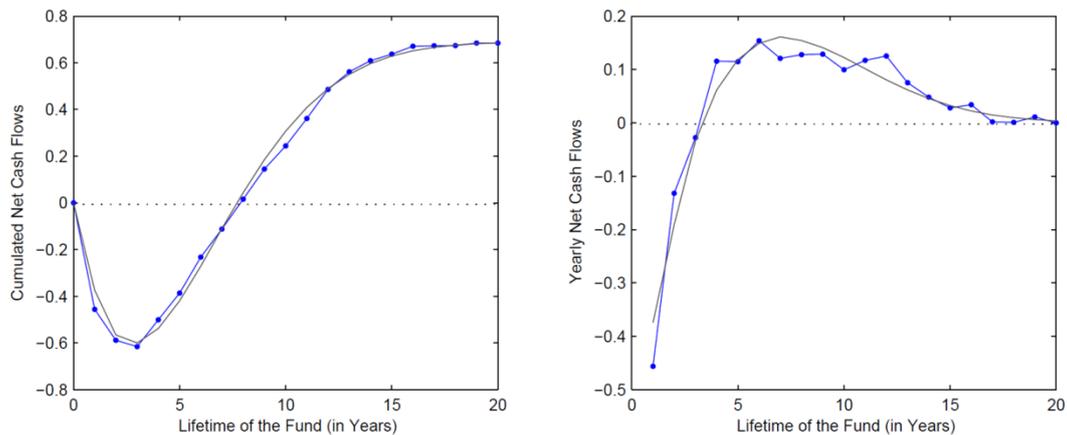
geber in der Regel nicht verbunden. Als passiver Investor kann er das Unternehmen aber mittels Vertragsklauseln (Covenants) vertraglich auf die Bereitstellung von Informationen verpflichten und sich Kontrollrechte einräumen lassen.

## 1.3 Charakteristika

Eine Untersuchung von Frontier Economics (2013) befasste sich mit der Frage, in welchem Umfang *Private Equity* zum Wirtschaftswachstum in Europa beiträgt. Die Determinanten, die schließlich zu Wirtschaftswachstum führen und die von *Private Equity* positiv beeinflusst werden, sind „Innovation“, „Produktivität“ und „Wettbewerbsfähigkeit“. Unternehmen, die von *Private Equity* unterstützt wurden, zeichneten für 12% aller industriellen Innovationen verantwortlich, obwohl ihr Anteil am privaten Sektor nur ungefähr halb so groß war. Dabei wurden diesen Unternehmen innerhalb von fünf Jahren bis 2011 Patente im Wert von 350 Mrd. Euro erteilt. Zahlen aus den USA legen nahe, dass die von *Private Equity* unterstützten Unternehmen zugesprochenen Patente in etwa 25% häufiger von anderen Unternehmen genutzt werden, als im Gesamtmarkt. Dies spricht für das ökonomische Potenzial dieser Patente. Innovationsstarke Industrien weisen in der Regel eine höhere Produktivität auf als solche, die weniger innovativ sind. Die gesamtwirtschaftliche Produktivität wird erhöht durch die breiteren Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen, die gewährte Unterstützung auch in operationellen und/oder finanziellen Schwierigkeiten sowie die insgesamt verbesserte Performance der Unternehmen mit PE-Finanzierungen. Darüber hinaus steigt durch diese Art der Finanzierung die Wahrscheinlichkeit, dass auch risikoreichere Geschäftsgelegenheiten ergriffen werden, die sich als außerordentlich profitabel erweisen können. Studien zeigen, dass PE-gestützte Unternehmen bis zu 50% weniger ausfallgefährdet sind als Unternehmen mit anderer Finanzierungsstruktur. Weiterhin haben Zielunternehmen in den ersten drei Jahren nach der Investition eine zwischen 4,5 und 8,5% höhere operative Marge vorzuweisen. Auf den einzelnen Mitarbeiter bezogen bedeutet das, dass diese Unternehmen im Durchschnitt einen um 6,9% höheren EBITDA (Earnings Before Tax, Depreciation and Amortisation) generieren. Dies wirkt sich positiv auf die Wettbewerbsfähigkeit der gesamten Volkswirtschaft aus. Durch den internationalen Fokus der durch *Private Equity* finanzierten Unternehmen ergeben sich darüber hinaus auch Diversifikationseffekte hinsichtlich der Jurisdiktionen, in denen das Unternehmen tätig ist. So trägt PE dazu bei, dass jedes Jahr bis zu 5.600 neue Unternehmungen in Europa gegründet werden.

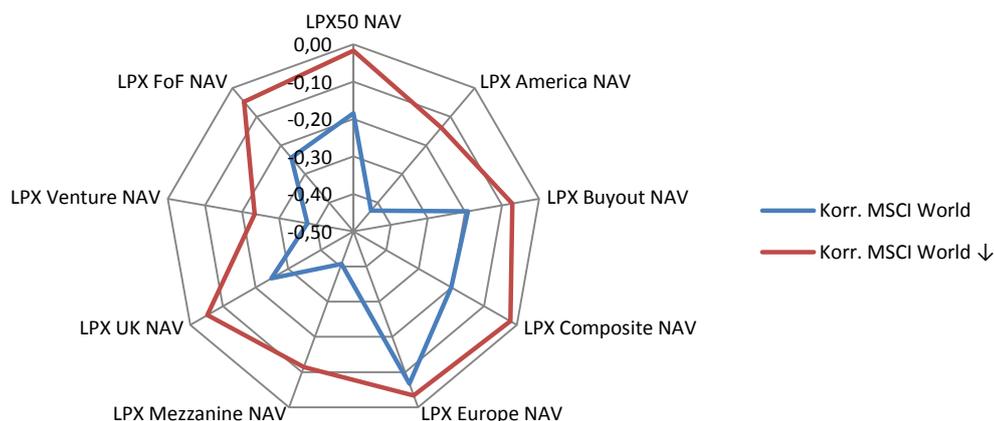
Innerhalb der rechtlichen Konstruktion nehmen PE-Gesellschaften, die Fonds auflegen, den Rang eines General Partner (GP) ein, wohingegen die Investoren als Limited Partner (LP) fungieren. Bevor ein solcher Fonds sein eingesammeltes Kapital investieren kann, müssen die Zielinvestments durch die PE-Gesellschaften adäquat bewertet werden. Sie überwachen die laufenden geschäftlichen Aktivitäten und stellt Management-Know-how zur Verfügung, um die Ertragslage nachhaltig zu verbessern. PE-Fonds haben im Anschluss an die drei- bis achtzehnmonatige Zeichnungsfrist in der Regel eine Laufzeit zwischen zehn und 20 Jahren, wobei das anfängliche Investment die Größe des Fonds bis zur Auflösung bestimmt. Im Anschluss an diesen Zeitraum kann der Exit, beispielsweise über einen außerbörslichen Verkauf des Unternehmens oder einen Börsengang (IPO), erfolgen. Es kann aber zwischenzeitlich auch ein neuer Fonds aufgelegt werden, der die Investitionen des auslaufenden Fonds übernimmt und es ermöglicht, die Ansprüche der Anleger des ersten Fonds zu erfüllen. Für den Investor bedeutet dies eine durchschnittliche Kapitalbindungsdauer von rund vier bis sechs Jahren. Das gezeichnete Kapital wird vom Fonds nur abgerufen, wenn ein Investment in ein Zielunternehmen vorgenommen wird, so dass häufig nicht das gesamte Kapital investiert ist. Eine vorzeitige Veräußerung des Investments ist für den Anleger in der Regel nicht bzw. nur mit Abschlägen möglich. Für einen langfristig orientierten institutionellen Investor muss dies allerdings keinen Nachteil darstellen, da

seine Verpflichtungen ebenfalls langfristigen Charakter haben. Das besondere Ein- und Auszahlungsverhalten von PE-Investments sowie der Verlauf der Renditekurve werden in der Literatur als „J-Curve“ bezeichnet. Nachdem das gezeichnete Kapital abgerufen und investiert wurde, beginnen die Rückzahlungen an die Investoren erst nach einigen Jahren, wenn das Fonds-Management eingegangene Beteiligungen wieder veräußern konnte. In folgender Grafik wird auch die Herkunft der Bezeichnung „J-Curve“ deutlich:



Quelle: Buchner, Kaserer und Wagner (2009).

Eine Investitionsentscheidung zugunsten von *Private Equity* hängt maßgeblich von dem erwarteten Rendite/Risiko-Profil der Anlageklasse ab. Investoren erwarten höhere Renditen und Risikodiversifikationseffekte für ihr Gesamtportfolio. Die geringe Korrelation zur Wertentwicklung traditioneller Assetklassen wie Aktien und Anleihen führt dazu, dass durch die Beimischung von *Private Equity*-Anlagen die Volatilität des Gesamtportfolios verringert werden kann. Die folgende Grafik zeigt die Rangkorrelationen der Strategien der LPX Private Equity Indizes mit dem Aktienmarkt, der hier durch den MSCI World Index repräsentiert wird, zwischen Januar 2005 und Dezember 2014:



Quelle: BAI Research Quarterly Januar 2015.

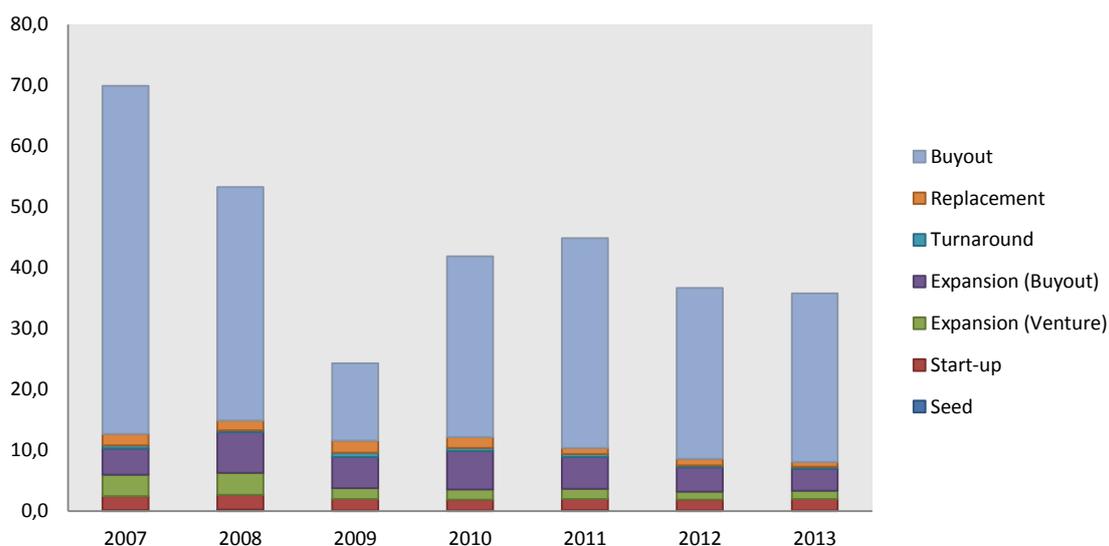
Die NAV-Indizes, die von der LPX Group mittels eines Substanzwertmodells berechnet werden, weisen sowohl insgesamt als auch in solchen Phasen, in denen der MSCI World Index Verluste zu verzeichnen hatte, eine negative Korrelation zum Aktienmarkt aus. In den Phasen, in denen der MSCI

World Index schwache Phasen hatte, konnte *Private Equity* so zur Stabilisierung des Gesamtportfolios beitragen.

Neigt sich die Lebensdauer eines PE-Fonds dem Ende, stehen verschiedene Exit-Optionen zur Wahl. Neben dem bereits angesprochenen Börsengang (IPO) und dem Verkauf der Beteiligung (an einen Finanz- oder strategischen Investor) kann dieser auch an einen anderen PE-Fonds oder die Alteigentümer, von denen der PE-Fonds einst die Anteile am Portfoliounternehmen übernommen hatte, veräußert werden. Wenn diese Optionen nicht in Frage kommen, zum Beispiel weil das Unternehmen nicht nachhaltig ertragsstark ist, bleibt nur die Möglichkeit einer Liquidation und Veräußerung der im Unternehmen verbliebenen Vermögenswerte. Dies wird in der Regel lediglich als letzte Chance in Betracht gezogen, um mit dem Exit noch Teile des eingesetzten Kapitals zurückzuholen. Die anderen Möglichkeiten sind als wesentlich profitabler zu bewerten. Insbesondere über einen Börsengang, bei dem der PE-Fonds noch Wertpapiere in seinem eigenen Besitz hält, kann sich über den Zeitverlauf eine signifikante Wertsteigerung für den Fonds einstellen. Dies bedeutet aber auch, dass so Kapitalmarktrisiken Eingang in das Portfolio der Investoren finden. Die Alternative, die Beteiligung an einen strategischen Investor zu verkaufen, der sie in Kombination mit seinem Unternehmen betriebswirtschaftlich häufig anders zu nutzen vermag, kann ebenso einträglich sein. Dies insbesondere deshalb, da er bereit sein könnte, ein Preispremium zu bezahlen, welches er durch noch zu hebende Synergien und entsprechend höhere zukünftige Cashflows wieder verdienen kann.

## 2. Evidenz

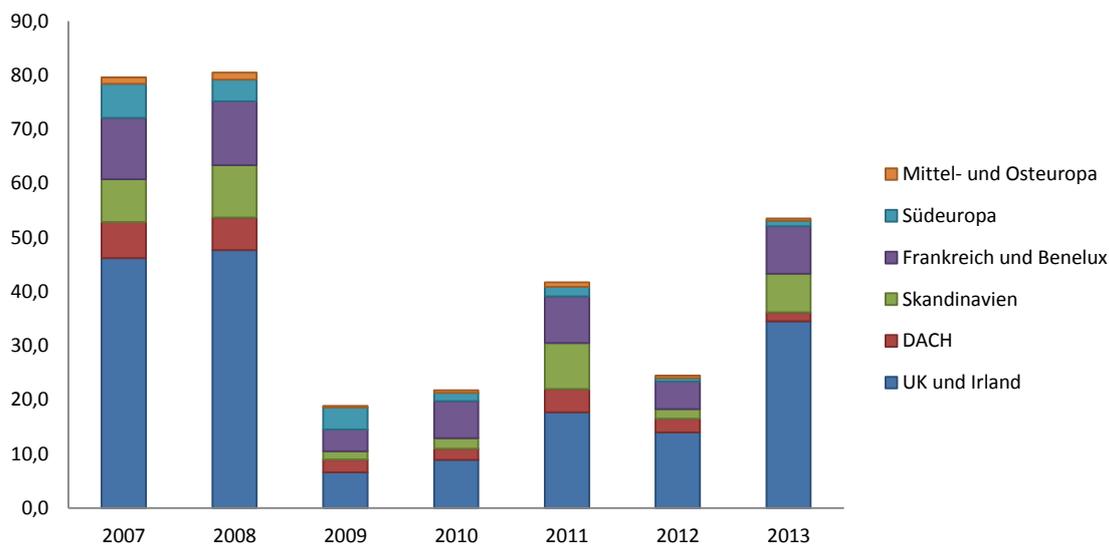
Die European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) untersucht jährlich die Entwicklungen auf dem europäischen *Private Equity*-Markt. Dazu erheben sie Daten, die sich auf Fondsauflegungen bzw. Investitionszeitpunkte zwischen 1980 und 2013 beziehen. Die folgende Grafik zeigt die Anteile von Venture Capital, Buyout Capital und des für die weitere Expansion in den einzelnen Phasen zur Verfügung gestellten Kapitals und dessen absoluten Wert an den durch PE-Gesellschaften getätigten Investitionen:



Quelle: EVCA (2013 European Private Equity Activity). In Mrd. Euro.

Es wird deutlich, dass es mit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise einen starken Rückgang der außerbörslichen Eigenmittelfinanzierung gab. Auch die Anteile zwischen den einzelnen Phasen haben

sich in Folge der Krise hin zu Wagnis- und Expansionskapital verschoben. Im Jahr 2013 hatten die relativen Anteile allerdings wieder die Verteilung, die zu Beginn der Krise im Jahr 2007 zu beobachten waren. Das gesamte Volumen an Investitionen in den PE-Bereich hat sich hingegen von knapp 70 Mrd. Euro (2007) auf 35,8 Mrd. Euro (2013) nahezu halbiert. Dieses Kapital wurde von den PE-Gesellschaften im Laufe der Zeit in Portfoliounternehmen investiert. Die folgende Grafik zeigt, in welchen Ländern, in denen PE-Gesellschaften ihren Sitz haben, wie viel Kapital eingesammelt wurde:



Quelle: EVCA (2013 European Private Equity Activity). In Mrd. Euro.

Mit deutlichem Abstand haben die PE-Gesellschaften mit Sitz im Vereinigten Königreich in Europa und im Jahr 2013 das meiste Kapital auf sich vereinigt. Mit 34,5 Mrd. Euro waren dies in etwa zwei Drittel des gesamten Mittelaufkommens in *Private Equity* in Europa. Es folgten Frankreich und Benelux mit 8,8 Mrd. Euro sowie die skandinavischen Länder mit 7,1 Mrd. Euro. Auf Deutschland, Österreich und die Schweiz entfielen hingegen lediglich 1,7 Mrd. Euro.

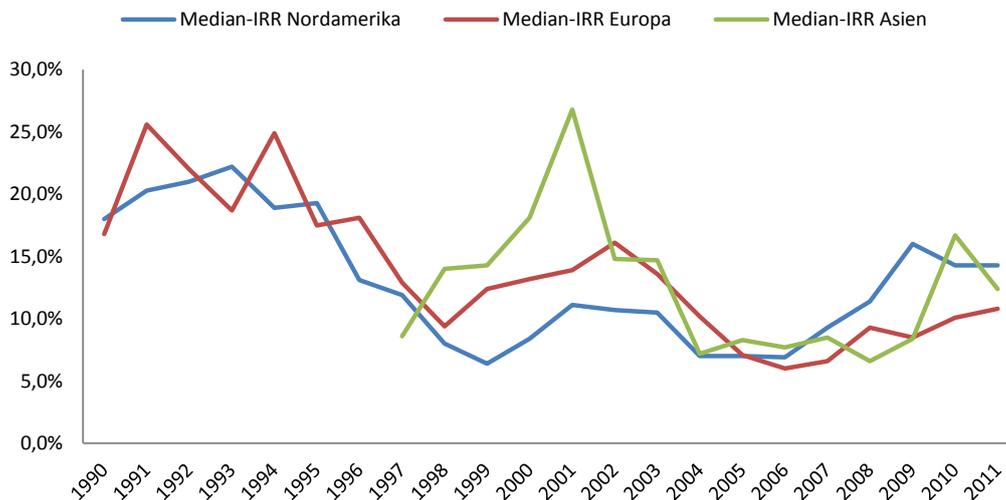
In ihrer Studie “2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study” geht die EVCA auch auf die Performance der PE-Fonds ein. Die 1.455 untersuchten Fonds waren zum 31.12.2013 mit insgesamt 400 Mrd. Euro ausgestattet und konnten einen durchschnittlichen, jährlichen und geometrisch bestimmten internen Zinsfuß (IRR) von 9,24% erwirtschaften. Der IRR entspricht dem kalkulatorischen Zins, bei dem der Nettokapitalwert (NPV) den aus einer Investition erzielten Cashflows (CF) entspricht:

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} = 0$$

Dieser Wert wird netto ausgewiesen, d.h. nach Abzug von Management- und eventuellen Performance-Gebühren. Befindet sich ein PE-Fonds noch nicht lange am Markt, so muss diese Rechnung um den abgezinsten Nettoinventarwert (NAV) erweitert werden, um die zukünftig zu erwartenden Cashflows abzubilden und Fonds in unterschiedlichen Reifephasen vergleichbar zu machen. In puncto IRR konnten sich Buyout-Fonds (11,41%) gegenüber Venture-Fonds (1,68%) im Durchschnitt deutlich absetzen. Dies gilt auch für das jeweilige oberste Quartil, das bei den Buyout-Fonds einen IRR von 20,49% und bei den Venture-Fonds einen IRR von 18,51% für 2013 aufweist. Die Fonds, die zwi-

schon 1990 und 1994 aufgelegt wurden, waren die erfolgreichsten. Sie erzielten eine Rendite von durchschnittlich 15,49%.

Die Datenbank von Preqin weist diese Daten als Medianwerte für den globalen PE-Markt aus. Die hier betrachtete Periode beginnt 1990 und enthält Daten bis einschließlich 2011. Die Berechnung des IRR erfolgt wie bei den Darstellungen der EVCA. Die folgende Grafik zeigt den Verlauf der Median-IRRs vom nordamerikanischen, europäischen und asiatischen Markt:



Quelle: Preqin Private Equity Market Benchmarks (November 2014).

Wie zuvor beschreiben die Daten die Entwicklung ausgehend vom jeweiligen Jahr der Auflegung des PE-Fonds. Über den IRR hinaus sind weitere Kennzahlen von Bedeutung, um den Wert der Anlage in Abhängigkeit der getätigten Investition zu bewerten. So beschreibt der Distributions to Paid-in Capital Multiple (DPI) aus Investorensicht das Verhältnis der Cashflows, die vom Fonds ausgezahlt werden (CIF) und derjenigen, die vom Anleger als Einlage eingezahlt wurden (COF), entweder zu einem bestimmten Zeitpunkt oder nach dem Exit des gesamten PE-Fonds:

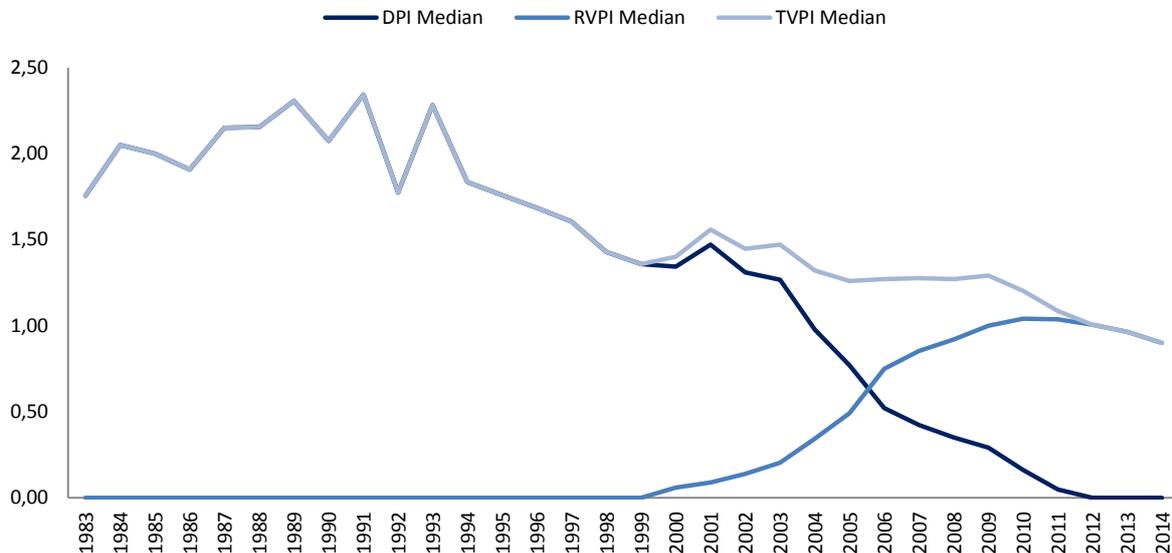
$$DPI_{t,T} = \frac{\sum_{i=0}^{t,T} CIF_{t,T}}{\sum_{i=0}^{t,T} COF_{t,T}}$$

Liegt diese Kennzahl bei „1“ oder darüber, so wurde eine positive Rendite erwirtschaftet. Es erfolgt allerdings keine Abzinsung der Cashflows, sodass es – insbesondere bei den langen Laufzeiten der PE-Fonds – zu einer Überschätzung der Werte dieser Kennzahl kommen kann. Im Gegensatz dazu steigt die Aussagekraft der Kennzahl mit zunehmender Lebensdauer des PE-Fonds, da die Cashflows den Investoren erst nach einer gewissen Zeit (siehe „J-Curve“) zufließen. Um eine bessere Vergleichbarkeit von Fonds unterschiedlichen Reifegrades zu erhalten, kann der NAV den Investitionen des Anlegers gegenübergestellt werden:

$$RVPI_t = \frac{NAV_t}{\sum_{i=0}^t COF_t}$$

Der Residual Value to Paid-in Capital Multiple (RVPI) drückt die Erwartung an zukünftige Cashflows aus. Werden DPI und RVPI zum Total Value Paid-in Multiple (TVPI) addiert, erhält man eine Schätzung des zukünftigen DPI zum Ende der Lebensdauer des PE-Fonds. Nach der Liquidation des Fonds

entspricht der RVPI dann auch dem Wert null. Dies wird in folgender Grafik deutlich, die neben den Verläufen der beschriebenen Kennzahlen auch zeigt, dass der Wert des TVPI ab dem Zeitpunkt der Auflösung des Fonds dem DPI entspricht. Dies gilt umgekehrt auch für den RVPI bei Fonds, die auf Grund ihrer noch kurzen Lebensdauer bisher keinerlei Ausschüttungen vorgenommen haben.



Quelle: Preqin All Private Equity Benchmark Report (31. März 2014).

## 3. Regulierung

### 3.1 Die AIFM-Richtlinie und die nationale Umsetzung durch das KAGB

Seit Juli 2011 gibt es in Europa einen einheitlichen Regulierungsrahmen für alternative Investmentfonds (Alternative Investment Funds, AIF), der auch das Segment Private Equity umfasst. Mit der Richtlinie über die Verwalter von alternativen Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) kam die EU nicht nur den im Rasmussen- und Lehne-Bericht geäußerten Aufforderungen zur Regulierung von Hedgefonds und Private Equity bzw. den Regulierungsbestrebungen der G-20 Gruppe im Hinblick auf systemrelevante Marktteilnehmer nach. Europaparlament und EU-Rat gingen darüber hinaus und haben eine Regulierung aller Arten von alternativen Investmentfonds, nicht nur von Hedgefonds und Private Equity, beschlossen.

Für Private Equity gab es in der Vergangenheit nur vereinzelte und periphere Regulierungsansätze. Beispielhaft sei die Luxemburger SICAR-Regulierung (Société d'investissement en capital à risque), die im Jahre 2004 implementiert wurde, und in Deutschland das eher steuerrechtlich motivierte und nur einen kleinen Teil der Branche betreffende Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG), welches aus dem Jahre 1986 datiert, genannt. In Deutschland führte dieser fragmentierte Ansatz dazu, dass die Private Equity Branche selbst einen einheitlichen Regulierungsrahmen forderte, der mit dem Wagniskapitalbeteiligungsgesetz (WKBG) aus dem Jahr 2008 wiederum nur einen sehr geringen Teil der Branche umfasste und vor allem aufgrund der gesetzlichen Fehlkonzipierung praktisch keine Relevanz erlangte.

Die Hauptregelungsbereiche der AIFM-Richtlinie sind:

- die Zulassung von in der EU ansässigen AIFM und die Beaufsichtigung ihrer Management- und Administrationstätigkeiten für AIF,

- die Sicherstellung der ordnungsgemäßen Verwahrung und Bewertung der Vermögensgegenstände, die ein AIF erwirbt,
- Transparenzanforderungen an AIFM gegenüber Aufsichtsbehörden und Investoren,
- der (grenzüberschreitende) Vertrieb von AIF.

Neben der Regulierung der Manager werden von der AIFM-Richtlinie mittelbar auch die von diesen verwalteten AIF für aufsichtsrechtliche Zwecke erfasst. Ein Zulassungsverfahren sieht die Richtlinie zwar nur für Manager vor; diese müssen unter anderem über eine entsprechende fachliche Qualifikation, ausreichende Eigenmittel, adäquate organisatorische Vorkehrungen zu Risikomanagement und zur Vermeidung von Interessenkonflikten verfügen und zudem gewisse Wohlverhaltensregeln erfüllen. Im Rahmen der laufenden Aufsicht über die Manager werden zugleich aber auch die AIF selbst erfasst. Denn die Richtlinie schreibt ausdrücklich vor, dass ein AIFM der zuständigen Aufsichtsbehörde z.B. über die Charakteristika und Vertragsbedingungen der verwalteten AIF, deren Erfassung im Risikomanagement und über Vereinbarungen mit Dienstleistern bspw. im Hinblick auf die Verwahrung und Bewertung der Vermögenswerte der AIF, etc. regelmäßig berichten muss. Zusätzlich müssen AIFM darlegen, auf welchen Märkten und mit welchen Instrumenten für die verwalteten AIF gehandelt wird – z.B. im Hinblick auf schwer liquidierbare Anlagen – und wie die Liquiditätssteuerung und das Risikomanagement diesbezüglich ausgerichtet sind. Schließlich müssen AIFM sowohl der Aufsichtsbehörde als auch den Investoren für jeden verwalteten AIF einen von einem Wirtschaftsprüfer geprüften Jahresbericht für jedes Geschäftsjahr zur Verfügung stellen.

Neben diesen allgemeinen, für alle Verwalter anwendbaren Vorschriften, gibt es spezifische Regelungen, die auf das Geschäftsmodell Private Equity abzielen. Diese finden sich in der Richtlinie in einem eigenen Abschnitt zu AIFM, *die AIF verwalten, die die Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen und Emittenten erlangen*. Für Private Equity Fonds bzw. deren Manager werden in diesem Zusammenhang besondere Mitteilungs-, Offenlegungs- und Berichtspflichten statuiert, die an den Erwerb von bedeutenden Beteiligungen bzw. den Kontrollerwerb anknüpfen. Darüber hinaus verbietet die Richtlinie entsprechenden Fonds innerhalb von 24 Monaten nach Beteiligungs- bzw. Kontrollerwerb eine Reihe von Kapitalmaßnahmen, die die Existenz der Portfoliounternehmen gefährden könnten (Stichwort *Zerschlagung von Unternehmen*).

Mit der Zulassung als AIFM ist unter der Richtlinie das Recht verbunden, AIF nicht nur im Sitzstaat, sondern innerhalb der gesamten EU zum einen zu verwalten, zum anderen an professionelle Anleger im Sinne der MiFID-Richtlinie zu vertreiben, allerdings ausschließlich an diese Investorengruppe. Voraussetzung hierfür ist lediglich die Notifizierung im Sitzstaat.

Auch ausländische AIF bzw. deren Manager können unter bestimmten Bedingungen von dem in der Richtlinie vorgesehenen EU-Pass profitieren. Für EU-Manager, die Drittstaaten-Fonds verwalten und in der EU zu vertreiben beabsichtigen, stellt die Richtlinie sehr hohe Anforderungen: verlangt wird insbesondere das Bestehen eines Abkommens mit dem Drittstaat, welches einen wirksamen Informationsaustausch in Steuerangelegenheiten gewährleistet und eine äquivalente Beaufsichtigung. Gleiches gilt für Drittstaaten-Manager, die ihre Fonds innerhalb der EU vertreiben wollen. Für viele ausländische AIFM bzw. AIF dürfte es sehr schwierig sein, diese Anforderungen zu erfüllen, so dass sich für diese der Marktzutritt weiter erschweren dürfte. Verstärkt wird dieser Effekt dadurch, dass die Auslagerung an in Drittstaaten ansässige Unternehmen ebenfalls an sehr hohe Anforderungen geknüpft wird. Sowohl AIF als auch deren Manager sollen offensichtlich dazu angehalten werden, sich in der EU anzusiedeln bzw. hier ihre Fonds aufzulegen. Gegenwärtig bereitet die EU-Kommission mit Un-

terstützung der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA die Einführung des sog. Drittstaatenpasses für nicht in der EU bzw. dem EWR ansässige Verwalter bzw. Fonds vor, so dass hier Rechtsklarheit geschaffen wird. Flankiert wird die AIFM-Richtlinie durch diverse Durchführungsverordnungen der EU-Kommission bzw. Regulierungs- und Implementierungsstandards und Guidelines der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA.

Abschließend ist darauf hinzuweisen, dass vom Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie Verwaltungsgesellschaften unterhalb einer Erheblichkeitsschwelle von 100 Millionen Euro (bei Verwendung von Leverage) bzw. 500 Millionen Euro (ohne Verwendung von Leverage und einer Haltedauer der Anteile von mindestens 5 Jahren), grundsätzlich ausgeschlossen sind. Im Bereich Private Equity im Allgemeinen, im Hinblick auf das Subsegment Venture Capital im Speziellen, werden diese Erheblichkeitsschwellen in einer nicht zu vernachlässigenden Anzahl von Fällen nicht erreicht, so dass entsprechende Fonds bzw. deren Verwalter den Anforderungen der AIFM-Richtlinie nicht zu entsprechen haben bzw. einem erleichterten Registrierungsverfahren unterliegen, sofern sie nicht freiwillig für die Anwendung der entsprechenden Regelungen der AIFM-Richtlinie optieren. Mit der europäischen Venture Capital Verordnung (EuVECA-Verordnung) wurde gerade für dieses Fondssegment unterhalb der Erheblichkeitsschwelle ein komplementäres Aufsichtsregime mit erleichterten Anforderungen geschaffen.

In Deutschland wurde die AIFM-Richtlinie durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) umgesetzt, welches am 22. Juli 2013 in Kraft getreten ist und korrespondierende bzw. ergänzende Regelungen enthält. Reine Private Equity Fonds können in Deutschland ausschließlich als geschlossene Spezial-AIF (für professionelle bzw. sog. semiprofessionelle Anleger), oder als geschlossene Publikums-AIF (für Privatanleger) strukturiert werden, wobei Rückgabe- oder Kündigungsrechte nach der Definition bei diesem Fondstyp ausgeschlossen sind. Offene Spezial-AIF (mit (semi-) professionellen Anlegern), die Rückgabe- oder Kündigungsrechte vorsehen, dürfen hingegen maximal 20 % des Fondsvolumens in nicht-notierte Unternehmensbeteiligungen investieren und zudem keinen Kontrollerwerb bei den jeweiligen Zielunternehmen durchführen.

### **3.2 Steuerliche Behandlung von Private Equity – das Investmentsteuergesetz**

Private Equity AIF sind in Deutschland fast ausnahmslos als sog. Personen-Investitions-gesellschaft gem. § 19 Investmentsteuergesetz (InvStG) organisiert. Zugrundeliegende Rechtsform ist dabei die unter dem KAGB eingeführte Investmentkommanditgesellschaft oder eine vergleichbare ausländische Form (sog. „Typenvergleich“). Diese werden als Personengesellschaften besteuert, weshalb die Einkünfte nach den Vorschriften der Abgabenordnung einheitlich und gesondert festgestellt werden müssen. Ein Steuerreporting gemäß § 5 InvStG ist nicht möglich. Mangels Fondsprivileg werden sämtliche Veräußerungsgewinne auf jährlicher Basis beim Anleger der Besteuerung unterworfen. Zudem ist die Pauschalbesteuerung nach § 6 InvStG nicht anwendbar. Als ein Nachteil gegenüber dem traditionellen Investmentfonds ist zu nennen, dass deren Verwaltung grundsätzlich nicht von der Umsatzsteuer befreit ist und der Gewerbesteuer unterfallen können (Stichwort *gewerbliche Prägung*). Für das Jahr 2015 ist eine Neukonzeption der Investmentfondsbesteuerung angekündigt, so dass hier die weiteren Entwicklungen abzuwarten sind.

### **3.3 Weitere regulatorische Aspekte**

Private Equity Investments unterliegen nicht nur fondsseitig, sondern auch investorensseitig regulatorischen Anforderungen. Hier ist auf europäischer Ebene vor allem die Solvency II Richtlinie zu nennen, die ab dem 1. Januar 2016 maßgeblich ist und die insbesondere Eigenmittelanforderungen für entspre-

chende Anlagen in Private Equity vorschreibt. Diese unterfallen grundsätzlich der Kategorie „sonstige Aktienrisiken“ und werden zur Quote für nicht notierte Beteiligungen hinzugerechnet, woraus eine prinzipielle Eigenmittelunterlegung von 49 bis zu 59 Prozent resultiert, die jedoch durch die Konzeption eines internen Modells reduzierbar ist. Zudem hat die europäische Versicherungsaufsichtsbehörde EIOPA kürzlich eine Zuordnung zur Kategorie „globale Aktienrisiken“, die im Grundsatz eine Eigenmittelunterlegung von prinzipiell 39 Prozent vorgibt, unter bestimmten Voraussetzungen in Aussicht gestellt.

Auf nationaler Ebene bis auf weiteres noch relevant ist insbesondere die Anlageverordnung für Versicherungsunternehmen, die im März 2015 an das KAGB angepasst wurde und nunmehr gesonderte Regelungen für Anlagen in reguliertes Private Equity vorsehen. Versicherer, Pensionsfonds und mittelbar erfasste Investoren wie Pensionskassen und Versorgungswerke dürfen danach bis zu 15 % des gebundenen Vermögens in Private Equity investieren. Voraussetzung für einen Erwerb im Rahmen dieser PE-Quote ist dabei, dass

- der Fondsmanager im EWR über eine AIFM-Erlaubnis oder eine Registrierung als „kleiner“ Manager verfügt; Fonds, die durch Nicht-EWR-Manager verwaltet werden, sind zulässig, wenn der Manager (und wohl auch der Fonds) seinen Sitz in einem OECD-Staat hat und über eine vergleichbare Erlaubnis oder Registrierung verfügt; und
- der PE-Fonds in Eigenkapital und eigenkapitalähnliche Instrumente
- sowie in sonstige Formen der Unternehmensfinanzierung investiert, damit bleiben auch Fonds, die zwar in Darlehen investieren, aber einen PE-Investmentansatz verfolgen, unter Fortführung der bisherigen Verwaltungspraxis geeignet für die PE-Quote.

Im Hinblick auf PE-Dachfonds erfolgt keine Durchschau auf die unterliegenden Zielfonds; es ist grundsätzlich ausreichend, wenn auf Dachfonds-Ebene die Voraussetzungen der Anlageverordnung eingehalten werden.

## Literaturempfehlungen

Buchner, Axel; Kaserer, Christoph und Niklas Wagner (2009): Modeling the Cash Flow Dynamics of Private Equity Funds – Theory and Empirical Evidence. Working Paper.

EVCA (2014): 2013 European Private Equity Activity.

EVCA (2014): 2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study.

Fraser-Sampson, Guy (2011): Alternative Assets. Investments for a Post-Crisis World. Chichester 2011.

Frontier Economics (2013): Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe.

Metrick, Andrew und Ayako Yasuda (2011): Venture Capital and Other Private Equity: a Survey. European Financial Management, 4/17, S. 619-654.

Mostowfi, Mehdi und Peter Meier (2013): Alternative Investments. Analyse und Due Dilligence. Zürich 2013.

Preqin: All Private Equity Benchmark Report, 31. März 2014.

Preqin: Private Equity Market Benchmarks. November 2014.

## Kontakt

Frank Dornseifer  
Geschäftsführer  
Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)  
Tel: +49 (0)228-96987-50  
Fax: +49 (0)228-96987-90  
E-Mail: [dornseifer@bvai.de](mailto:dornseifer@bvai.de)  
Internet: [www.bvai.de](http://www.bvai.de)

Nicolas Fuchshofen  
Referent Research und Öffentlichkeitsarbeit  
Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)  
Tel: +49 (0)228-96987-15  
Fax: +49 (0)228-96987-90  
E-Mail: [fuchshofen@bvai.de](mailto:fuchshofen@bvai.de)  
Internet: [www.bvai.de](http://www.bvai.de)