

**Investorreporting und Managementbeitrag bei Private Equity Funds  
und aktivistischen Hedge Funds am deutschen Markt**

DISSERTATION  
der Universität St. Gallen,  
Hochschule für Wirtschafts-,  
Rechts- und Sozialwissenschaften (HSG)  
zur Erlangung der Würde eines  
Doktors der Wirtschaftswissenschaften

vorgelegt von

**Johann Wolfgang Wenzl**

aus

Deutschland

Genehmigt auf Antrag der Herren

**Prof. Dr. Pascal Gantenbein**

und

**Prof. Dr. Klaus Spremann**

Dissertation Nr. 3857

Difo-Druck GmbH, Bamberg 2011

Die Universität St. Gallen, Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften (HSG), gestattet hiermit die Drucklegung der vorliegenden Dissertation, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Anschauungen Stellung zu nehmen.

St. Gallen, den 26. Oktober 2010

Der Rektor:

Prof. Ernst Mohr, PhD

## **Vorwort**

Die Anlagestrategien von Private Equity Funds und Hedge Funds rückten in den vergangenen Jahren zunehmend in den Fokus des öffentlichen Interesses. Zugleich erhöhten sich mit den steigenden Anlagevolumina die Informationsansprüche der Kapitalgeber an die Fondsmanager. Dies förderte die Entwicklung einer Reihe von Berichts- und Bewertungsvorschriften zur Verbesserung der Transparenz von Private Equity Funds und Hedge Funds, deren Investitionstätigkeit allerdings im Zuge der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise eine tiefgreifende Zäsur erfuhr.

Vor diesem Hintergrund gilt Herrn Prof. Dr. Gantenbein sowie Herrn Prof. Dr. Spremann mein herzlicher Dank für die Möglichkeit, in meiner Dissertation diese Entwicklungen eingehend untersuchen zu können. Bei meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Gantenbein, möchte ich mich zudem für die gewährte wissenschaftliche Freiheit sowie die unkomplizierte und gleichzeitig sehr effektive fachliche Unterstützung sehr herzlich bedanken. Großer Dank gilt auch Herrn Prof. Dr. Spremann für die Übernahme des Korreferats und die konstruktiven Anregungen zur inhaltlichen Gestaltung der Arbeit.

Aus meinem Freundeskreis geht mein ganz besonderer Dank an Marc Souvignier, der durch sein kritisches Korrekturlesen wertvolle Anregungen gab. Von ganzem Herzen möchte ich mich bei meiner Frau Maria bedanken. Sie hat mich in jeder Phase des Dissertationsprojekts tatkräftig und mit viel Geduld begleitet. Schließlich möchte ich meinen Eltern für Ihre Liebe und Unterstützung danken, ohne die diese Arbeit nie zustande gekommen wäre.

München, im Dezember 2010

Johann Wolfgang Wenzl



# Inhaltsübersicht

<b>Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>iii</b>
<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>ix</b>
<b>Tabellenverzeichnis .....</b>	<b>xi</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>xiii</b>
<b>Zusammenfassung .....</b>	<b>xv</b>
<b>Abstract .....</b>	<b>xvi</b>
<b>1 Einführung .....</b>	<b>1</b>
1.1 Motivation .....	1
1.2 Zielsetzung .....	4
1.3 Vorgehensweise .....	6
<b>2 Grundlagen der aktiven Unternehmensbeteiligung .....</b>	<b>11</b>
2.1 Rechte und Pflichten von Aktionären .....	11
2.2 Grad der Ausübung der Aktionärsrechte.....	22
2.3 Geschäftsmodelle aktiver Beteiligungsgesellschaften .....	41
2.4 Zusammenfassung der Ergebnisse .....	89
<b>3 Gestaltung des Transparenzniveaus auf Fondsebene.....</b>	<b>91</b>
3.1 Konzeption des Gestaltungsmodells .....	91
3.2 Operationalisierung der Strategiematrix .....	104
3.3 Operationalisierung der Regulierungsmatrix .....	111
3.4 Operationalisierung der Kommunikationsmatrix.....	158
3.5 Zusammenfassung der Ergebnisse .....	233
<b>4 Untersuchung der aktiven Managementleistung auf Portfolioebene.....</b>	<b>237</b>
4.1 Abgrenzung des Untersuchungsbereichs .....	237
4.2 Ergebnisse vergleichbarer empirischer Untersuchungen .....	249
4.3 Operationalisierung der Managementmatrix.....	255
4.4 Zusammenfassung der Ergebnisse .....	276
<b>5 Schlussbetrachtung und Ausblick .....</b>	<b>279</b>
<b>Anhang.....</b>	<b>283</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>295</b>
<b>Verzeichnis der Gesetzestexte und Richtlinien.....</b>	<b>309</b>



# Inhaltsverzeichnis

<b>Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>iii</b>
<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>ix</b>
<b>Tabellenverzeichnis .....</b>	<b>xi</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>xiii</b>
<b>Zusammenfassung .....</b>	<b>xv</b>
<b>Abstract .....</b>	<b>xvi</b>
<b>1 Einführung .....</b>	<b>1</b>
1.1 Motivation .....	1
1.2 Zielsetzung .....	4
1.3 Vorgehensweise .....	6
<b>2 Grundlagen der aktiven Unternehmensbeteiligung .....</b>	<b>11</b>
2.1 Rechte und Pflichten von Aktionären .....	11
2.1.1 Gesellschaftsrechtliche Kompetenzverteilung .....	12
2.1.1.1 Kompetenzen der Hauptversammlung .....	13
2.1.1.2 Kontrollrechte des Aufsichtsrates .....	14
2.1.1.3 Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands .....	15
2.1.1.4 Beeinflussung des Vorstandshandelns .....	15
2.1.1.5 Implizite Treuepflicht des Anteilseigners .....	17
2.1.2 Pflicht zur Beteiligungspublizität .....	18
2.1.2.1 Aktienrechtliche Mitteilungspflichten .....	18
2.1.2.2 Kapitalmarktrechtliche Mitteilungspflichten .....	19
2.1.2.3 Acting in Concert .....	21
2.2 Grad der Ausübung der Aktionärsrechte .....	22
2.2.1 Ökonomischer Hintergrund .....	22
2.2.1.1 Grundlagen der Prinzipal-Agent-Beziehung .....	23
2.2.1.2 Wirksamkeit gesetzlicher Vorschriften .....	25
2.2.1.3 Gestaltung von Anreizsystemen .....	25
2.2.1.4 Passivität der Aktionäre .....	26
2.2.1.5 Zurückhaltende Unternehmenskommunikation .....	27
2.2.2 Investorengruppen .....	28
2.2.2.1 Strategische und finanzielle Zielsetzungen .....	28
2.2.2.2 Private und institutionelle Finanzinvestoren .....	29
2.2.2.3 Traditionelle institutionelle Finanzinvestoren .....	30
2.2.2.4 Moderne institutionelle Finanzinvestoren .....	32

---

2.2.3	Forderungen und Ziele aktiver Investoren.....	33
2.2.3.1	Erfüllung der Sorgfaltspflichten.....	34
2.2.3.2	Wertorientiertes Investitionsverhalten .....	34
2.2.3.3	Verlängerung des zeitlichen Betrachtungshorizonts.....	36
2.2.3.4	Ausschüttung von freien liquiden Mitteln .....	36
2.2.3.5	Ahndung treuwidrigen Verhaltens .....	37
2.2.3.6	Austausch von Führungspersonal .....	38
2.2.4	Implikationen für die übrigen Share- und Stakeholder.....	39
2.2.4.1	Interessenskonflikte mit Mitgesellschaftern .....	39
2.2.4.2	Interessenskonflikte mit anderen Stakeholdern .....	40
2.3	Geschäftsmodelle aktiver Beteiligungsgesellschaften .....	41
2.3.1	Aufbau und Organisation.....	42
2.3.1.1	Phasen der aktiven Unternehmensbeteiligung .....	42
2.3.1.2	Abgrenzung von Investmentebenen.....	44
2.3.1.3	Interdependenzen zwischen den Investmentebenen .....	47
2.3.1.4	Interessensgruppen und Informationsansprüche.....	49
2.3.1.5	Auswahl des Fondsmanagements .....	51
2.3.2	Gesellschaftsrechtliche Gestaltung .....	53
2.3.2.1	Regulierte Geschäftsmodelle .....	54
2.3.2.2	Geschlossene Fondsmodelle .....	56
2.3.2.3	Offene Fondsmodelle.....	59
2.3.3	Private Equity-Perspektive .....	61
2.3.3.1	Begriff und Merkmale.....	61
2.3.3.2	Typische Anlagestrategien.....	63
2.3.3.3	Erweiterung des Anlagehorizonts .....	66
2.3.3.4	Marktbetrachtung Private Equity .....	68
2.3.4	Hedge Fund-Perspektive.....	74
2.3.4.1	Begriff und Merkmale.....	74
2.3.4.2	Klassifizierung der Anlagestrategien .....	77
2.3.4.3	Erweiterung des Anlagehorizonts .....	82
2.3.4.4	Marktbetrachtung Hedge Funds.....	84
2.3.5	Kooperation von Private Equity Funds und Hedge Funds .....	86
2.4	Zusammenfassung der Ergebnisse .....	89
<b>3</b>	<b>Gestaltung des Transparenzniveaus auf Fondsebene.....</b>	<b>91</b>
3.1	Konzeption des Gestaltungsmodells .....	91
3.1.1	Zielorientierte Gestaltung von Geschäftsmodellen .....	91
3.1.2	Aufbau und Struktur der Berichterstattung.....	94



---

3.1.3	Ableitung des konzeptionellen Modellrahmens .....	99
3.1.4	Operationalisierung des Gestaltungsmodells .....	102
3.2	Operationalisierung der Strategiematrix .....	104
3.2.1	Strategische Alternativen .....	104
3.2.1.1	Auswahl der Finanzinstrumente .....	105
3.2.1.2	Beteiligungshöhe und Anlagedauer .....	106
3.2.1.3	Struktur der Kapitalausstattung .....	109
3.2.2	Ableitung der Strategiematrix .....	110
3.3	Operationalisierung der Regulierungsmatrix .....	111
3.3.1	Kontext der regulierten Geschäftsmodelle .....	111
3.3.2	Unternehmensbeteiligungsgesellschaften .....	112
3.3.2.1	Geschäftsmodell und Anlagerestriktionen .....	112
3.3.2.2	Erweiterte Transparenzkriterien .....	114
3.3.3	Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften .....	116
3.3.3.1	Geschäftsmodell und Anlagerestriktionen .....	116
3.3.3.2	Erweiterte Transparenzkriterien .....	117
3.3.4	Kapitalanlagegesellschaften .....	118
3.3.4.1	Geschäftsmodell und Corporate Governance .....	119
3.3.4.2	Erweiterte Transparenzkriterien .....	120
3.3.5	Investmentfonds .....	121
3.3.5.1	Bildung von Sondervermögen .....	122
3.3.5.2	Kostentransparenz und Bewertung der Anteile .....	125
3.3.5.3	Aufbau der Berichterstattung .....	129
3.3.6	Investmentaktiengesellschaften .....	131
3.3.6.1	Geschäftsmodell und Anlagerestriktionen .....	132
3.3.6.2	Erweiterte Transparenzkriterien .....	133
3.3.7	Verkaufsprospekte .....	134
3.3.7.1	Ausführliche Verkaufsprospekte .....	135
3.3.7.2	Vereinfachte Verkaufsprospekte .....	137
3.3.7.3	Verkaufsprospekte für Hedge Funds .....	138
3.3.8	Vergleich der regulierten Geschäftsmodelle .....	139
3.3.8.1	Corporate Governance-Kriterien .....	140
3.3.8.2	Transparenzkriterien auf Fondsebene .....	141
3.3.8.3	Erweiterte Berichts- und Offenlegungspflichten .....	142
3.3.9	AIFM Richtlinie der Europäischen Kommission .....	145
3.3.9.1	Hintergrund und Zielsetzung .....	145
3.3.9.2	Transparenzaspekte .....	147

---

3.3.9.3	Bewertungsaspekte.....	150
3.3.9.4	Analyse und Kritikpunkte .....	150
3.3.9.5	Vorausgegangene privatwirtschaftliche Initiativen ....	152
3.3.10	Ableitung der Regulierungsmatrix.....	155
3.4	Operationalisierung der Kommunikationsmatrix.....	158
3.4.1	Zentrale Aspekte des Investorreportings .....	159
3.4.1.1	Aufgaben und Zielsetzungen.....	159
3.4.1.2	Auswahl- und Beurteilungskriterien .....	163
3.4.1.3	Internationale Richtlinienkompetenzen .....	166
3.4.2	International PE and VC Valuation Guidelines.....	172
3.4.2.1	Aufbau und Struktur.....	173
3.4.2.2	Finanzinstrumente und Bewertungsebenen .....	174
3.4.2.3	Bewertung börsennotierter Instrumente.....	176
3.4.2.4	Bewertung von nicht-börsennotierten Instrumenten...	178
3.4.2.5	Rangfolge der Bewertungsmethoden .....	184
3.4.2.6	Kongruenz mit den Vorschriften der IFRS .....	186
3.4.2.7	Divergenz mit den Vorschriften des HGB .....	194
3.4.3	EVCA Reporting Guidelines .....	199
3.4.3.1	Aufbau und Struktur.....	200
3.4.3.2	Bestandteile der Fondsdokumentation .....	201
3.4.3.3	Vorgehensweise zur Leistungsmessung.....	204
3.4.3.4	Bestandteile des Investorreportings .....	208
3.4.4	ILPA Private Equity Principles.....	212
3.4.4.1	Aufbau und Struktur.....	212
3.4.4.2	Gestaltung der Transparenz.....	214
3.4.4.3	Vergleich mit dem Regelwerk der EVCA .....	216
3.4.5	Global Investment Performance Standards.....	218
3.4.5.1	Aufbau und Struktur.....	218
3.4.5.2	Spezifische Regelungen für Private Equity Funds.....	220
3.4.5.3	Allgemeine und spezifische Bewertungsgrundsätze...	222
3.4.5.4	Vergleich mit dem Regelwerk der EVCA .....	223
3.4.6	Bewertungs- und Berichtsleitfäden der AIMA.....	225
3.4.6.1	AIMA Managers Guide.....	225
3.4.6.2	AIMA Valuation Guide.....	227
3.4.7	HFSB Standards.....	227
3.4.7.1	Aufbau und Struktur.....	228
3.4.7.2	Inhalte der Berichterstattung .....	228

---

3.4.7.3	Vorgaben zur Bewertung .....	230
3.4.8	Ableitung der Kommunikationsmatrix .....	231
3.5	Zusammenfassung der Ergebnisse .....	233
<b>4</b>	<b>Untersuchung der aktiven Managementleistung auf Portfolioebene.....</b>	<b>237</b>
4.1	Abgrenzung des Untersuchungsbereichs .....	237
4.1.1	Ausgangspunkt der Untersuchung .....	237
4.1.2	Übergeordnete Fragestellungen .....	240
4.1.3	Erhebungsdesign .....	242
4.1.4	Datenbasis .....	244
4.2	Ergebnisse vergleichbarer empirischer Untersuchungen .....	249
4.2.1	Ergebnisse für den US-amerikanischen Aktienmarkt.....	249
4.2.2	Ergebnisse für den deutschen Aktienmarkt .....	252
4.3	Operationalisierung der Managementmatrix.....	255
4.3.1	Vergleich der Portfolioselektion .....	255
4.3.1.1	Beschreibung der Vorgehensweise .....	256
4.3.1.2	Vergleich absoluter Finanzkennzahlen .....	256
4.3.1.3	Vergleich von Rentabilitätskennzahlen .....	257
4.3.1.4	Vergleich von Liquiditätskennzahlen .....	259
4.3.1.5	Vergleich von Kapitalstrukturkennzahlen .....	260
4.3.2	Vergleich der Haltedauer .....	262
4.3.2.1	Haltedauer realisierter Beteiligungen.....	262
4.3.2.2	Haltedauer unrealisierter Beteiligungen.....	262
4.3.3	Vergleich der Wertentwicklung.....	264
4.3.3.1	Beschreibung der Vorgehensweise .....	264
4.3.3.2	Angewandte Methoden der Renditeberechnung .....	266
4.3.3.3	Wertentwicklung nach Vintage Years .....	268
4.3.3.4	Wertentwicklung ab Beteiligungsdatum.....	271
4.3.3.5	Wertentwicklung in der Krisenphase.....	273
4.4	Zusammenfassung der Ergebnisse .....	276
<b>5</b>	<b>Schlussbetrachtung und Ausblick .....</b>	<b>279</b>
<b>Anhang</b> .....	<b>.....</b>	<b>283</b>
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	<b>.....</b>	<b>295</b>
<b>Verzeichnis der Gesetzestexte und Richtlinien</b> .....	<b>.....</b>	<b>309</b>



## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1.1: Aufbau der Arbeit .....	7
Abb. 2.1: Kapitalmarktrechtliche Meldeschwellen gem. WpHG und WpÜG .....	20
Abb. 2.2: Systematische Einordnung von Finanzinvestoren .....	32
Abb. 2.3: Teilphasen der aktiven Unternehmensbeteiligung.....	43
Abb. 2.4: Allgemeiner Aufbau eines Fondsmodells zur Beteiligungsfinanzierung .....	46
Abb. 2.5: Interdependenzen zwischen den Investmentebenen .....	47
Abb. 2.6: Kriterien zur Auswahl des Fondsmanagements .....	51
Abb. 2.7: Regulierte Geschäftsmodelle für Unternehmensbeteiligungen .....	55
Abb. 2.8: Anlagestrategien von Private Equity Funds .....	66
Abb. 2.9: Entwicklung Private Equity in Europa von 1997 bis 2009 .....	68
Abb. 2.10: Entwicklung Private Equity in Deutschland von 1997 bis 2009 .....	69
Abb. 2.11: Entwicklung der Investitionen nach Finanzierungsphasen .....	70
Abb. 2.12: Entwicklung des Marktes für Fusionen und Übernahmen (weltweit).....	71
Abb. 2.13: Entwicklung des Private Equity Transaktionsvolumen in Deutschland.....	72
Abb. 2.14: Fundraising nach Kapitalgebern in Europa und Deutschland (2008).....	73
Abb. 2.15: Entwicklung des weltweiten Anlagevolumens von Hedge Funds.....	84
Abb. 2.16: Anteile der Hedge Fund-Strategien am Anlagevolumen in 2008.....	85
Abb. 2.17: Aktive Anlagestrategien von Private Equity Funds und Hedge Funds .....	88
Abb. 3.1: Vorgehensweise zur Entwicklung von individuellen Geschäftsmodellen....	92
Abb. 3.2: Aufbau und Adressaten der Berichterstattung.....	98
Abb. 3.3: Ebenen des konzeptionellen Gestaltungsmodells.....	101
Abb. 3.4: Operationalisierung der Ebenen des Gestaltungsmodells.....	103
Abb. 3.5: Wechselbeziehung von aktiver Einflussnahme und Liquidierbarkeit .....	108
Abb. 3.6: Richtlinienkompetenzen zur Gestaltung des Investorreportings .....	171
Abb. 3.7: Aufbau der EVCA Reporting Guidelines .....	201
Abb. 3.8: Ebenen der Performancemessung gem. EVCA Reporting Guidelines.....	205
Abb. 4.1: Einteilung des Untersuchungszeitraums.....	238
Abb. 4.2: Erwerbszeitpunkte der untersuchten Beteiligungen .....	246
Abb. 4.3: Stimmrechtsentwicklung der Beteiligungen von Private Equity Funds.....	248
Abb. 4.4: Stimmrechtsverteilung der Beteiligungen von Hedge Funds.....	248
Abb. 4.5: Wertentwicklung nach Abnormal Vintage Year Returns.....	270
Abb. 4.6: Wertentwicklung ab Beteiligungsdatum .....	272
Abb. 4.7: Wertentwicklung in der Krisenphase (+/- 500 Tage) .....	274



## Tabellenverzeichnis

Tab. 2.1:	Anspruchsgruppen auf Fonds- und Portfolioebene .....	50
Tab. 2.2:	Gestaltungsmerkmale geschlossener Fondsmodelle .....	58
Tab. 2.3:	Gestaltungsmerkmale offener Fondsmodelle .....	60
Tab. 2.4:	Typische Merkmale von Private Equity Funds .....	62
Tab. 2.5:	Alternative Entwicklungen bei Private Equity Funds .....	67
Tab. 2.6:	Typische Merkmale von Hedge Funds .....	75
Tab. 2.7:	Klassifizierung der Anlagestrategien von Hedge Funds .....	77
Tab. 2.8:	Alternative Entwicklungen bei Hedge Funds .....	83
Tab. 3.1:	Strategiematrix zur Einordnung der strategischen Alternativen.....	110
Tab. 3.2:	Detailangaben für Halbjahres- und Jahresberichte gem. InvG.....	130
Tab. 3.3:	Informationen in ausführlichen Verkaufsprospekten gem. InvG .....	136
Tab. 3.4:	Informationen in vereinfachten Verkaufsprospekten gem. InvG .....	137
Tab. 3.5:	Zusätzliche Angaben für Verkaufsprospekte von Dach-Hedge Funds .....	139
Tab. 3.6:	Corporate Governance-Kriterien regulierter Geschäftsmodelle.....	140
Tab. 3.7:	Transparenzkriterien regulierter Geschäftsmodelle.....	141
Tab. 3.8:	Vergleich der Berichterstattung regulierter Geschäftsmodelle.....	143
Tab. 3.9:	Informationspflichten gegenüber Kapitalgebern gem. AIFM Direktive ....	148
Tab. 3.10:	Inhalte der BVK Transparenz-Richtlinien.....	154
Tab. 3.11:	Vergleich der Anlagestrategien regulierter Geschäftsmodelle .....	156
Tab. 3.12:	Regulierungsmatrix der regulierten Geschäftsmodelle .....	157
Tab. 3.13:	Fair Value-Bestimmung einer Beteiligung gem. IPEV Guidelines.....	175
Tab. 3.14:	Bewertungsmethoden gem. IPEV Guidelines .....	179
Tab. 3.15:	Auswahl der Bewertungsmethoden gem. IPEV Guidelines .....	184
Tab. 3.16:	Vergleich der Fair Value-Hierarchie von IFRS und IPEV Guidelines.....	190
Tab. 3.17:	Wertkonzeptionen des IAS 36 mit Erläuterungen IDW RS HFA 16 .....	193
Tab. 3.18:	Vergleich der Vorschriften von IDW S1 und IDW RS HFA 10 .....	196
Tab. 3.19:	Vergleich der IPEV Guidelines mit IDW S1 / IDW RS HFA 10.....	198
Tab. 3.20:	Inhalte der Fondsdokumentation gem. EVCA Governing Principles .....	202
Tab. 3.21:	Bestandteile des Investorreportings gem. EVCA Reporting Guidelines....	209
Tab. 3.22:	ILPA Principles zur Gestaltung der Transparenz .....	214
Tab. 3.23:	Aufbau der Berichterstattung gem. ILPA Principles.....	215
Tab. 3.24:	Wesentliche Berichtsinhalte gem. GIPS Private Equity Provisions.....	221
Tab. 3.25:	Berichterstattung gem. AIMA Managers Guide.....	226
Tab. 3.26:	Kommunikationsmatrix der Bewertungs- und Reportingrichtlinien .....	232
Tab. 4.1:	Industrieklassifizierung der Portfoliounternehmen .....	245

Tab. 4.2:	Sitzland der Beteiligungsgesellschaften .....	246
Tab. 4.3:	Managementmatrix (Anzahl Beteiligungen nach Beteiligungshöhe).....	247
Tab. 4.4:	Empirische Studien für den US-amerikanischen Aktienmarkt.....	249
Tab. 4.5:	Empirische Studien für den deutschen Aktienmarkt .....	252
Tab. 4.6:	Vergleich absoluter Finanzkennzahlen der Portfoliounternehmen.....	256
Tab. 4.7:	Managementmatrix zur Portfolioselektion (Marktkapitalisierung).....	257
Tab. 4.8:	Rentabilitätskennzahlen der Portfoliounternehmen.....	258
Tab. 4.9:	Managementmatrix zur Portfolioselektion (Kurs-Gewinn-Verhältnis).....	258
Tab. 4.10:	Liquiditätskennzahlen der Portfoliounternehmen .....	259
Tab. 4.11:	Managementmatrix zur Portfolioselektion (Zinsdeckungsgrad II).....	260
Tab. 4.12:	Kennzahlen zur Kapitalstruktur der Portfoliounternehmen.....	261
Tab. 4.13:	Managementmatrix zu Portfolioselektion (Rücklagenanteil).....	261
Tab. 4.14:	Managementmatrix zur Haltedauer (realisierte Beteiligungen) .....	262
Tab. 4.15:	Managementmatrix zur Haltedauer (unrealisierte Beteiligungen) .....	263
Tab. 4.16:	Managementmatrix zur Wertentwicklung (AHPR).....	269
Tab. 4.17:	Managementmatrix zur Wertentwicklung (Vintage Year 2007).....	271
Tab. 4.18:	Managementmatrix zur Wertentwicklung (50 Tage ab Erwerb).....	273
Tab. 4.19:	Managementmatrix zur Wertentwicklung (Krisenphase +/- 50 Tage).....	275



## Abkürzungsverzeichnis

AFIC	Association Française des Investisseurs en Capital
AG	Aktiengesellschaft
AIM	Alternative Investments Market
AIMA	Alternative Investment Management Association
AktG	Aktiengesetz
AuslInvestmentG	Auslandsinvestmentgesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
BVCA	British Venture Capital Association
BVI	Bundesverband Investment and Asset Management e.V.
BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
CFA Institute	Chartered Financial Analyst Institute
DAX	Deutscher Aktienindex
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ED	Exposure Draft
EVCA	European Venture Capital and Private Equity Association
F&E	Forschung und Entwicklung
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FTD	Financial Times Deutschland
GIPS	Global Investment Performance Standards
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	GmbH-Gesetz
HF	Hedge Funds
HFA	Hauptfachausschuss
HFR	Hedge Fund Research
HFSB	Hedge Funds Standards Board
HGB	Handelsgesetzbuch
HJB	Halbjahresbericht
HV	Hauptversammlung
IAS	International Accounting Standard
IASB	International Accounting Standards Board
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IFRS	International Financial Reporting Standard
ILPA	Institutional Limited Partners Association
InvAG	Investmentaktiengesellschaft
InvG	Investmentgesetz
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPEV	International PE and VC Valuation Guidelines
IRR	Interner Zinsfuß ( <i>Internal Rate of Return</i> )
JB	Jahresbericht
KAGG	Kapitalanlagegesellschaftsgesetz

KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
MEUR	Euro Millionen
MoRaKG	Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen
mw	Mittelwert
NGO	Non-governmental organization
PE	Private Equity Fund
PEIGG	Private Equity Investments Guidelines Group
PU	Portfoliunternehmen
RL	Richtlinie
RS	Rechnungslegungsstandard
sd	Standardabweichung (Volatilität)
SIC	Standing Interpretations Committee (IFRS)
SV	Sondervermögen
tba	to be announced
UBG	Unternehmensbeteiligungsgesellschaft
UBGG	Unternehmensbeteiligungsgesellschaftsgesetz
VC	Venture Capital
WKBG	Wagniskapitalbeteiligungsgesetz
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜGAngebV	WpÜG Angebotsverordnung

## Zusammenfassung

Die Bestimmung geeigneter Transparenzniveaus von Private Equity Funds (PE) und aktivistischen Hedge Funds (HF) sowie deren Fähigkeit, einen aktiven Managementbeitrag zur Wertentwicklung der Portfoliounternehmen zu leisten, werden in Theorie und Praxis kontrovers diskutiert. Den Zusammenhang beider Themenbereiche verdeutlicht die Forderung der Kapitalgeber von PE und HF nach verlässlichen Informationen, um zukünftige Renditeerwartungen abzuleiten und fundierte Investmententscheidungen treffen zu können. Ebenso verlangen die übrigen Anteilseigner der Portfoliounternehmen sowie die interessierte Öffentlichkeit Transparenz hinsichtlich der Investmentaktivitäten und Maßnahmen von PE und HF.

Vor diesem Hintergrund gliedert sich die Arbeit in zwei Teile. Im ersten Teil erfolgt der Aufbau eines dreistufigen Gestaltungsmodells, welches das Fondsmanagement sowie die Kapitalgeber bei der Auswahl eines geeigneten Transparenzniveaus auf Fondsebene unterstützt. Die erste Ebene des Modells umfasst die Einordnung der beobachtbaren aktiven Anlagestrategien anhand der Kriterien Beteiligungshöhe, Einsatz von Fremdkapital auf Portfolio- und Fondsebene sowie Möglichkeit zu Leerverkäufen. Auf der zweiten Ebene werden regulierte Geschäftsmodelle für PE und HF erfasst, welche die Mindestanforderungen des deutschen Gesetzgebers an die Berichterstattung an die Kapitalgeber aufzeigen. Auf der dritten Ebene erfolgt eine Analyse der Reporting- und Bewertungsrichtlinien der internationalen Branchenverbände von PE und HF, welche auf Basis konsistenter Berichtsprozesse zur effizienten Gestaltung des Investorreportings beitragen wollen. Die Analyse zeigt deutliche Unterschiede in der Schwerpunktsetzung und der Regelungstiefe zwischen den Richtlinien aus dem Bereich der PE und der HF.

Im zweiten Teil der Arbeit erfolgt die Untersuchung des aktiven Managementbeitrags von PE und HF zur Wertentwicklung ihrer Portfoliounternehmen vor dem Hintergrund der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise. Die empirische Analyse basiert auf einer eigens hierfür aufgebauten Datenbasis von 192 PE-Beteiligungen sowie 258 HF-Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften in Deutschland während des Zeitraums von Mai 2008 bis März 2009. Für eine integrierte Analyse werden, soweit möglich, die im ersten Teil der Arbeit entwickelten Kategorien zugrunde gelegt. Die Untersuchung zeigt deutliche Unterschiede in den Selektionskriterien und in der Beteiligungsdauer von PE und HF. Im Hinblick auf den aktiven Managementbeitrag kann bei den betrachteten Portfoliounternehmen, unabhängig vom Engagement eines PE oder HF, im Vergleich zum Gesamtmarkt keine nachhaltig positive Wertentwicklung beobachtet werden.

## Abstract

The determination of appropriate levels of transparency and the ability to generate added value due to the active management of the portfolio companies are subject to controversial ongoing discussions regarding *Private Equity Funds* (PE) and activist *Hedge Funds* (HF). Both topics are linked, since the investors of PE and HF seek reliable information in order to make an informed investment decision based on future return expectations. In addition, the remaining stakeholders of the portfolio companies and the investing public demand transparency in order to evaluate the actions and measures taken by PE and HF.

Reflecting this, the work is divided into two parts. In part one, a three layer assessment model is established in order to facilitate the selection of appropriate transparency levels by fund management and investors. The first layer of the model categorizes the observed active investment strategies of PE and HF. The major criteria applied are the stake size in the portfolio company, the use of leverage at portfolio level or fund level, and the use of short selling. The second layer identifies the regulated fund models and their reporting requirements. Since the use of regulated fund models is not compulsory in Germany, these models illustrate the lawmaker's basic reporting requirements of PE and HF. The third layer takes into account the various reporting and valuation guidelines of the business sector associations of PE and HF aimed at improving transparency for investors by means of a consistent reporting process. The analysis shows that PE guidelines focus primarily on valuation issues and a fair presentation, whereas HF guidelines aim to avoid conflict of interests between fund management and investors.

The second part of the work analyses the value added created by PE and HF due to the active management of portfolio companies. The major focus of the analysis is the recent financial crisis and its impact on the value of the portfolio companies. The analysis is based on a unique data set of 192 investments of PE and 258 investments of HF in public listed companies in Germany during May 2008 until March 2009. In order to create an integrated assessment model, the analysis follows the categories defined in part one. Based on this, substantial differences in the selection and investment criteria of PE and HF can be identified. Although both types of funds fail to obtain long term abnormal buy and hold returns based on the share price development of the portfolio companies.

# 1 Einführung

## 1.1 Motivation

Das Engagement von aktiven Beteiligungsgesellschaften bei mittelständischen Familienunternehmen, börsennotierten Gesellschaften oder Konzernabspaltungen wird in Politik und Wissenschaft seit längerem kontrovers diskutiert. Die Anlagestrategien dieser aus dem Bereich der *Private Equity Funds* und teilweise der *Hedge Funds* stammenden aktiven Investoren basiert vorrangig auf dem intensiven Gebrauch der mit einer Gesellschafterposition verbundenen Befugnisse, um den Wert der eingegangenen Beteiligung zu erhöhen. Der gesamtwirtschaftliche Nutzen dieses Typs von Investoren ist anhand der in Wissenschaft und Praxis angeführten Argumente und Gegenargumente bisher nicht eindeutig determiniert.<sup>1</sup> Demnach tragen die häufig aus dem Ausland stammenden aktiven Beteiligungsgesellschaften zwar einerseits zur volkswirtschaftlich notwendigen Anpassung der Unternehmen an ein globalisiertes und technologieorientiertes Umfeld bei. Andererseits führen rigide Geschäftspraktiken einiger Marktteilnehmer zur finanziellen Schwächung der betroffenen Unternehmen, was begonnen vom Abbau von Arbeitsplätzen bis hin zum nicht im Inland versteuerten Abfluss von Gewinnen zu einer Belastung der nationalen Ökonomie führen kann.

Häufig basiert diese Diskussion auf einer undifferenzierten Gleichsetzung von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*.<sup>2</sup> Diese Sichtweise ist zum einen nachvollziehbar, da sich deren Geschäftsmodelle in den vergangenen Jahren in vielen Kernelementen einander annäherten. So lassen sich im Bereich der *Private Equity Funds* neben Mehrheitsbeteiligungen in privaten Unternehmen zunehmend auch Minderheitsbeteiligungen in börsennotierten Unternehmen beobachten. Im Bereich der *Hedge Funds*, unter deren Dach definitionsgemäß diverse alternativen Anlagestrategien zusammengefasst werden, treten eine Reihe von aktiven Investoren, die sogenannten aktivistischen *Hedge Funds* hervor, welche ihre Anlagestrategie von vergleichsweise liquiden Beteiligungen in börsennotierten Gesellschaften auf längerfristige Investments in private Unternehmen ausweiten. Als Auslöser dieser Entwicklung gilt im Wesentlichen der in den vergangenen Jahren vergleichsweise hohe Mittelzufluss in alternative Anlagefor-

---

<sup>1</sup> Zu unterschiedlichen Ergebnissen hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Funktion und steuerlichen Förderungswürdigkeit von Beteiligungsgesellschaften in Deutschland kommen etwa die Forschungsgutachten von Kaserer, Achleitner, von Einem und Schiereck (2007) sowie Jarass und Obermair (2007). Vgl. zu dieser Diskussion auch die Ergebnisse von Schmidt und Spindler (2008).

<sup>2</sup> So gab der damalige SPD-Vorsitzende Franz Müntefering bereits im Jahr 2005 durch einen entsprechenden Vergleich den Anstoß zur sog. „Heuschrecken-Debatte“, welche seither in der politischen Diskussion als Synonym für die Kritik an *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* gilt, vgl. Tagespresse im April 2005.

men, welcher die Suche nach neuen Investitionsmöglichkeiten erforderte. Dennoch verbleiben bei einer genaueren Betrachtung zahlreiche Unterschiede zwischen den Geschäftsmodellen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*, welche eine differenzierte Betrachtung ihres Aufbaus und ihrer Investitionstätigkeit rechtfertigen.

In Deutschland blicken aktive Beteiligungsgesellschaften im Vergleich zum angelsächsischen Raum auf eine vergleichsweise kurze Investmentgeschichte zurück. Eine Beschleunigung der Entwicklung ging erst durch die veränderte steuerliche Behandlung von Veräußerungsgewinnen im Jahr 2002 und der damit verbundenen Auflösung der sogenannten „Deutschland AG“ einher. Seitdem engagieren sich insbesondere im Ausland domizilierte *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* als aktive Beteiligungsgesellschaften in Deutschland. Da die Gestaltung des Geschäftsmodells einer aktiven Beteiligungsgesellschaft, wie etwa die Wahl der Rechtsform oder des Sitzlandes, in erster Linie durch regulatorische und steuerrechtliche Kalküle bestimmt wird, entziehen sich *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* in der Regel der inländischen Gesetzgebung.

Gleichwohl bemüht sich der deutsche Gesetzgeber geeignete Rahmenbedingungen zu schaffen, um einerseits den Kapitalgebern von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* einen geordneten Investitionsrahmen zu bieten sowie andererseits die Finanzierungsmöglichkeiten der hiesigen Unternehmen mit Hilfe von Beteiligungskapital zu verbessern. So wurden die regulierten Geschäftsmodelle für *Private Equity Funds* im Zuge diverser Reformbemühungen laufend überarbeitet und die Auflage von *Hedge Funds* im Sinne von Sondervermögen mit besonderen Risiken als Einzel- und Dachfonds erstmalig im Jahr 2004 gesetzlich geregelt. Die zahlreichen Gesetzesinitiativen spiegeln sich mittlerweile in der Komplexität des bestehenden Regulierungsrahmens für Geschäftsmodelle aktiver Beteiligungsgesellschaften wider.<sup>3</sup> Die Unterschiede in der Verwendung von regulierten an Stelle von nicht regulierten Geschäftsmodellen manifestieren sich in erster Linie in den erlaubten Finanzinstrumenten, der steuerlichen Behandlung von Beteiligungserträgen sowie den zugrunde liegenden Berichts- und Offenlegungsvorschriften und sind im Einzelfall kritisch gegeneinander abzuwägen.

Die sich ab dem Jahr 2007 abzeichnende Finanz- und Wirtschaftskrise führte zu einer tiefgreifenden Zäsur in der globalen Entwicklung von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*. Die Defizite der zugrunde gelegten Geschäftsmodelle wurden verdeutlicht und die Themenbereiche Transparenz und Nachhaltigkeit von Anlagestrategien rückten in den Fokus von Kapitalgebern, Politik und interessierter Öffentlichkeit. Durch

---

<sup>3</sup> Zu den jüngsten Gesetzesinitiativen gehören das am 18. August 2008 in Kraft getretene Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) sowie das Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG) welches sukzessive ab dem Jahr 2009 anzuwenden ist.

die hohe Abhängigkeit von den Kreditmärkten, den Rückgang der Kapitalzusagen für neue *Private Equity Funds* sowie den abrupten Mitteabfluss bei *Hedge Funds*, kam es zu einer erheblichen Einschränkung der laufenden Investitionstätigkeit. Gesellschaftspolitisch sahen sich aktive Beteiligungsgesellschaften einem wachsenden Rechtfertigungsdruck ausgesetzt, der die Investitionsfreiheit und damit die gesamte Geschäftstätigkeit seither in zunehmendem Maße mit beeinflusst. Nicht zuletzt führte die Finanz- und Wirtschaftskrise zu erheblichen Wertminderungen bei den bestehenden Beteiligungen an den Portfoliounternehmen, welche in geeigneter Art und Weise an die Kapitalgeber kommuniziert werden müssen.

Die Berichterstattung aktiver Beteiligungsgesellschaften basiert einerseits auf den gesetzlich vorgeschriebenen Berichts- und Offenlegungspflichten. Hierzu zählen allen voran die handelsrechtliche Finanzberichterstattung sowie die aktien- und kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten. Andererseits stellen insbesondere die internationalen Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* ihren Mitgliedern eine Vielfalt an Bewertungs- und Reportingrichtlinien zur Gestaltung der Berichterstattung an die Kapitalgeber zur Verfügung. Die konsequente Anwendung und Weiterentwicklung dieser ausschließlich auf freiwilligen Selbstverpflichtungen beruhenden Regelwerke gewann insbesondere vor dem Hintergrund der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise und den zunehmenden Forderungen nach einer Verbesserung der Transparenz von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* an Dynamik. Zudem zielen die Branchenverbände durch die öffentlichkeitswirksame Ausschöpfung der eigenen Richtlinienkompetenz darauf ab, den Gesetzgeber davon abzuhalten, der Branche eigene Transparenzvorschriften von außen aufzuerlegen.

Dessen ungeachtet reagierte die Europäische Kommission im Zuge der Aufarbeitung der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise mit einem eigenen Richtlinienvorschlag über die Verwalter alternativer Investmentfonds.<sup>4</sup> Der Entwurf der sogenannten *AIFM Richtlinie* soll nach Abschluss der politischen Diskussionen im Jahr 2011 in einer Richtlinie zur Verbesserung der Transparenz von alternativen Investmentfonds münden. Das Regelwerk basiert grundsätzlich auf einer undifferenzierten Gleichsetzung von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*.

Die fundierte wissenschaftliche Auseinandersetzung mit der Investmenttätigkeit von aktiven Beteiligungsgesellschaften und deren Managementbeitrag zur Wertentwicklung der Portfoliounternehmen wurde in Deutschland bisher durch den vergleichsweise kurzen Untersuchungszeitraum sowie die naturgemäß sehr eingeschränkte Verfügbarkeit von aussagekräftigen Daten bei Beteiligungen an nicht-börsennotierten

---

<sup>4</sup> Vgl. Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds (...) in der Fassung vom 30. April 2004, KOM(2009) 207, 2009/0064 COD.

Portfoliounternehmen erschwert. Durch die in den vergangenen Jahren beobachtbare Zunahme von Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* an börsennotierten Gesellschaften mit Sitz in Deutschland, steht mittlerweile eine ausreichende Datenbasis für empirische Untersuchungen zur Verfügung.

## 1.2 Zielsetzung

Die bisherige Investmentpraxis zeigt, dass sowohl die Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* als auch von *Hedge Funds* grundsätzlich zur Umsetzung von aktiven Beteiligungsstrategien geeignet sind. Die kontinuierliche Anpassung der bestehenden Geschäftsmodelle an sich verändernde Rahmenbedingungen konfrontiert in erster Linie die Fondsmanager, welche in der Regel für die Auflage neuer Beteiligungsgesellschaften verantwortlich zeichnen, mit komplexen Themenstellungen. Dazu zählt die zunehmend lebhaft geführte Diskussion um die Verbesserung der Transparenz von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* sowie die Einschätzung zukünftiger Renditeerwartungen bestimmter aktiver Anlagestrategien. Die ausreichende Berücksichtigung der Interessen der Kapitalgeber setzt ein entsprechendes Verständnis für die entsprechenden Themenbereiche voraus. Vor diesem Hintergrund leitet sich die übergeordnete Zielsetzung der Arbeit ab, die gesetzlichen und vertraglichen Gestaltungsmöglichkeiten des *Investorreportings* von aktiven Beteiligungsgesellschaften sowie deren Managementbeitrag zur Wertentwicklung ihrer Portfoliounternehmen zu untersuchen.

Zu diesem Zweck wird in der vorliegenden Arbeit in einem ersten Schritt ein anwendungsorientiertes Gestaltungsmodell zur Ableitung des individuellen Transparenzniveaus einer aktiven Beteiligungsgesellschaft entwickelt. Das Gestaltungsmodell berücksichtigt insbesondere die Transparenzvorschriften regulierter Geschäftsmodelle sowie die Bewertungs- und Reportingrichtlinien der Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*. Das Gestaltungsmodell gliedert sich in drei Ebenen, welche sich an den zentralen Schritten zum Aufbau eines Geschäftsmodells für eine aktive Beteiligungsgesellschaft orientieren.

Die erste Ebene des Gestaltungsmodells umfasst die Einordnung der beobachtbaren aktiven Anlagestrategien in ein standardisiertes Analyseraster, welches für die nachfolgenden Ebenen zugrunde gelegt werden kann (*Strategieebene*). Der Aufbau des Analyserasters erfolgt anhand der Kriterien Beteiligungshöhe, Charakteristik des Portfoliounternehmens, Möglichkeit von Leerverkäufen und Einsatz von Fremdkapital zur Finanzierung des Beteiligungserwerbs. Auf der zweiten Ebene des Gestaltungsmodells folgt die Analyse der Transparenzaspekte der regulierten Geschäftsmodelle, welche die Transparenzvorstellungen des deutschen Gesetzgebers für aktive Beteiligungsge-



sellschaften zum Ausdruck bringen (*Regulierungsebene*). Mit der Wahl eines regulierten Geschäftsmodells sind *ceteris paribus* bestimmte Berichts- und Offenlegungspflichten verbunden, die es zu untersuchen gilt. Während die gesetzlich vorgeschriebenen Berichts- und Offenlegungspflichten naturgemäß universal und undifferenziert sind, wird die Berichterstattung an die Kapitalgeber durch individuelle Vertragsvereinbarungen sowie durch die Anwendung der vorhandenen Bewertungs- und Reportingrichtlinien der Branchenverbände determiniert. Die dritte Ebene umfasst daher die zentrale Thematik der Gestaltung des individuellen *Investorreportings* zwischen Kapitalgebern und Fondsmanagement (*Kommunikationsebene*). Dies erfordert zunächst die Suche nach geeigneten Richtlinien und Standards, welche für die verschiedenen Anlagestrategien von aktiven Beteiligungsgesellschaften zugrunde gelegt werden können. An dieser Stelle umreißen die bestehenden Bewertungs- und Reportingrichtlinien der Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* den weiten Gestaltungsspielraum, der Kapitalgebern und Fondsmanagern zur individuellen Gestaltung des Transparenzniveaus einer aktiven Beteiligungsgesellschaft zur Verfügung steht.

Im Rahmen der Operationalisierung der einzelnen Ebenen des Gestaltungsmodells wird auf die Beziehung zwischen den Kapitalgebern und der aktiven Beteiligungsgesellschaft fokussiert. Der modulare Aufbau des Gestaltungsmodells soll die individuelle Ableitung des Transparenzniveaus einer aktiven Beteiligungsgesellschaft anhand der zugrunde gelegten Anlagestrategie im Sinne eines *Application Engineering* erlauben. Dies setzt voraus, dass die einzelnen Bausteine (*building blocks*) des Gestaltungsmodells möglichst individuell und flexibel zusammengesetzt werden können und folgende Kriterien erfüllt werden:

- Abbildung der wesentlichen Anlagestrategien von aktiven Beteiligungsgesellschaften als grundlegender Orientierungsrahmen des Gestaltungsmodells.
- Berücksichtigung der bestehenden und geplanten Transparenzanforderungen des Gesetzgebers für regulierte Geschäftsmodelle.
- Einordnung der Berichts- und Reportingrichtlinien der internationalen Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zur Gestaltung des *Investorreportings*.

Neben einem ausreichenden Transparenzniveau der aktiven Beteiligungsgesellschaft stellen die zukünftigen Renditeerwartungen an das Geschäftsmodell ein wesentliches Kriterium für die Anlageentscheidung der Kapitalgeber dar. Aus diesem Grund wird in einem zweiten Schritt die Investitionstätigkeit von aktiven Beteiligungsgesellschaften in Deutschland untersucht. In diesem Zusammenhang werden insbesondere die Aus-

wirkungen der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise im Sinne eines *Stress Tests* für die Untersuchung der Nachhaltigkeit der Anlagestrategien von verschiedenen Geschäftsmodellen genutzt. Aufgrund der eingeschränkten Verfügbarkeit von belastbaren Daten für die Untersuchung von privaten Unternehmensbeteiligungen basiert die Untersuchung ausschließlich auf Beteiligungen in börsennotierten Unternehmen mit Sitz in Deutschland. Die empirische Untersuchung verfolgt folgende Zielsetzungen:

- Analyse der Selektionskriterien sowie der Haltedauer der Beteiligungen an den Portfoliounternehmen.
- Untersuchung des Managementbeitrags zur Wertentwicklung der Portfoliounternehmen vor dem Hintergrund der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise.
- Schaffung eines Vergleichsmaßstabs (*benchmark*), der die Beurteilung und Einordnung einzelner Beteiligungen im Vergleich zum Gesamtmarkt erlaubt.

Für den deutschen Aktienmarkt liegen bisher nur wenige vergleichbare empirische Untersuchungen vor, welche Rückschlüsse auf die Investmenttätigkeit der unterschiedlichen Geschäftsmodelle von aktiven Beteiligungsgesellschaften erlauben. Mit der vorliegenden Arbeit soll daher ein weiterer Schritt zur Verbesserung der Transparenz und des Verständnisses dieser Geschäftsmodelle getan werden, um zu einer objektiv und sachlich geführten öffentlichen Debatte beizutragen. Dazu werden die Ergebnisse der empirischen Untersuchung anhand eines einheitlichen Analyserasters mit den Ebenen des Gestaltungsmodells verknüpft.

### **1.3 Vorgehensweise**

Die Arbeit gliedert sich in fünf Kapitel, von denen das erste Kapitel der Einführung dient. (vgl. Abb. 1.1).

Das zweite Kapitel erläutert zunächst die grundlegenden Rechte und Pflichten von Aktionären anhand der einschlägigen Regelungen zur *Corporate Governance* in Deutschland. Dies beinhaltet insbesondere die Beschreibung der aktien- und kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten von Aktionären. Darauf aufbauend werden die Motivation und Hintergründe zum aktiven oder passiven Verhalten von Aktionären analysiert sowie die unterschiedlichen Standpunkte von strategischen und finanziellen Investoren erläutert. Dies erlaubt die Einordnung und die Definition des Begriffs der aktiven Beteiligungsgesellschaft für den weiteren Verlauf der Arbeit. Im Anschluss daran werden die Geschäftsmodelle von aktiven Beteiligungsgesellschaften anhand der wesentlichen Aspekte des Aufbaus und der Organisation sowie der gesellschaftsrecht-

lichen Gestaltung analysiert. Mit der Analyse der Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*, als typische Finanzintermediäre im Bereich der alternativen Anlagen, werden die wesentlichen Vertreter von aktiven Beteiligungsgesellschaften vorgestellt. Dazu zählt insbesondere die umfassende Darstellung der beobachtbaren aktiven Anlagestrategien, welche sowohl aus der Perspektive der *Private Equity Funds* als der *Hedge Funds* beleuchtet werden. Abschließend wird die in der Praxis beobachtbare Konvergenz von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* erörtert. Die grundlegenden Darstellungen in diesem Kapitel beruhen auf einer ausführlichen Auswertung der bestehenden Literatur und schaffen Verständnis für die unterschiedlichen Geschäftsmodelle von aktiven Beteiligungsgesellschaften.

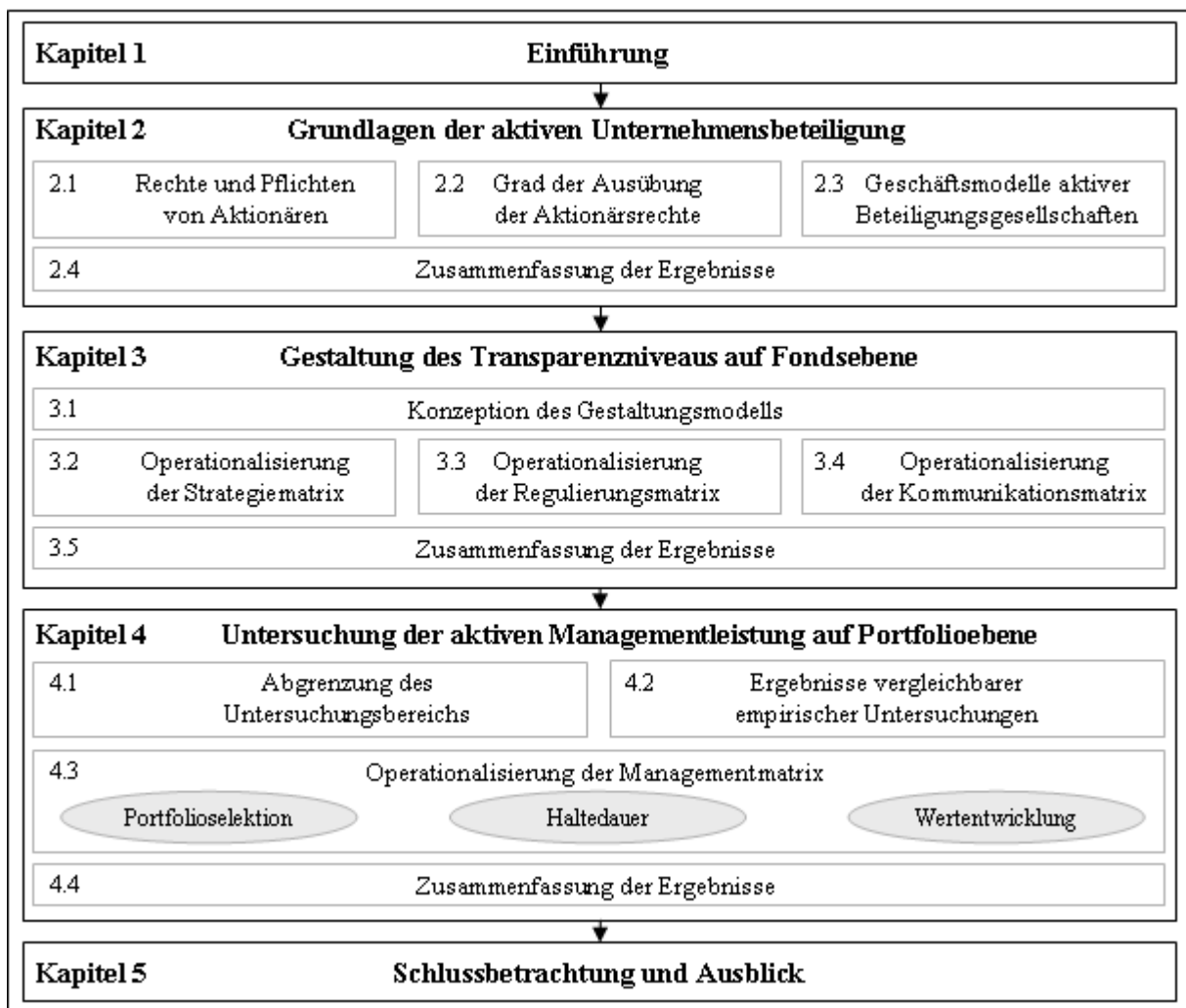


Abb. 1.1: Aufbau der Arbeit

Das dritte Kapitel bildet den theoretisch-konzeptionellen Teil der Arbeit, indem ein modulares Gestaltungsmodell zur individuellen Ableitung des Transparenzniveaus von

aktiven Beteiligungsgesellschaften entwickelt wird. Dazu werden in einem ersten Schritt der *konzeptionelle Modellrahmen* entwickelt und darauf aufbauend die Ebenen des Gestaltungsmodells definiert. Im Anschluss daran erfolgt die sukzessive *Operationalisierung* der einzelnen Ebenen des Gestaltungsmodells, indem die notwendigen Bausteine (*building blocks*) zur Ableitung des Transparenzniveaus auf Basis der beobachteten aktiven Anlagestrategien definiert werden. Diese können dann im Sinne eines Baukastensystems (*application engineering*) individuell ausgewählt und zusammengefügt werden. Neben einer intensiven Literaturanalyse beruhen die Ergebnisse in Kapitel drei auf Gesprächen mit Branchenvertretern aus dem Bereich der *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*, um einen möglichst hohen Praxisbezug des Gestaltungsmodells zu gewährleisten.

Das vierte Kapitel bildet mit der Untersuchung des Managementbeitrags von aktiven Beteiligungsgesellschaften zur Wertentwicklung ihrer Portfoliounternehmen den empirischen Teil der Arbeit. Aufgrund des beabsichtigten Bezugs der Arbeit zur jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise sowie unter Berücksichtigung der eingeschränkten Datenlage in diesem Bereich, beruht die Untersuchung auf 192 Beteiligungen von *Private Equity Funds* sowie 258 Beteiligungen von *Hedge Funds* an insgesamt 229 börsennotierte Unternehmen mit Sitz in Deutschland während des Zeitraums von Mai 2008 bis März 2009. Die Auswertung der Ergebnisse von vergleichbaren empirischen Studien für den US-amerikanischen sowie den deutschen Aktienmarkt dient als Referenzpunkt für die Untersuchung. Die Auswahl des Analyserasters beruht auf den in Kapitel drei gewonnen Erkenntnissen zu den Anlagestrategien von aktiven Beteiligungsgesellschaften. Die Untersuchung der Wertentwicklung der Portfoliounternehmen beruht auf einem relativen Vergleich mit dem *CDAX* Index als Indikator für die allgemeine Marktentwicklung. Um die Konstruktvalidität der empirischen Untersuchung sicherzustellen, wurden verschiedene Informationsquellen herangezogen. Die Informationsbeschaffung basiert auf umfassenden Datenbankrecherchen sowie der Analyse von Presseartikeln und Unternehmensveröffentlichungen.

Das fünfte und letzte Kapitel dient der Schlussbetrachtung und der Zusammenfassung der Erkenntnisse der Arbeit. Zudem wird ein Ausblick auf zukünftigen Forschungsbedarf gegeben und die Implikation auf die Kapitalallokation der Kapitalgeber diskutiert.

Zur Abgrenzung der Arbeit einerseits und zur Sicherstellung der Durchführbarkeit andererseits wurden in mehrfacher Hinsicht Beschränkungen vorgenommen. So erfolgt im Wesentlichen eine Fokussierung auf deutsche Kapitalgeber, welche entsprechend der nationalen Gesetzgebung in aktive Beteiligungsgesellschaften investieren. Aus diesem Grund wird für sämtliche Evaluierungen und Empfehlungen stets die Perspektive eines inländischen Kapitalgebers oder Fondsmanagers eingenommen.

Die Thematik dieser Arbeit behandelt neben den allgemeinen finanzwirtschaftlichen Problemen auch unmittelbar angrenzende Fragestellungen des Gesellschaftsrechts in Deutschland. Sie ist insgesamt in den Ansatz der neuen Institutionenökonomik eingebettet.<sup>5</sup> Vor dem Hintergrund der inhaltlichen Komplexität und des rein zahlenmäßigen Umfangs der Themengebiete werden steuer- und gesellschaftsrechtliche Vorschriften, sofern diese für das Gesamtverständnis der dargestellten Sachverhalte lediglich von untergeordneter Bedeutung sind, von der Betrachtung ausgeklammert.

---

<sup>5</sup> Unter dem Begriff der neuen Institutionenökonomik, die wesentlich von Coase (1937) sowie Williamson (1989) geprägt wurde, werden verschiedene Ansätze zur Analyse von Unternehmen als Institutionen innerhalb einer Forschungsrichtung zusammengefasst. Dies basiert auf der Annahme der individuellen Nutzenmaximierung, der begrenzten Rationalität sowie des opportunistischen Verhaltens der Marktteilnehmer. Damit ist die neue Institutionenökonomik besonders zur Untersuchung von aktiven Beteiligungsgesellschaften geeignet, die sich als Finanzintermediäre zwischen Unternehmen und Anlegern positionieren, vgl. dazu ausführlich Kapitel 2.2.2.



## 2 Grundlagen der aktiven Unternehmensbeteiligung

Der Gesetzgeber räumt den einzelnen Anteilseignern genau definierte Informations- und Mitwirkungsrechte im Unternehmen ein. Diese Rechte kann jeder Anteilseigner entweder selbst wahrnehmen oder gegebenenfalls an Dritte delegieren. Da insbesondere börsennotierte Unternehmen über eine große Anzahl von Aktionären verfügen, sind individuelle Aktionärsinteressen aufgrund von notwendigen Mehrheiten bei Abstimmungen in Hauptversammlungen in der Praxis nur schwer durchsetzbar. Die Bündelung von Stimmrechten mehrerer Aktionäre und somit konzertierte Einflussnahme im Unternehmen bringt dabei Vorteile, ist jedoch an gewisse Voraussetzungen wie etwa das Vorhandensein von zeitlichen und fachlichen Ressourcen bei den involvierten Parteien gebunden. Die Nutzung von Finanzintermediären, die ihrerseits mit den notwendigen Ressourcen ausgestattet sind und die Aktionärsrechte aktiv wahrnehmen können, stellt somit eine Handlungsalternative dar. In den letzten Jahren haben sich in Deutschland zahlreiche *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* aus dem Bereich der Alternativen Investments auf die Suche nach Unternehmen spezialisiert, die beispielsweise aufgrund von Managementfehlern oder veränderten Marktbedingungen die Möglichkeit zur Erzielung von Wertsteigerungen durch eine aktive Beteiligung im Sinne von Minderheits- bis hin zu Mehrheitsbeteiligungen bieten. Die direkten, teilweise in der Öffentlichkeit ausgetragenen Auseinandersetzungen zwischen diesen Beteiligungsgesellschaften sowie den Vorständen der betroffenen Unternehmen gewannen deutlich an Intensität, als dies bisher in Deutschland zu beobachten war. Nach einer Darstellung der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Grundlagen erfolgt in diesem Abschnitt die Suche nach den ökonomischen Gründen für diese Entwicklung. Ebenso werden die Forderungen und Ziele von aktiven Investoren dargelegt. Darauf aufbauend werden die bekannten Fondskonstruktionen als geeignete Investmentvehikel für aktivistisch motivierte Anlagestrategien analysiert.

### 2.1 Rechte und Pflichten von Aktionären

Die Rechte und Pflichten der Aktionäre eines Unternehmens werden grundsätzlich im für die jeweils vorliegende Rechtsform geltenden Gesellschaftsrecht geregelt. Börsennotierte Unternehmen, welche die Datenbasis der empirischen Untersuchung in Kapitel vier darstellen, formieren mit Sitz in Deutschland ausschließlich als Kapitalgesell-

schaften in der Rechtsform der Aktiengesellschaft (AG).<sup>6</sup> Daneben wird häufig die Rechtsform der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) auch bei privaten Unternehmen gewählt.<sup>7</sup> Aufgrund der nachgeordneten Relevanz dieser Gesellschaftsform im Bereich des Anteilseigneraktivismus sowie für die sich anschließende empirische Untersuchung, beziehen sich die Erläuterungen in diesem Kapitel ausschließlich auf die Rechtsform der Aktiengesellschaft. Bei börsennotierten Aktiengesellschaften ist das Gesellschaftsrecht zudem untrennbar mit dem Kapitalmarktrecht<sup>8</sup> verbunden, das weitgehende Rechte und Pflichten der Gesellschafter insbesondere im Hinblick auf die Beteiligungspublizität vorgibt.<sup>9</sup> Aufgrund des umfangreichen Regelungshintergrundes des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts fokussieren die folgenden Ausführungen in erster Linie auf die Rechte und Pflichten von Anteilseignern, welche eine aktive Einflussnahme im Unternehmen anstreben.

### 2.1.1 Gesellschaftsrechtliche Kompetenzverteilung

Die zentralen Organe einer Aktiengesellschaft umfassen die Hauptversammlung, den Aufsichtsrat sowie den Vorstand. Hinsichtlich Leitung und Kontrolle der Gesellschaft sieht das deutsche Aktiengesetz eine strikte Trennung zwischen dem Vorstand auf der einen Seite sowie dem Aufsichtsrat und der Hauptversammlung auf der anderen Seite vor.<sup>10</sup> Diese Trennung impliziert in Abhängigkeit von der Beteiligungshöhe weitreichende Konsequenzen hinsichtlich der individuellen Einflussmöglichkeiten der Anteilseigner auf die Geschäftsführung des Unternehmens.

---

<sup>6</sup> Die Aktiengesellschaft ist eine Gesellschaft mit eigener Rechtspersönlichkeit (§ 1 Abs. 1 AktG), für deren Verbindlichkeiten nicht die Aktionäre sondern nur das Gesellschaftsvermögen haftet. Das Grundkapital wird in Aktien eingeteilt (§ 1 Abs. 2 AktG), die handelbar sind. Eine börsennotierte Aktiengesellschaft ist eine Gesellschaft, deren Aktien zu einem Markt zugelassen sind, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt oder überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum mittelbar oder unmittelbar zugänglich ist (§ 3 Abs. 2 AktG).

<sup>7</sup> Die Vorschriften für die GmbH sind mit denen der Aktiengesellschaft grundsätzlich vergleichbar. Aufgrund des geringeren Gründungs- und Verwaltungsaufwandes für eine GmbH wird diese Rechtsform meist von vergleichsweise kleinen Gesellschaften gewählt.

<sup>8</sup> Im Gegensatz zum Aktienrecht ist das Kapitalmarktrecht auf unterschiedliche Gesetze verstreut und setzt sich in erster Linie aus dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) sowie dem Börsengesetz (BörsG) zusammen. Regelungsgegenstand des Kapitalmarktrechts ist der Markt für Finanzinstrumente (§ 2 Abs. 2b WpHG) und Finanztermingeschäfte (§ 2 Abs. 2a WpHG) sowie das Verhalten der hier engagierten Akteure (§ 2 Abs. 4 und § 2a WpHG), vgl. Langenbucher (2008), S. 9.

<sup>9</sup> Vgl. Langenbucher (2008), S 223 ff.

<sup>10</sup> Die Trennung von Entscheidungsmanagement (Geschäftsführung) und Unternehmenskontrolle (Aufsichtsrat) wurde bereits von Fama und Jensen (1983) als Möglichkeit zur Bewältigung des Prinzipal-Agent-Konflikts untersucht.



### 2.1.1.1 Kompetenzen der Hauptversammlung

Die Hauptversammlung stellt als zentrales Entscheidungsgremium der Anteilseigner gesellschaftsrechtlich den Ausgangspunkt zur Analyse der aktiven Einflussnahme von Anteilseignern im Unternehmen dar. Neben der Durchführung der Gründungsformalitäten obliegt der Hauptversammlung die Satzungshoheit, die Entscheidung über die Bestellung des Aufsichtsrates, die Entlastung des Vorstandes, die Gewinnverwendung, die Durchführung von Kapitalmaßnahmen sowie zahlreiche Grundlagengeschäfte.<sup>11</sup> Zudem stehen den Aktionären Fragerechte zu.<sup>12</sup>

Die Hauptversammlung wählt den Aufsichtsrat mit einfacher Mehrheit.<sup>13</sup> Dabei sind die Aktionäre in ihrer Wahlentscheidung grundsätzlich frei, Wahlabreden mit anderen Aktionären sind erlaubt. Das Aktiengesetz enthält keine Regelungen zur Vorgehensweise bei der Auswahl der Mitglieder des Aufsichtsrates. Im Gegensatz dazu schlägt der *Deutsche Corporate Governance Kodex* die Bildung eines Nominierungsausschusses vor, der ausschließlich mit Vertretern der Anteilseigner besetzt ist und dem Aufsichtsrat für dessen Wahlvorschläge an die Hauptversammlung geeignete Kandidaten vorschlägt.<sup>14</sup> Dies ermöglicht Großaktionären oder Gruppen von Aktionären die Besetzung des Aufsichtsrats mit nach ihren Vorstellungen geeigneten Kandidaten zu beeinflussen. Zusätzlich kann bestimmten Aktionären über die Satzung oder über die gehaltene Aktiengattung ein weitergehendes Entsendungsrecht gewährt werden.<sup>15</sup> Die Aktionäre sind der Unternehmensleitung nicht übergeordnet und besitzen keine Zuständigkeit für die Geschäftsführung des Unternehmens. Hier entscheidet die Hauptversammlung nur, wenn der Vorstand dies ausdrücklich verlangt. Dies beschränkt die Aktionäre typischerweise auf das Auskunftsrecht im Rahmen der Hauptversammlung und schließt diese in der Regel von der Geschäftsführung aus.<sup>16</sup>

Im Falle einer entsprechenden Beteiligungshöhe, kann sich ein einzelner Aktionär die wirksame Einflussmöglichkeit bei strukturellen gesellschaftsrechtlichen Veränderungen in der Gesellschaft über einen in der Satzung der Aktiengesellschaft festgelegten Umfang von Beschlüssen der Hauptversammlung, die ihm ein Vetorecht einräumen,

---

<sup>11</sup> Zu den Grundlagengeschäften zählen strukturverändernde Maßnahmen, wie etwa Verschmelzungen oder die Begründung eines Vertragskonzerns, vgl. Schmidt (2002), S. 869.

<sup>12</sup> Vgl. zu den Kompetenzen der Hauptversammlung detailliert Kübler und Assmann (2006), S. 218 ff.

<sup>13</sup> Hinsichtlich der Zusammensetzung des Aufsichtsrates tritt neben das Aktiengesetz regelmäßig das Mitbestimmungsgesetz, welches auf die Herstellung der Arbeitnehmermitbestimmung auf AufsichtsratsEbene abzielt. Den Anteilseignern verbleibt dann das Recht, mindestens die Hälfte der Mitglieder des Aufsichtsrats zu besetzen, vgl. dazu ausführlich Kübler und Assmann (2006), S. 519 ff. Auf eine weitergehende Darstellung der Regelungen zur betrieblichen Mitbestimmung wird aufgrund der untergeordneten Bedeutung für den weiteren Verlauf der Arbeit an dieser Stelle verzichtet.

<sup>14</sup> Vgl. Abschnitt 5.3.3 Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK).

<sup>15</sup> Vgl. zu den Entsendungsrechten einzelner Aktionäre Langenbacher (2008), S. 66.

<sup>16</sup> Vgl. Schmidt (2002), S. 837 f.; Haberstock (2003), S. 211; § 119 Abs. 1 AktG.

sichern. Häufig wird die Satzung eines Unternehmens mit der Beteiligung eines neuen wesentlichen Eigenkapitalgebers geändert oder völlig neu gefasst. Damit soll den Besonderheiten und Umständen, die mit der Beteiligung des neuen Anteilseigners verbunden sind, Rechnung getragen werden.<sup>17</sup>

### **2.1.1.2 Kontrollrechte des Aufsichtsrates**

Eine der zentralen Kompetenzen des Aufsichtsrates ist die Bestellung und Abberufung des Vorstandes.<sup>18</sup> Dem Aufsichtsrat ist die Begründung von Geschäftsführungskompetenzen untersagt. Er kann jedoch über Zustimmungsvorbehalte für Geschäfte von grundlegender Bedeutung, im Sinne einer präventiven Absicherung anstelle einer nachlaufenden Überwachung, auf die uneingeschränkte Geschäftsführungsbefugnis des Vorstandes Einfluss nehmen. Die Zustimmungsvorbehalte können durch die Hauptversammlung in der Satzung festgelegt oder durch den Aufsichtsrat selbst vorgegeben werden. Der Zustimmungsvorbehalt stellt ein Vetorecht des Aufsichtsrates dar, die Durchführung bestimmter Handlungen kann damit nicht angeordnet werden.<sup>19</sup> Neben den satzungsmäßigen Zustimmungsvorbehalten<sup>20</sup> stehen dem Aufsichtsrat gesetzliche Zustimmungsrechte zur Verfügung, welche die Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands für bestimmte Maßnahmen weiter beschränken.<sup>21</sup> Darüber hinaus kontrolliert der Aufsichtsrat den Jahresabschluss, den Lagebericht sowie den Vorschlag des Vorstandes zur Verwendung des Bilanzgewinns.<sup>22</sup>

Da die Hauptversammlung nur wenige Möglichkeiten besitzt, unmittelbar auf die Geschäftsführung des Vorstandes Einfluss zu nehmen, liegen die Kompetenzen zur Überwachung und Sanktionierung des Vorstandes in erster Linie beim Aufsichtsrat.<sup>23</sup> Für eine effektive Ausübung der Kontrolle sind nach herrschender Meinung die fachliche Qualifikation, die persönliche Unabhängigkeit, sowie das individuelle Engagement der einzelnen Mitglieder des Aufsichtsrates unabdingbar. Weitergehende Überlegungen umfassen eine leistungsgerechte Vergütung verbunden mit einer Teilprofessionalisierung der Mandate, die Gremiengröße sowie die Bildung von Ausschüssen zur Verbesserung der fachlichen Arbeit.<sup>24</sup>

---

<sup>17</sup> Vgl. Haberstock (2003), S. 209 ff.

<sup>18</sup> § 84 Abs. 1 S. 1 AktG.

<sup>19</sup> Vgl. zu den Zustimmungsrechten Langenbucher (2008), S. 74 f.; § 111 Abs. 4 S. 2 AktG.

<sup>20</sup> Die einschränkende Wirkung der Satzung bezieht sich insbesondere auf Bestimmungen über den Unternehmensgegenstand und -zweck und ist daher nur bedingt zur Beschränkung der Geschäftsführungsbefugnis des Vorstandes geeignet, vgl. Langenbucher (2008), S. 42.

<sup>21</sup> Darunter fallen Wettbewerbsverbote für Vorstandsmitglieder oder die Kreditvergabe an leitende Angestellte des Unternehmens, vgl. Langenbucher (2008), S. 75; §§ 88, 89 AktG.

<sup>22</sup> Vgl. zum Jahresabschluss § 171 Abs. 1 S. 1 AktG sowie zum Bilanzgewinn § 170 Abs. 2 S. 1 AktG.

<sup>23</sup> Vgl. zur Kontrolle des Vorstands durch den Aufsichtsrat Langenbucher (2008), S. 56 f.; § 11 Abs. 1 AktG.

<sup>24</sup> Vgl. zu den Voraussetzungen einer effektiven Kontrolle Arnold (2007), S. 78 ff.

### 2.1.1.3 Geschäftsführungsbefugnis des Vorstands

Ungehindert der Bestellung und Abberufung durch den Aufsichtsrat ist ein einseitiger Rücktritt des Vorstands jederzeit möglich.<sup>25</sup> Der Vorstand hat die Aktiengesellschaft unter eigener Verantwortung im Interesse der Gesellschaft zu leiten und verfügt dazu über umfassende Geschäftsführungsbefugnisse. In der Ausübung der Geschäftsführung ist der Vorstand alleine den Interessen der Aktionäre verpflichtet, kann diese aber nach eigenem Ermessen gestalten.<sup>26</sup> Nur bei schwerwiegenden Maßnahmen ist der Vorstand verpflichtet, einen Beschluss der Hauptversammlung einzuholen.<sup>27</sup> In diesem Zusammenhang muss allerdings die verbandsrechtliche juristische Sichtweise der Gewinnmaximierung nicht mit den individuellen Interessen der Aktionäre, etwa im Sinne einer ausschließlichen Shareholder-Value-Orientierung<sup>28</sup>, im Einklang stehen.<sup>29</sup> Die grundsätzliche Ausrichtung des Vorstandshandelns am *Shareholder Value-Prinzip* scheint nach herrschender Meinung sowie der neueren höchstrichterlichen Rechtsprechung, wie etwa zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses für Abfindungen von Aktionären, allerdings zulässig, da der Vorstand allein den Interessen der Aktionäre verpflichtet ist.<sup>30</sup>

### 2.1.1.4 Beeinflussung des Vorstandshandelns

Um einen Verstoß in der Geschäftsführung des Vorstands gegen die Interessen der Aktionäre festzustellen, ist in einem ersten Schritt festzustellen, inwieweit die Ausübung der Geschäftsführungsbefugnis grundsätzlich von den Interessen der Aktionäre abweicht. In einem zweiten Schritt kann dann über mögliche Gegenmaßnahmen entschieden werden.<sup>31</sup> Den Aktionären stehen mehrere Möglichkeiten zur Verfügung, das Handeln des Vorstands zu beeinflussen. In der Praxis lassen sich dabei im Wesentli-

<sup>25</sup> Zur Berufung, Zusammensetzung und Abberufung des Vorstandes eingehend Langenbucher (2008), S. 26f.

<sup>26</sup> Zum Zusammenhang von Shareholder Value-Orientierung und Prinzipal-Agent-Problematik im deutschen Gesellschaftsrecht vgl. ausführlich Arnold (2007), S. 43 ff.

<sup>27</sup> Diese Regelung ist auf das sog. "Holzmüller-Urteil", BGHZ 83, 122, zurückzuführen, das bei schwerwiegenden Eingriffen in die Rechte und Interessen der Aktionäre, wie etwa der Ausgliederung eines Betriebes, eine Verpflichtung des Vorstands zur Herbeiführung einer Entscheidung der Hauptversammlung bestätigte, vgl. Schmidt (2002), S. 870 f.

<sup>28</sup> Der maßgeblich von Rappaport entwickelte Shareholder Value-Ansatz stellt auf Basis der Discounted Cash Flow-Bewertungsmethode einen integrierten Ansatz zur Verfügung, um die Vorteilhaftigkeit einzelner Investitionsentscheidungen aus Sicht der Anteilseigner zu beurteilen, vgl. Rappaport (1995), S. 53 ff.

<sup>29</sup> Das Gesellschaftsinteresse umfasst nach herrschender Meinung neben den Aktionärsinteressen auch die Interessen anderer Parteien (Stakeholder-Orientierung), wie etwa Arbeitnehmer, Gläubiger und Öffentlichkeit. Das Gesetz gibt keine Gewichtung vor, so dass der Vorstand im Einzelfall oder bewusst auf der Grundlage aller Interessen entscheiden kann, vgl. Langenbucher (2008), S. 38; § 76 Abs. 1 AktG.; Zur Shareholder Value-Orientierung aus verbandsrechtlicher Sichtweise vgl. Mülbart (1997), S. 421 f.

<sup>30</sup> Zum Zusammenhang von Shareholder Value-Orientierung und Prinzipal-Agent-Problematik im deutschen Gesellschaftsrecht vgl. ausführlich Arnold (2007), S. 40 ff.

<sup>31</sup> Vgl. aus formal juristischer Sicht Arnold (2007), S. 50.

chen zwei unterschiedlichen Ansätze beobachten. Zum einen können einzelne Aktionäre über das Gremium der Hauptversammlung versuchen, Einfluss auf das Unternehmen zu gewinnen. Zum anderen können die Anteilseigner außerhalb des gesellschaftsrechtlich formalen Rahmens direkt mit dem Vorstand in Kontakt treten, um ihre Forderungen zu benennen. Die Art und Weise der aktiven Einflussnahme bestimmt sich in der Regel über die konkreten Inhalte der Forderungen und Ziele der Anteilseigner.

Stehen die Forderungen in erster Linie mit der Ausschüttung von Barmitteln der Gesellschaft an die Anteilseigner in Zusammenhang, wird in der Regel der gesellschaftsrechtliche Beschlussweg über die Hauptversammlung beschritten. Das Aktiengesetz stellt mit der Ausschüttung von Dividenden, den Möglichkeiten zur Kapitalherabsetzung sowie dem Erwerb eigener Aktien verschiedene Formen der Rückgewähr von Eigenkapital zur Verfügung, die über die Hauptversammlung initiiert werden können.<sup>32</sup> Die Festlegung der Höhe der Ausschüttung beziehungsweise der Rückgewähr von Gesellschaftsmitteln führt in der Regel zu Konflikten zwischen der Unternehmensleitung und den Anteilseignern. Insbesondere dann, wenn die Rückgewähr von Eigenkapital nicht durch entsprechende Barmittel gedeckt ist und folglich Fremdkapital zur Finanzierung der Ausschüttung eingesetzt werden muss.

Im Gegensatz dazu werden Forderungen nach einer Anpassung der Unternehmensstrategie in der Regel direkt an den Vorstand herangetragen, um eine zügige Umsetzung durch die alleinige Geschäftsführungskompetenz des Vorstandes zu erreichen. Einzelne Anteilseigner nutzen dabei häufig gezielt den öffentlichen Druck auf die Unternehmensleitung, welche dann im Hinblick auf die Gefahr einer negativen Kursentwicklung zur Umsetzung der Forderungen und Ziele gedrängt wird. Parallel dazu kann der Weg über die Hauptversammlung beschritten werden, falls weitere Forderungen,

---

<sup>32</sup> Die Ausschüttung in Form von Dividenden stellt die einfachste Möglichkeit zur Übertragung von Gesellschaftsvermögen an die Anteilseigner dar. Die Höhe der Ausschüttung wird von Vorstand und Aufsichtsrat festgelegt und der Hauptversammlung zur Beschlussfassung vorgelegt (§§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 174 AktG). Grundsätzlich hat jeder Aktionär Anspruch auf den Bilanzgewinn, der auf Basis eines wirksam gefassten Gewinnverwendungsbeschlusses ausgeschüttet werden kann (§ 58 Abs. 4 AktG.). Im Rahmen einer ordentlichen Kapitalherabsetzung wird im Zuge eines satzungsändernden Mehrheitsbeschlusses der hieraus gewonnene Betrag an die Aktionäre ausgeschüttet (§§ 222 ff.). Obwohl der Gesetzgeber keinen besonderen Zweck definiert hat, findet das Verfahren aufgrund des vergleichsweise hohen Aufwands in der Praxis kaum Anwendung. Im Gegensatz dazu, dient die vereinfachte Kapitalherabsetzung ausschließlich der Sanierung notleidender Unternehmen mit genauer formulierter Zweckbindung (§ 229 Abs. 1 AktG). Für den Erwerb eigener Aktien (§ 71 AktG) sprechen mehrere Gründe, wie etwa die Rückgabe überschüssigen Eigenkapitals an die Aktionäre oder die Absicht zur positiven Beeinflussung des Börsenkurses durch entsprechende Signale an den Kapitalmarkt. Der Rückkauf kann entweder über die Börse oder ein öffentliches Rückkaufangebot erfolgen. Vgl. zu den Formen der Rückgewähr Langenbucher (2008), S. 178-186.

wie etwa Änderungen an der Zusammensetzung des Vorstandes und Aufsichtsrates, gestellt werden.<sup>33</sup>

### 2.1.1.5 Implizite Treuepflicht des Anteilseigners

Im Zusammenhang mit der Beeinflussung des Vorstandshandelns einzelner Aktionäre ist zunächst die grundsätzliche Treuepflicht des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft zu untersuchen. Die Treuepflicht begründet Pflichten des Anteilseigners gegenüber der Gesellschaft sowie darüber hinaus Pflichten der Anteilseigner untereinander. Sie verpflichtet den Aktionär zum einen zur Mitwirkung an der Förderung des gemeinsamen Zwecks, zum anderen aber auch die als Aktionär gewährten Einflussrechte nicht zum Nachteil der Gesellschaft und der Mitaktionäre auszuüben. Damit stellt die Treuepflicht eine allgemeine Verhaltensregel für die Gesellschafter und Mitgesellschafter bei der Ausübung ihrer Rechte und sonstigen Einflussnahmen dar.<sup>34</sup> Aktienrechtlich ist die Treuepflicht nicht explizit kodifiziert, sondern wird maßgeblich durch die bisherige höchstrichterliche Rechtsprechung beschrieben.<sup>35</sup>

Zunächst ist der Aktionär gegenüber der Gesellschaft nur zur Leistung der Einlage verpflichtet. Darüber hinaus garantiert das Aktienrecht Mitwirkungsrechte, die den Anteilseignern zur Ausfüllung ihrer mitgliedschaftlichen Position gegeben sind. Werden diese Rechte zweckentfremdet zur Störung oder Erlangung eines finanziellen Vorteils eingesetzt, kann eine Verletzung der Treuepflicht der Aktionäre in Betracht kommen. Die Treuepflicht stellt eine Grundlage für die Beschränkung unzulässiger Rechtsausübung und für die Ausformung von Mitwirkungs- und Schutzpflichten dar. Bei Mehrheitsgesellschaftern bezieht sich die Treuepflicht auf die Begrenzung der Mehrheitsmacht, bei Minderheitsgesellschaftern auf die Begrenzung des Rechts zur Ausübung einer Sperrminorität. Einen weiteren Problemkreis eröffnet die Stimmrechtsarbitrage, indem das Abstimmungsverhalten einzelner Aktionäre zu einer negativen Kursentwicklung beitragen kann, diese aber durch entsprechende Finanzmarktgeschäfte zugleich Gewinne erzielen. Diese Vorgehensweise wäre insbesondere bei *Hedge Funds* denkbar, die das Mittel des Leerverkaufs einsetzen können.<sup>36</sup>

<sup>33</sup> Als Beispiel für diese Vorgehensweise kann die Beteiligung von TCI an der Deutschen Börse AG genannt werden, bei der zunächst über direkte Gespräche mit dem Management die Fusion mit der London Stock Exchange abgesagt wurde sowie im Nachgang über entsprechende Hauptversammlungsauftritte der Vorstandsvorsitzende sowie der Aufsichtsratsvorsitzende ausgewechselt wurden, vgl. umfangreiche Berichterstattung in der Tagespresse.

<sup>34</sup> Vgl. zum Begriff der Treuepflicht ausführlich Memento (2007), S. 669.

<sup>35</sup> Nach herrschender Meinung wird die Treuepflicht neben dem Rückgriff auf § 242 BGB und auf die Förderpflicht des § 705 BGB auch auf den Verweis auf den Organisationsvertrag der Gründer und die Einordnung als gesetzliches Schuldverhältnis sowie durch weitergehende Treuepflichten im Kontext des Treuhandrechts zurückgeführt, vgl. dazu Langenbucher (2008), S. 166 ff.; Kübler und Assmann (2006), S. 194 f.

<sup>36</sup> Vgl. Langenbucher (2008), S. 168.

Die Beurteilung des Verstoßes eines Aktionärs gegen die Treupflichten stellt ein sehr komplexes Rechtsfeld dar und kann in einer gerichtlichen Inhaltskontrolle von Mehrheits- oder Minderheitsentscheidungen münden. Dies empfiehlt die individuelle Fallbetrachtung des Abstimmungsverhaltens einzelner Aktionärsgruppen im Kontext der nach herrschender Meinung ausgelegten Treupflichten sowie der höchstrichterlichen Rechtsprechung im Rahmen der Ausübung von Aktionärsrechten.<sup>37</sup>

### **2.1.2 Pflicht zur Beteiligungspublizität**

Die Transparenz der Zusammensetzung des Gesellschafterkreises ermöglicht den Anteilseignern und Gläubigern sowie den übrigen Teilnehmern des Kapitalmarkts Rückschlüsse auf die Machtverhältnisse im Unternehmen. Damit soll die Beteiligungspublizität der Aktionäre zusammen mit den Publizitätspflichten der Unternehmen eine möglichst breite Information über den Emittenten vermitteln und zum Abbau von Informationsasymmetrien beitragen.<sup>38</sup> Die Beteiligungspublizität gliedert sich in aktienrechtliche sowie kapitalmarktrechtliche Mitteilungspflichten.

#### **2.1.2.1 Aktienrechtliche Mitteilungspflichten**

Zunächst regelt das Aktienrecht die Mitteilungspflicht für Aktionäre von nicht-börsennotierten Gesellschaften.<sup>39</sup> Die Vorschriften gelten nur für Unternehmen, die mehr als 25 Prozent der Aktien an einer Aktiengesellschaft erwerben oder durch Verkauf von Anteilen unter diese Beteiligungsschwelle fallen. Die Mitteilung hat unverzüglich an die Aktiengesellschaft zu erfolgen, die diese wiederum in den Gesellschaftsblättern veröffentlichen muss. Beim Erwerb oder dem Verlust einer Mehrheitsbeteiligung wird das Unternehmen erneut meldepflichtig.<sup>40</sup> Die Veränderung der Mehr-

---

<sup>37</sup> Vgl. Winkler (2008), S. 133 ff.

<sup>38</sup> Die Publizitätspflichten der Unternehmen unterscheiden sich in die Regelpublizität, d.h. der regelmäßigen Veröffentlichung von soliden Informationen über die finanzielle Lage des Unternehmens, sowie die Ad-hoc-Publizität, d.h. die anlassbezogene Information des Marktes über kursrelevante Umstände. Der Umfang der Veröffentlichungspflicht wird durch die Größe sowie die Kapitalmarktorientierung der Unternehmen bestimmt. Vgl. dazu ausführlich Langenbacher (2008), S. 298 ff.

<sup>39</sup> §§ 20 ff., 328 Abs. 4 AktG.

<sup>40</sup> Die Berechnung der Beteiligungshöhe bestimmt sich gem. § 16 Abs. 2 S. 1 u. Abs. 4 AktG.

heitsverhältnisse in einer Gesellschaft nach deutschem Aktienrecht zieht darüber hinaus keine weiteren Rechtsfolgen nach sich.<sup>41</sup>

### 2.1.2.2 Kapitalmarktrechtliche Mitteilungspflichten

Im Gegensatz zu den gesellschaftsrechtlichen Mitteilungspflichten greift die kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität früher und geht in der Sache tiefer. Das WpHG regelt die Meldepflicht von Aktionären inländischer Emittenten. Mit 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75 Prozent sind mehrere Beteiligungsschwellen vorgesehen, deren Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten eine Meldepflicht an den Emittenten und die BaFin auslösen.<sup>42</sup> Als Meldepflichtiger gilt jeder Aktionär einer börsennotierten Gesellschaft, unabhängig davon, ob es sich um ein Unternehmen oder eine natürliche Person handelt.<sup>43</sup> Neben der Mitteilung an den Emittenten muss der Meldepflichtige die Unter- oder Überschreitung der Meldeschwellen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) innerhalb von vier Handelstagen mitteilen. Die Haltdauer der Beteiligung ist dabei unerheblich.<sup>44</sup>

Beim Überschreiten der Meldeschwelle von 10 Prozent der Stimmrechte oder einer höheren Schwelle, muss der meldepflichtige Aktionär dem Emittenten seit dem 31. Mai 2009 ebenfalls die mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Ziele und die Herkunft der für den Erwerb verwendeten Mittel innerhalb von 20 Handelstagen nach Erreichen dieser Schwellen mitteilen. Die mit dem Risikobegrenzungs-gesetz eingeführte Vorschrift zielt insbesondere auf Finanzinvestoren in Deutschland und soll gesamtwirtschaftlich unerwünschten Aktivitäten entgegenwirken.<sup>45</sup> Dabei hat der Meldepflichtige anzugeben, ob die Investition der Umsetzung strategischer Ziele oder der Erzielung von Handelsgewinnen dient, er innerhalb der nächsten zwölf Monate weite-

<sup>41</sup> Das deutsche Aktienrecht kennt keine Konzerneingangskontrolle bzw. einen Konzerneingangsschutz für die verbleibenden Minderheitsaktionäre. Stattdessen enthält es detaillierte Vorschriften zur Ausübung von Herrschaftsmacht im Konzern (§§ 291 ff., 311 ff. AktG), sobald der Mehrheitsaktionär im Unternehmen aktiv wird. Im Vergleich dazu tritt beispielsweise an die Stelle des ex post wirkenden gesellschaftsrechtlichen Schutzes unter dem London City Code on Takeovers ein Austrittsrecht der verbleibenden Aktionäre sobald ein Kontrollwechsel durch das Überschreiten einer bestimmten Beteiligungsschwelle statt gefunden hat. Vgl. dazu ausführlich Langenbucher (2008), S. 343 ff.

<sup>42</sup> Die Meldeschwellen von 3, 15, 20 und 30 Prozent kamen mit dem Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz) zum 20. Januar 2007 neu hinzu. Dies führte zu einer Absenkung der untersten meldepflichtigen Beteiligungsschwelle von 5 auf 3 Prozent.

<sup>43</sup> Das Gesetz definiert mehrere Zurechnungstatbestände, vgl. ausführlich Langenbucher (2008), 311 f.

<sup>44</sup> Seit dem 20. Januar 2007 (vgl. FN 42) wurde die Mitteilungspflicht für Meldepflichtige Aktionäre von sieben Kalendertagen auf vier Handelstage verkürzt. Als Handelstage gelten alle Kalendertage, die keine Samstage, Sonntage oder landeseinheitliche Feiertage sind. Gleichzeitig wurde die Frist zur Veröffentlichung einer erhaltenen Mitteilung durch den Inlandsemittenten von neun Kalendertagen auf drei Handelstage verkürzt, vgl. §§ 21, 25 WpHG in alter und neuer Fassung.

<sup>45</sup> Vgl. Thoma (2008), S. 1 ff.

re Stimmrechte durch Erwerb oder auf sonstige Weise zu erlangen beabsichtigt, er eine Einflussnahme auf die Besetzung von Verwaltungs-, Leitungs-, und Aufsichtsorganen anstrebt und ob er eine wesentliche Änderung der Kapitalstruktur der Gesellschaft, insbesondere im Hinblick auf das Verhältnis von Eigen- und Fremdfinanzierung und die Dividendenpolitik, anstrebt.<sup>46</sup>

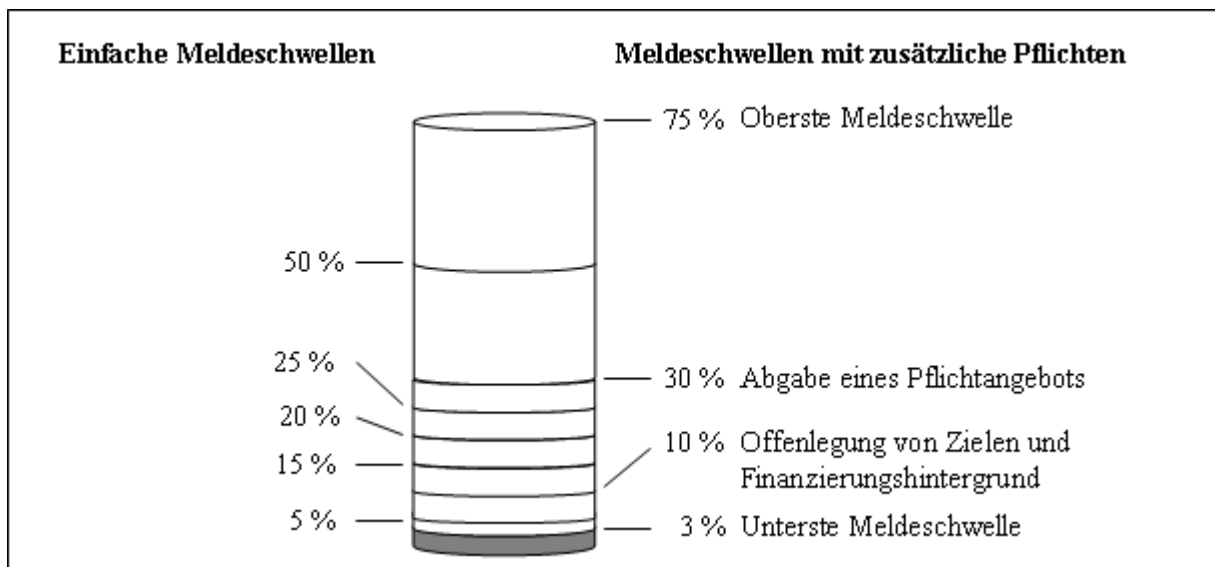


Abb. 2.1: Kapitalmarktrechtliche Meldeschwellen gem. WpHG und WpÜG

Wesentliche Bedeutung kommt der Beteiligungsschwelle in Höhe von 30 Prozent bei Gesellschaften zu, deren Wertpapiere an einem organisierten Markt zum Handel zugelassen sind. Dann setzt das WpÜG rein formal den Kontrollerwerb des Anteilseigners voraus und ordnet die Abgabe eines Pflichtangebots an die verbleibenden Aktionäre zum Erwerb ihrer Aktien an. Diese Maßnahme dient dem Schutz der Minderheitsaktionäre, da sich durch die veränderten Mehrheitsverhältnisse Auswirkungen auf die Geschäftspolitik ergeben könnten. Neben dem Pflichtangebot unterscheidet das WpÜG anhand der damit verbundenen Veränderung der Kontrolle noch zwischen dem einfachen Angebot, welches dem Aufbau einer Beteiligung unterhalb der Kontrollschwelle dient, sowie dem Übernahmeangebot, dem die Absicht zum Kontrollerwerb zugrunde liegt.<sup>47</sup> Die Pflicht beziehungsweise die Möglichkeit zum Erwerb größerer Aktienpakete im Rahmen eines öffentlichen Angebotsverfahrens ist durch die Anteilseigner auf Basis der gewählten Anlagestrategie kritisch zu überprüfen.

<sup>46</sup> Durch das Risikobegrenzungs-gesetz wurden die Melde- und Offenlegungspflichten für meldepflichtige Aktionäre nach US-amerikanischem (Section 13d Securities Exchange Act) und französischem (Article L233-7 Code de Commerce) Vorbild erheblich erweitert. Vgl. Thoma (2008), S. 3 f.

<sup>47</sup> Der Mindestinhalt eines Angebots ist gesetzlich definiert und muss u.a. die Höhe der Gegenleistung enthalten, vgl. dazu Langenbucher (2008), S. 345 ff.; Kübler und Assmann (2006), S. 506 ff.



Die umfangreichen Meldepflichten für Aktionäre (vgl. Abb. 2.1) tragen zwar einerseits zur Transparenz der Beteiligungsverhältnisse bei, können aber andererseits auch zu Implikationen für bestimmte Anteilseigner aufgrund von Trittbrettfahrerverhalten führen.<sup>48</sup> Sobald die übrigen Aktionäre den Aufbau einer strategischen Position in einem Unternehmen vermuten, kann die weitere Aufstockung der Anteile, aufgrund einer vermehrte Nachfrage nach den Titeln beziehungsweise die dadurch hervorgerufenen Aktienkurssteigerungen, erschwert werden. Zudem kann das Bekanntwerden einer Kontrollposition eines Aktionärs die anderen Aktionäre motivieren, die eigenen Kontrollaktivitäten einzuschränken. Mögliche Konsequenzen können dann unvorhersehbare Abstimmungsverhalten bei Hauptversammlungen sowie eine erschwerte Umsetzung der Kontrollrechte des einzelnen Aktionärs sein.<sup>49</sup>

### 2.1.2.3 Acting in Concert

Die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften zum abgestimmten Verhalten von mehreren Anteilseignern (*acting in concert*) sind insbesondere von aktiven Beteiligungsgesellschaften zu beachten, deren Stimmrechtsanteile unter der Pflichtangebotsgrenze von 30 Prozent der Gesellschaftsanteile liegen. Zu einer Zurechnung von Stimmrechten aus Anteilen anderer Anteilseigner kommt es dann, wenn der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten bezüglich der Gesellschaft mit diesen Anteilseignern abstimmt. Nach herrschender Meinung setzt die Abstimmung keine bestimmte Form, wie etwa eine rechtsgeschäftliche Vereinbarung, voraus.<sup>50</sup> Der Gegenstand des abgestimmten Verhaltens bezieht sich auf jenes Zusammenwirken, welches zu einer dauerhaften oder erheblichen Beeinflussung der unternehmerischen Ausrichtung des Unternehmens führen kann.<sup>51</sup>

Die Regelungen des WpHG zum *Acting in Concert* wurden durch das am 18. August 2008 in Kraft getretenen Risikobegrenzungs-gesetz insbesondere hinsichtlich des Gegenstands des abgestimmten Verhaltens erweitert. Allerdings verzichtete der Gesetzgeber auf eine weitere Konkretisierung seines Verständnisses einer dauerhaften oder erheblichen Beeinflussung der unternehmerischen Ausrichtung. Nach herrschender Meinung wurde die inhaltliche Gestaltung des Risikobegrenzungs-gesetzes durch die tagespolitische Aktualität der Beteiligung aktiver Beteiligungsgesellschaften an deutschen Unternehmen beeinflusst. Darüber hinaus führt die vergleichsweise geringe

<sup>48</sup> Vgl. insbesondere Arnold (2007), S. 91 f. zu den Konsequenzen für aktive Investoren.

<sup>49</sup> Vgl. Ruffner (2000), S. 449 ff.

<sup>50</sup> Unbewusstes Parallelverhalten der Aktionäre oder die Ausrichtung am offen gelegten Abstimmungsverhalten anderer Anteilseigner im Rahmen der Kommunikation der Aktionäre erfüllen nicht die Voraussetzung für abgestimmtes Verhalten, vgl. Langenbucher (2008), S. 313f.; § 22 Abs. 2 WpHG.

<sup>51</sup> § 22 Abs. 2 S. 2 WpHG.

zeitliche Erfahrung in der Anwendung der Regelungen in der wissenschaftlichen Literatur zu einer unterschiedlichen Auslegung des Gesetzestextes.<sup>52</sup> Beide Faktoren tragen dazu bei, dass aktive Beteiligungsgesellschaften im Einzelfall eine genaue Prüfung des Sachverhalts im Hinblick auf eine abstimmt Verhalten vornehmen müssen.<sup>53</sup>

## **2.2 Grad der Ausübung der Aktionärsrechte**

Mit wenigen Ausnahmen lässt sich bei modernen Unternehmen in der Form einer Kapitalgesellschaft die Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht feststellen. Dabei delegieren die Anteilseigner ihre Rechte teilweise an angestellte Manager, deren Interessen nicht immer mit denen der Anteilseigner harmonieren. Trotz einer normierenden Ausgestaltung der Beziehung durch Gesetze und Vorschriften, verbleiben Informationsdefizite und Interessenskonflikte zwischen dem Management und den Anteilseignern des Unternehmens. Die Motivation sowie die Art der Reaktion der Anteilseigner zur Behebung dieser Interessenskonflikte ermöglicht die Unterscheidung in verschiedene Gruppen von Anteilseignern.

### **2.2.1 Ökonomischer Hintergrund**

Die gesellschaftsrechtliche Organisation einer Unternehmung in der Form einer Kapitalgesellschaft führt durch die Aufteilung von Kompetenzen zwischen den Organen des Vorstandes, des Aufsichtsrates sowie der Hauptversammlung in der Regel zu einer Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht.<sup>54</sup> Über die Wahl des Aufsichtsrates durch die Hauptversammlung, der wiederum den Vorstand der Gesellschaft besetzt, bestimmen die Aktionäre als Eigentümer des Unternehmens in der Regel mit der Geschäftsführung betraute Manager, die von außerhalb des Aktionärskreises stammen. Diese Verteilung und Delegation der Verfügungsmacht kann zwischen dem Management und den Anteilseignern sowie innerhalb der verschiedenen Gruppen von Anteilseignern zu Interessenskonflikten führen, welche sich negativ auf den Wert der Unternehmensbeteiligung auswirken können. Dies zeigt sich beispielsweise in einer unterdurchschnittlichen Leistungen durch das nicht oder nur mangelhaft überwachte Management, in der unangemessenen Ausstattung der Verwaltung durch hohe Vergütungen, in der Nutzung geschäftlicher Informationen zum eigenen Vorteil der Vor-

---

<sup>52</sup> Einen ausführlicher Überblick über den aktuellen Stand der Diskussion bieten Langenbacher (2008), S. 315 sowie Fleischer (2008), S. 185 ff.

<sup>53</sup> Vgl. Winkler (2008), S. 186 ff.

<sup>54</sup> In gleicher Weise kann die Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht bei Personengesellschaften erfolgen. Da sich die weiteren Ausführungen ausschließlich auf Kapitalgesellschaften nach deutschem Recht beziehen, wird die gesellschaftsrechtliche Struktur von Personengesellschaften nicht weiter vertieft.

stands- und Aufsichtsratsmitglieder, der Überinvestition in Geschäftsfelder oder in der Verschleppung einer Liquidation aufgrund mangelhaft justierter Anreizsysteme.<sup>55</sup>

### 2.2.1.1 Grundlagen der Prinzipal-Agent-Beziehung

Innerhalb der neuen Institutionenökonomik werden die Konflikte zwischen Eigentümern und Management aufgrund der Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht im Rahmen der *Agency Theory* untersucht.<sup>56</sup> Eine *Agency-Situation* ist im Allgemeinen dann gegeben, wenn eine Person durch ihre Handlungen und Entscheidungen nicht nur sich selbst, sondern auch anderen Personen beeinflusst.<sup>57</sup> Im Fall einer Kapitalgesellschaft delegieren die Anteilseigner als Prinzipale ihre unmittelbaren Geschäftsführungsbefugnisse an das Management, welches als Agent das Unternehmen führt.<sup>58</sup> Aus dieser Trennung resultiert eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen dem Management und den Anteilseignern.<sup>59</sup> Dies eröffnet dem Management entsprechenden Handlungsspielraum, den es im eigenen Interesse und gegen die Interessen

---

<sup>55</sup> Vgl. Langenbucher (2008), S. 5.

<sup>56</sup> Den Anfang der neuen Institutionenökonomik bildet Coase (1937) mit der Untersuchung, weshalb Leistungen in einem Unternehmen mit Hilfe von abhängig Beschäftigten erbracht werden und nicht durch selbstständige Produzenten am Markt angeboten werden. Neben der *Agency Theory* haben sich innerhalb der neuen Institutionenökonomik weitere Ansätze entwickelt, welche die Gründe für die Entstehung von Unternehmen und die Bildung bestimmter unternehmerischer Organisationsformen untersuchen. Dazu zählen die von Williamson (1989) abgeleitete Transaktionskostentheorie, welche die Entstehung von Unternehmen durch das Ziel der Einsparung von Transaktionskosten erklärt, sowie *Property Rights*-Ansätze mit den grundlegenden Arbeiten von Grossman und Hart (1986) sowie Moore und Hart (1990), welche die Zuordnung von Kompetenzen für die effiziente Nutzung von Ressourcen analysieren.

<sup>57</sup> Einen Überblick zur *Agency Theory* bieten Pratt und Zeckhauser (1985), S. 1ff.; Eisenhardt (1989), S. 57 ff.; Elschen (1991), S. 1002 ff.; Richter und Furobotn (2003), S. 173 ff.; Gedenk (1994), S. 34 ff.; Wenger und Terberger (1988), S. 506 ff.; sowie verschiedene Beiträge zu den Anwendungsbereichen in Bamberg und Spremann (1987).

<sup>58</sup> Die grundlegenden Arbeiten zur Prinzipal-Agent-Theorie erfolgten durch Jensen und Meckling (1976) sowie Jensen und Ruback (1983), die den Schwerpunkt des Prinzipal-Agent-Konflikts auf die Beziehung zwischen Management und Eigenkapitalgebern legten. Zur Weiterentwicklung Shleifer und Vishny (1997).

<sup>59</sup> Als Informationsungleichgewicht bzw. asymmetrische Informationsverteilung bezeichnet man die allen Akteuren an einem Markt bekannte Existenz von Informationsvorsprüngen einiger Marktteilnehmer. Sobald ein Marktteilnehmer seinen Wissensvorsprung sanktionslos durch opportunistisches Verhalten zu seinem eignen Vorteil ausnutzen kann, verstärken diese Informationsvorsprünge die für viele Vertragsbeziehungen charakteristische Gegenläufigkeit der Interessen. Die Grundzüge dieser Theorie erklärte Akerlof (1970) am Beispiel des Marktes für Gebrauchtwagen, die auf der Annahme basiert, dass der Verkäufer eines gebrauchten Wagens dessen Mängel kennt, der Käufer aber nicht. Bei Abwesenheit anderer Faktoren, werden die Käufer davon ausgehen, am Markt ein Auto mit durchschnittlicher Qualität zu erhalten. Dies führt dazu, dass sich Verkäufer von qualitativ überdurchschnittlichen Autos vom Markt zurückziehen, da sie für den geforderten Preis keine Käufer finden. Im ökonomischen Modell führt dies dazu, dass am Gebrauchtwagenmarkt zunehmend qualitativ unterdurchschnittliche Autos angeboten werden (*adverse selection*). Mit Hilfe von verschiedenen Mechanismen, wie etwa Qualitätsuntersuchungen (*screening*), dem Aussenden glaubhafter Qualitätssignale (*signaling*) sowie des Angebots verschiedener Kaufalternativen (*self-selection*), können die Informationsasymmetrien abgebaut werden.

der Anteilseigner nutzen kann.<sup>60</sup> Andererseits führt dies bei den Anteilseignern zu Wohlfahrtsverlusten sowie zusätzlichen Kosten zur Überwachung des Managements, die sich unter dem Begriff der *Agency Costs* zusammenfassen lassen.<sup>61</sup>

Aufgrund der Übertragung der Kontrollrechte auf den Aufsichtsrat ergibt sich in einer Aktiengesellschaft, zusätzlich zur Beziehung zwischen Anteilseignern und Vorstand, eine weitere *Prinzipal-Agent-Beziehung* zwischen Anteilseignern und Aufsichtsrat.<sup>62</sup> Auch hier besteht die Gefahr, dass die Mitglieder des Aufsichtsrats eigennützig und nicht im Interesse der Anteilseigner handeln und die übertragenen Kontrollrechte nicht ausreichend wahrnehmen. Den Extremfall stellt dann die Kollusion zwischen Vorstand und Aufsichtsrat dar, wenn beide Organe gemeinsam gegen die Interessen der übrigen Anteilseigner handeln.<sup>63</sup> Die *Prinzipal-Agent-Beziehung* zwischen Anteilseignern und Aufsichtsrat wird im Folgenden nicht eingehender behandelt, da aktive Beteiligungsgesellschaften in der Regel eine Beeinflussung des Vorstandshandelns anstreben.

Den einzelnen Anteilseignern sind direkte Eingriffe auf die Geschäftsführungsbefugnisse des Managements gesellschaftsrechtlich verwehrt, ihnen verbleibt als Steuerungselement somit die institutionelle Ausgestaltung der *Prinzipal-Agent-Beziehung*, welche sich zum einen aus den gesetzlichen Vorgaben sowie zum anderen aus vertraglichen Regelungen zusammensetzt. Im Rahmen dieser *Corporate Governance* stehen den Anteilseignern mehrere Möglichkeiten zur Verfügung, die *Prinzipal-Agent-Beziehung* effizient und effektiv in ihrem Interesse zu gestalten.<sup>64</sup> Der Erfolg dieser Maßnahmen bemisst sich an der Fähigkeit, die *Agency Costs* zu reduzieren.<sup>65</sup> Betrachtet man die vergleichsweise weitreichenden Einflussmöglichkeiten von Mehrheitsgesellschaftern aufgrund von qualifizierten Abstimmungsmehrheiten auf die Unter-

---

<sup>60</sup> Die vollständige Kontrolle bzw. Beseitigung von Informationseffizienzen ist nach Arrow (1985), S. 37 ff. aufgrund von Hidden Action, d.h. eines verdeckten Handelns des Agenten, da er nicht unter dauerhafter Beobachtung des Prinzipals steht, sowie Hidden Information, d.h. von Informationsvorsprüngen des Agenten, nicht möglich. Das eigennützige Handeln des Agenten zu Lasten des Prinzipals aufgrund von Hidden Action bzw. Hidden Information wird in der Literatur auch als Moral Hazard bezeichnet, vgl. Richter und Furobotn (2003), S. 174.

<sup>61</sup> Vgl. grundlegend Jensen und Meckling (1976), S. 305 ff.

<sup>62</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 75; Fallgatter (2003), S. 706 ff.; Roth und Wörle (2004), S. 566.

<sup>63</sup> Vgl. zu einer Analyse von mehreren hintereinander geschalteten Agenten sowie monistischer bzw. dualistischer Aufsichtssysteme ausführlich Arnold (2007), S. 75 ff.

<sup>64</sup> In diesem Zusammenhang wurde in Deutschland die Regierungskommission Corporate Governance gebildet und im Jahr 2002 der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) erstmalig veröffentlicht. Der DCGK enthält über die gesetzlichen Regelungen hinausgehende Empfehlungen und Anregungen für die Unternehmen, die der Verbesserung der Corporate Governance dienen sollen. Die Vorstände und Aufsichtsräte einer börsennotierten Gesellschaft sind verpflichtet (§ 161 AktG), jährlich eine Entsprechenserklärung abzugeben, bzw. darzulegen, welche Empfehlungen des DCGK nicht angewandt wurden. Die Nichtbefolgung des DCGK zieht keine unmittelbare Sanktion nach sich, es droht allerdings entsprechender Reputationsverlust. Zur Umsetzung im deutschen Gesellschaftsrecht vgl. Arnold (2007), S. 2f. und Langenbacher (2008), S. 9.

<sup>65</sup> Vgl. dazu grundlegend Jensen und Meckling (1976), S. 305 ff.

nehmensleitung, können diese in der Lage sein, die *Agency Costs* zu reduzieren und somit positive Werteffekte für alle Anteilseigner zu erzielen.<sup>66</sup>

### 2.2.1.2 Wirksamkeit gesetzlicher Vorschriften

Zunächst wird die Beziehung zwischen der Unternehmensleitung und den Anteilseignern durch die verbindlich anzuwendenden gesellschafts- und handelsrechtlichen Vorschriften des Gesetzgebers geregelt. Diese beinhalten im wesentlichen Regeln zur Kommunikation, wie etwa die Verpflichtung zur Aufstellung und Genehmigung des Jahresabschlusses, der Kontrolle des Managements durch externe Prüfer im Rahmen der Jahresabschlussprüfung, sowie zur Mitwirkung der Aktionäre im Rahmen der Hauptversammlung. Hinsichtlich des Grades der Kommunikation und der Kontrolle stellen die gesetzlichen Vorgaben allerdings nur ein Grundgerüst zur Verfügung, welches insbesondere bei großen internationalen Konzernen eine zeitliche sowie inhaltliche Informationslücke zwischen der Geschäftsleitung und den Eigentümern entstehen lassen kann.<sup>67</sup>

### 2.2.1.3 Gestaltung von Anreizsystemen

Zusätzlich zu den gesetzlichen Vorgaben suchen die Anteilseigner daher nach individuellen Anreizsystemen (*incentives*), welche die Manager zur Unternehmensführung in ihrem Sinne motivieren. Dazu zählen leistungsabhängige Gehaltskomponenten, wie etwa Erfolgsprämien oder Aktienoptionsprogramme, welche die Vergütung des Managements an den Erfolg des Unternehmens koppeln.<sup>68</sup> Damit rückt das Management virtuell beziehungsweise tatsächlich in den Kreis der Aktionäre und soll *ceteris paribus* über identische Interessenslagen verfügen. Aber gerade Aktienoptionsprogramme bergen die Gefahr, dass das Management vergleichsweise hohe Risiken eingeht, um den Aktienkurs des Unternehmens zu steigern. Schlägt die gewählte Strategie fehl, tragen in erster Linie die Eigentümer das Verlustrisiko durch sinkende Aktienkurse bis hin zum vollständigen Verlust der geleisteten Einlage. Ferner kann die Bemessung der Kompensation des Managements auf der Basis von Umsatz- und Ertragssteigerungen zu Investitionen und Zukäufen führen, die langfristig über die optimale Unterneh-

<sup>66</sup> Vgl. dazu aktuell Barber (2007), S. 66 ff. sowie grundlegend Shleifer und Vishny (1986), S. 461 ff.

<sup>67</sup> Vgl. Spremann (2007), S. 1 ff. Zudem steht den Aktionären das Recht zur Durchsetzung von Ersatzansprüchen gegen Vorstand und Aufsichtsrat zur Verfügung, welches das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts erstmals im Aktiengesetz (§ 93 AktG) verankert wurde. In der Literatur herrscht unterdes noch keine einhellige Meinung, ob eine persönliche Haftung der Geschäftsleitung als Steuerungsinstrument überhaupt effizient ist. Vgl. dazu Arnold (2007), S. 3 f.

<sup>68</sup> Vgl. Aggarwal und Samwick (2006), S. 489ff.; Shleifer und Vishny (1997), S. 738 f.

mensgröße hinausgehen.<sup>69</sup> Weitere Anreizsysteme können auf die Pflege der Beziehungen zwischen der Gesellschaft und ihren Anteilseigner (*investor relations*) abzielen.<sup>70</sup>

#### 2.2.1.4 Passivität der Aktionäre

Trotz der bestehenden Möglichkeiten zur Gestaltung der *Prinzipal-Agent-Beziehung* verbleiben häufig Informationseffizienzen, da passive Anteilseigner entweder ihre Informations- und Kontrollrechte nicht in ausreichendem Maße einfordern oder die installierten Anreizsysteme nicht greifen beziehungsweise nicht genutzt werden. Die Zunahme von passiven Investoren lässt sich in den vergangenen Jahren insbesondere bei größeren internationalen Gesellschaften anhand der geringen Präsenzen auf Hauptversammlungen beobachten.<sup>71</sup> Geringe Hauptversammlungspräsenzen erhöhen die Gefahr von Zufallsmehrheiten, die einerseits Einschätzungen hinsichtlich des Ergebnisses von Hauptversammlungsbeschlüssen erschweren sowie andererseits bestimmten Gruppen von Anteilseignern die Durchsetzung von persönlich motivierten Anträgen erleichtern.<sup>72</sup>

Insbesondere Kleinaktionäre können nicht erwarten, mit der eigenen Stimme den Ausgang von Abstimmungen zu entscheiden. Darüber hinaus sind die Anwesenheit bei Hauptversammlungen sowie die Informationsbeschaffung über die Aktivitäten der Geschäftsleitung mit Kosten verbunden. Der Kleinaktionär profitiert aber nur in Höhe seiner Beteiligung an Maßnahmen, die den Unternehmenswert steigern. Die Anreize zur eigenen Stimmabgabe sind so verhältnismäßig gering.<sup>73</sup> Erst mit zunehmender Unternehmensgröße werden die Anteilseigner von börsennotierten Gesellschaften von externen Finanzanalysten unterstützt, die durch die laufende Beurteilung und Überwachung des Unternehmens zu einem Abbau von Informationsasymmetrien beitragen können.<sup>74</sup> Zur Motivation der Anteilseigner zur Stimmabgabe werden in der Literatur finanzielle Anreize im Sinne eines Präsenzbonus diskutiert.<sup>75</sup> Ohnehin profitieren die passiven Investoren von den Bemühungen anderer Investoren, den Unternehmenswert

<sup>69</sup> Vgl. dazu grundlegend Jensen und Ruback (1983), S. 5ff.; Jensen (1986), S. 323 ff.; McConnell und Muscarella (1986), S. 399 ff.

<sup>70</sup> Vgl. Langenbacher (2008), S. 5; Sobald Informationen zu Gewinnerwartungen oder Aktienrückkaufprogrammen überdurchschnittliche Kursreaktionen auslösen, ist dies nach Spremann (2007) auf Schwächen in der Unternehmenskommunikation zurückzuführen, da den Anteilseigner im Vorfeld entsprechende Informationen und Planungen zur zukünftigen Unternehmensentwicklung vorenthalten wurden.

<sup>71</sup> Die Hauptversammlungspräsenz der stimmberechtigten Aktien auf den Hauptversammlungen der 30 im DAX notierten Gesellschaften sank von 61 Prozent im Jahr 1998 auf 46 Prozent im Jahr 2005. Im Jahr 2007 stieg die Quote wieder auf 56 Prozent. Damit besteht weiterhin die Gefahr, dass wichtige Beschlüsse per Zufallsmehrheit gefällt werden. Vgl. Pressemitteilung vom 31. Juli 2007 des DSW, [www.dsw-info.de](http://www.dsw-info.de).

<sup>72</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 87.

<sup>73</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 73; Ruffner (2000), S. 175.

<sup>74</sup> Vgl. Helwege, Pirinsky und Stulz (2007), S. 995 ff.

<sup>75</sup> Vgl. Lenz (2006), S. 534.

zu steigern. Damit werden die passiven Investoren zum typischen Trittbrettfahrerverhalten motiviert.<sup>76</sup> Dies führt dazu, dass die Mehrheit der Anteilseigner dem eigenen Unternehmen zunehmend unkritischer gegenüber steht und der aktiven Einmischung (*voice*) den Verkauf der Beteiligung (*exit*) vorzieht. Denn insbesondere für den Kleinaktionär ist die Realisierung eines Kursverlustes aufgrund schlechter Unternehmensführung vorteilhafter als die Kosten der Informationsbeschaffung und aktiven Teilnahme an Hauptversammlungsbeschlüssen.<sup>77</sup> Dies führt wiederum zu einer Abnahme der direkten Verbindungen zwischen Aktionären und Management. Letztendlich orientiert sich dann die Bereitschaft des Managements zur Kommunikation mit den Anteilseignern an deren Passivitätsgrad hinsichtlich der Wahrnehmung der gewährten Kommunikations- und Kontrollrechte. Treffen in einem Unternehmen passive Anteilseigner mit einer kommunikationsschwachen oder kommunikationsunwilligen Unternehmensleitung zusammen, ergibt sich daraus ein entsprechender Handlungsspielraum für aktive Aktionäre. Die Existenz aktiver Beteiligungsgesellschaften ist daher zum einen nicht nur auf vordergründiges Fehlverhalten der Unternehmensleitung, sondern insbesondere auf die zunehmende Passivität der übrigen Anteilseigner zurückzuführen.<sup>78</sup>

### 2.2.1.5 Zurückhaltende Unternehmenskommunikation

Eine zweite Ursache für das Auftreten aktiver Investoren liegt in der zurückhaltenden Kursbildung von einigen börsennotierten Unternehmen. Einen Beleg dafür liefern beispielsweise Übernahmeangebote, die deutlich über dem Durchschnittskurs der vergangenen Monate liegen, und dennoch das Management des Übernahmekandidaten eine weitere Aufstockung des Angebots fordern lässt. Neben der möglichen Hebung von gemeinsamen Synergiepotenzialen wird dies häufig mit dem Vorhandensein von verborgenen Werten im Unternehmen gerechtfertigt, die noch nicht ausreichend im Angebotspreis berücksichtigt seien. Es stellt sich die Frage, warum diese verborgenen Werte nicht schon vorher publiziert und somit bereits in der bisherigen Kursbildung berücksichtigt worden sind. Oder es wird argumentiert, dass bei einer Reorganisation des Unternehmens im Rahmen der Übernahme, die Summe der Einzelbewertungen (*sum of the parts*) der verschiedenen Geschäftsbereiche den Kurswert des Gesamtunternehmens in der bisherigen Form übersteige. In diesem Fall hätte die Reorganisation oder der Verkauf einzelner Geschäftsbereiche gegebenenfalls schon vor der Akquisiti-

---

<sup>76</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 73; Roth (2003), S. 376.

<sup>77</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 74; Vetter (2006), S. 33.

<sup>78</sup> Vgl. Spremann (2007), S. 2 ff.

on von der Geschäftsführung als eine den Unternehmenswert steigernde Maßnahme in Erwägung gezogen werden sollen.<sup>79</sup>

Durch das kontinuierliche *Screening* des Marktes für Unternehmensbeteiligungen sowie durch die anschließende Beteiligung an Unternehmen mit vernachlässigten Aktionärsrechten aber gleichzeitig vorhandenem Wertsteigerungspotenzial stellen die aktiven Investoren den passiven Aktionären eine Überwachungsfunktion (*monitoring*) zur Verfügung, die neben den gesetzlich garantierten Kommunikations- und Kontrollrechten sowie den vertraglichen Möglichkeiten zur Motivation des Managements zur effektiven und effizienten Gestaltung der *Prinzipal-Agent-Beziehung* dient.<sup>80</sup> Die übrigen Anteilseigner, insbesondere auf unvollkommenen Märkten mit unterschiedlichen Informations- und Interessenslagen zwischen Eigentümer und Management des Unternehmens, werden dadurch vor einem den Unternehmenswert mindernden opportunistischen Verhalten der Unternehmensleitung geschützt. Dies gilt insbesondere bei nicht-börsennotierten Unternehmen, die aufgrund ihrer Größe vergleichsweise weniger im Mittelpunkt des Kapitalmarkt- und Analysteninteresses stehen.<sup>81</sup>

## 2.2.2 Investorengruppen

Die Anteilseigner begegnen dieser Situation mit unterschiedlicher Motivation und Aktivität. Betrachtet man die Ziele, die einzelne Anteilseigner mit einer Beteiligung verfolgen, lassen sich sodann unterschiedliche Gruppen von Investoren differenzieren.<sup>82</sup>

### 2.2.2.1 Strategische und finanzielle Zielsetzungen

Zu den strategischen Investoren zählen zunächst die unternehmerisch-strategischen Investoren, die ein Unternehmen beispielsweise in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft betreiben und als private Eigentümer die Vorteile eines unternehmerischen Engagements in der Rechtsform einer juristischen Person nutzen.<sup>83</sup> Den unternehmerisch-strategischen Investoren gleichen die strategisch motivierten Investoren, die ebenfalls eine unternehmerisches Interesse am Investitionsobjekt aufweisen, indem sie sich von ihrem finanziellem Engagement weitergehende realwirtschaftliche Vorteile wie etwa die Realisierung von Synergiepotenzialen oder den vereinfachten Zugang zu relevan-

<sup>79</sup> Vgl. Spremann (2007), S. 4.

<sup>80</sup> Vgl. Partnoy und Thomas (2006), S. 42 f. sowie Shleifer und Vishny (1986), S. 461 f. Die Überwachungsfunktion kann bei großen börsennotierten Gesellschaften auch durch externe Finanzanalysten übernommen werden, vgl. dazu ausführlich Helwege, Pirinsky und Stulz (2007), S. 995 ff.

<sup>81</sup> Vgl. grundlegend Jensen und Meckling (1976).

<sup>82</sup> Vgl. Langenbucher (2008), S. 2.

<sup>83</sup> Die unternehmerisch-strategischen Aktionäre übernehmen entweder persönlich Leitungsfunktion in den Gesellschaftsorganen oder delegieren diese an externe Manager, vgl. dazu Langenbucher (2008), S. 2.



ten Rohstoff- beziehungsweise Absatzmärkten versprechen. Der Aktivitätsgrad des strategisch motivierten Investors bestimmt sich abhängig von der Beteiligungsquote sowie den damit verbundenen Mitspracherechten im Unternehmen. Als strategisch motivierte Investoren treten sowohl natürliche als auch juristische Personen auf, die von der Minderheitsbeteiligung bis hin zur vollständigen Übernahme eines privaten oder börsennotierten Unternehmens alle Formen der Unternehmensbeteiligung zur Umsetzung ihrer strategische Ziele nutzen.<sup>84</sup>

Im Gegensatz dazu zeichnen sich Finanzinvestoren hinsichtlich ihrer Anlageentscheidungen durch eine ausgeprägte monetäre Renditeorientierung aus. Wesentliche Renditebestandteile sind dabei einerseits die laufenden Erträge aus dem Investitionsobjekt (*Dividendenrendite*) sowie andererseits erwartete Wertsteigerungsgewinne, also die Erhöhung des eingesetzten Kapitals (*Kursrendite*), bei einer späteren Veräußerung des Investitionsobjekts.<sup>85</sup>

Finanzielle und strategische Beteiligungen können in der Praxis kombiniert werden, indem ein strategischer Investor gemeinsam mit einem Finanzinvestor das jeweilige Investitionsobjekt erwirbt. Dies erfolgt meist mit dem Ziel der späteren vollständigen Übernahme des Investitionsobjekts durch den strategischen Investor, sobald dessen finanzielle Situation dies zulässt. Eine weitere Möglichkeit besteht in der gemeinsamen Reorganisation von Teilen des Investitionsobjekts sowie des strategischen Investors und der späteren Übertragung von reorganisierten beziehungsweise ausgegliederten Teilen (*carve out*) auf den Finanzinvestor.

#### **2.2.2.2 Private und institutionelle Finanzinvestoren**

Die Gruppe der Finanzinvestoren lässt sich grundsätzlich in private und institutionelle Investoren unterteilen, die ihre Interessen entweder aktiv oder passiv im Unternehmen verfolgen (vgl. Abb. 2.2).<sup>86</sup> Zu den privaten passiven Finanzinvestoren zählt die große Gruppe der Kleinanleger, die als natürliche Personen im Rahmen der privaten Vermögensanlage jeweils nur einen geringen Bruchteil der im Streubesitz befindlichen Anteile erwerben. Aufgrund der verhältnismäßig geringen Höhe der einzelnen Beteiligung ist dieser Investorentyp nur im Einzelfall an einer aktiven Einflussnahme auf die Geschäftspolitik eines Unternehmens interessiert beziehungsweise schlichtweg dazu in der Lage.<sup>87</sup>

---

<sup>84</sup> Vgl. Langenbucher (2008), S. 2; Prokop (2008), S. 169.

<sup>85</sup> Vgl. Prokop (2008), S. 169.

<sup>86</sup> Vgl. dazu grundlegend Langenbucher (2008), S. 2ff.; Prokop (2008), S. 169 f.

<sup>87</sup> Vgl. Kübler und Assmann (2006), S. 169 f.

Dem gegenüber ist die private Investorengruppe der *Business Angels* mit einer vergleichsweise hohen individuellen Beteiligungsquote gerade in jungen nicht-börsennotierten oder noch zu gründenden Unternehmen aktiv engagiert. Als *Business Angels* treten in der Regel wohlhabende Privatpersonen mit besonderer Expertise in einzelnen Branchen auf, die von jungen oder noch zu gründenden kapitalsuchenden Unternehmen gerade wegen ihrer besonderen Kenntnisse sowohl als private Finanzinvestoren wie auch als aktiv beratende Gesellschafter gesucht werden.<sup>88</sup>

Mit zunehmender Größe und Kapitalbedarf eines Unternehmens wird es zunehmend schwieriger für Einzelpersonen größere Aktienpakete zu halten. An ihre Stelle treten dann institutionelle Finanzinvestoren.<sup>89</sup> Im Gegensatz zu den privaten Investoren, sammeln die institutionellen Finanzinvestoren Kapital von privaten Anlegern oder Unternehmen ein, um dieses gebündelt anzulegen. Damit übernehmen sie eine Intermediärsfunktion zwischen den Portfoliounternehmen und den in der Regel passiv eingestellten Anlegern.<sup>90</sup> Abhängig von der gewählten Anlagestrategie lässt sich bei den institutionellen Finanzinvestoren ein unterschiedlicher Aktivitätsgrad hinsichtlich der Durchsetzung ihrer Gesellschafterrechte beobachten.

### 2.2.2.3 Traditionelle institutionelle Finanzinvestoren

Die Gruppe der häufig als traditionell oder konservativ bezeichneten Finanzinvestoren, dazu zählen insbesondere Banken, Versicherungen, Pensionsfonds und klassische Investmentfonds (*mutual funds*), weist große Unterschiede hinsichtlich der Art und Weise der Durchsetzung ihrer Anteilseignerinteressen auf. In der Regel sind diese Investoren nicht als aktive Anteilseigner einzustufen.<sup>91</sup> Vielmehr findet eine Beschränkung der Einflussnahme auf den Bereich der *Corporate Governance* statt.<sup>92</sup> Dieser umfasst die Wahrung der grundsätzlichen Aktionärsrechte, wie etwa die Teilnahme an Hauptversammlungen, sowie die Verfolgung mutmaßlicher Pflichtverletzungen der Unternehmensleitung. Diese Gruppe richtet sich tendenziell nicht gegen konkrete operative oder strategische Geschäftsentscheidungen der Unternehmensführung, wie Absatz, Investitions- oder Ausschüttungspolitik. Als passive Investoren sind die traditionellen institutionellen Finanzinvestoren in der Regel langfristig orientiert und halten entweder an der getroffenen Investitionsentscheidung fest, ohne weitere Maßnahmen zu ergreifen, oder nutzen gegebenenfalls die Möglichkeit des Verkaufs der Unterneh-

<sup>88</sup> Vgl. Züchner (2006), S. 15 f.; Fenn, Liang und Prowse (1997), S. 4.

<sup>89</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 90 f.

<sup>90</sup> Vgl. Kübler und Assmann (2006), S. 170.; Langenbacher (2008), S. 2.

<sup>91</sup> Vgl. Useem, Bowman, Myatt und Irvine (1993), S. 176.

<sup>92</sup> Als Corporate Governance wird im Allgemeinen der rechtliche und faktische Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens bezeichnet, vgl. stellvertretend v. Werder (2003), S. 4 ff.

mensbeteiligung, um in neue Anlagemöglichkeiten mit besseren Renditeerwartungen zu investieren, sofern sich die gesetzten Renditeerwartungen nicht erfüllen lassen.<sup>93</sup>

Nicht langfristig orientierten Finanzinvestoren kann das Bedürfnis nach Liquidität einem aktiven Engagement entgegenstehen.<sup>94</sup> Die aktive Beteiligung an einem Unternehmen sowie die entsprechende Durchsetzung von Forderungen können grundsätzlich ein längerfristiges Engagement erfordern, was die Möglichkeit zur kurzfristigen Veräußerung der Anteile erschwert. Einige Gruppen von institutionellen Investoren sind jedoch auf eine schnelle Liquidierung der Anteile angewiesen, wenn sie ihren Anteilseignern das Recht gewähren, die anvertrauten Mittel ebenfalls kurzfristig abziehen zu können.<sup>95</sup> Als weiterer Grund für die Passivität traditioneller institutioneller Finanzinvestoren kann die vergleichsweise geringe Beteiligungshöhe in einem Unternehmen darstellen, da Investitionsvolumina in der Regel zum Zweck der Risikodiversifizierung in mehrere Unternehmen angelegt werden.

Insbesondere für Banken können aus dem gleichzeitigen Engagement als Anteilseigner sowie Fremdkapitalgeber erhebliche Interessenskonflikte resultieren. Dann kann die Aussicht auf zukünftige Geschäftsmöglichkeiten den Interessen eines aktiven Anteilseigners entgegenstehen.<sup>96</sup> Obwohl einige Untersuchungen des deutschen Bankenmarktes darauf hindeuten, dass diese zusammen mit anderen Mehrheitseignern, die Ertragschancen von Unternehmen positiv beeinflussen können, treten sie dennoch mehrheitlich als passive Investoren auf.<sup>97</sup>

Bei Publikumsfonds spricht insbesondere die Leistungsbeurteilung anhand eines relativen Vergleichs mit der Renditeentwicklung vergleichbarer Investoren, mit denen diese gegebenenfalls im Wettbewerb um Anlagegelder stehen, gegen ein aktives Engagement. Bei einem identischen Investmentuniversum wie etwa der Beschränkung auf bestimmte Aktienindizes, können relative Vorteile meist nur über Kosteneffekte erzielt werden. Das aktive Engagement in einem Unternehmen ist aber gerade mit zusätzlichen Kosten verbunden, die das Fondsmanagement alleine tragen muss. Im Gegensatz dazu, kommen die erzielten Wertsteigerungen allen Anteilseignern und somit auch den Wettbewerbern zugute. Bei einer relativen Leistungsmessung werden institutionelle Investoren daher auf ein aktives Engagement verzichten und sich eher passiv verhalten.<sup>98</sup>

<sup>93</sup> Vgl. Langenbacher (2008), S. 2 f.; Kübler und Assmann (2006), S. 171; Prokop (2008), S. 169.

<sup>94</sup> Vgl. Ruffner (2000), S. 2. 446 ff.; Bassen (2002), S. 98 ff.

<sup>95</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 93.

<sup>96</sup> Vgl. Harris und Raviv (1990), S. 321 ff.

<sup>97</sup> Vgl. Böhmer (2000), S. 117 f.; Gorton und Schmid (2000), S. 30 f.; Elston und Goldberg (2003), S. 1391 f.; Chirinko und Elston (2006), S. 69 ff.

<sup>98</sup> Vgl. Romano (2001), S. 191 ff.; Arnold (2007), S. 94 f.; Kahan und Rock (2007), S. 1047 f.

### 2.2.2.4 Moderne institutionelle Finanzinvestoren

Viele private sowie institutionelle Finanzinvestoren verfügen nicht über die notwendigen Voraussetzungen, um als Anteilseigner im Unternehmen aktiv tätig zu werden. Diese reichen von der notwendigen Mindestanlagesumme, um sich im Unternehmen entsprechendes Gehör zu verschaffen, bis hin zum wirtschaftlichen und rechtlichen Verständnis, um die zugeordneten Aktionärsrechte effizient durchzusetzen. Aus diesem Grund sind aktive Anlagestrategien in der Regel *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* vorbehalten, die über entsprechende Flexibilität verfügen und häufig als moderne institutionelle Finanzinvestoren bezeichnet werden.<sup>99</sup> Diese beschränken sich im Vergleich zu den traditionellen institutionellen Finanzinvestoren nicht nur auf die Beobachtung der Märkte und die Verwaltung der Mittel durch Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen, sondern nehmen aktiv Einfluss auf die Unternehmen, in die sie investiert haben oder noch planen zu investieren. Insofern verfolgen die aktiv agierenden *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*, welche auch als aktivistische *Hedge Funds* bezeichnet werden, ihre Anlageziele mit deutlich größerer Vehemenz als die traditionellen institutionellen Investoren.<sup>100</sup>

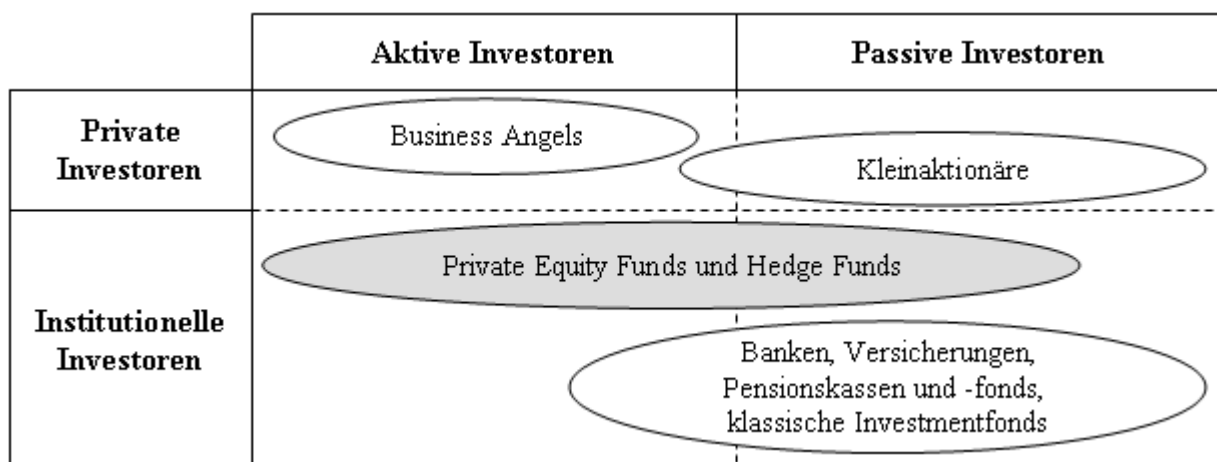


Abb. 2.2: Systematische Einordnung von Finanzinvestoren

Quelle: Prokop (2008), S. 170.

Eine trennscharfe Zuordnung der Investoren zur Gruppe der *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* ist aufgrund vergleichsweise identischer Konstruktions- und Investitionscharakteristika in der Praxis häufig mit Schwierigkeiten verbunden.<sup>101</sup> In der Regel

<sup>99</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 93 f.; Prokop (2008), S. 169 f.

<sup>100</sup> Vgl. Prokop (2008), S. 170.

<sup>101</sup> Die typischen Anlagestrategien von *Private Equity Funds* werden in Kapitel 2.3.3.2 sowie die von *Hedge Funds* in Kapitel 2.3.4.2 erläutert.

ist die aktive Haltung dieser Anteilseigner nicht auf eine nach dem Anteilskauf unverhofft eingetretene Verschlechterung der Unternehmenssituation zurückzuführen, sondern eine strategische Anlageentscheidung, welche auf der gezielten Suche nach geeigneten Investitionsobjekten beruht, um die gesetzten Renditeziele zu erreichen.<sup>102</sup> *Private Equity Funds* nehmen ihre Gesellschafterrechte in der Regel immer *aktiv* wahr. Bei *Hedge Funds* hingegen ist der Grad der aktiven Einflussnahme von der gewählten Anlagestrategie abhängig. Die Art und Weise der aktiven Einflussnahme auf das Management eines Unternehmens hängt von mehreren Faktoren ab, die in den folgenden Kapiteln im Detail erläutert werden.

Im weiteren Verlauf der Arbeit werden *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*, die sich auf Grund einer aktiven Einflussnahme auf das Unternehmen Wertschöpfungspotenziale versprechen, stellvertretend als aktive Beteiligungsgesellschaften bezeichnet. Aktive Beteiligungsgesellschaften nutzen sowohl die an organisierten Kapitalmärkten gehandelten Finanzinstrumente als auch private Unternehmensbeteiligungen. Die Rendite auf das eingesetzte Kapital wird zum einen aus laufenden Erträgen sowie zum anderen durch entsprechende Wertsteigerungen bei Beendigung des Engagements erzielt.<sup>103</sup> Der Anlagehorizont wird durch die gewählte Anlagestrategie zur Durchsetzung der individuellen Forderungen und Ziele des Fondsmanagement oder der Kapitalgeber determiniert.

### 2.2.3 Forderungen und Ziele aktiver Investoren

Die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes durch die Realisation vorteilhafter Projekte liegt im originären Interesse der Anteilseigner, aus deren Sicht der monetäre Wert einer Unternehmensbeteiligung am Kapitalwert aus den ihnen in Zukunft zufließenden Nettozahlungsströmen gemessen werden kann. Dieser Preis wird auf hinreichend effizienten Märkten auf Basis der Erwartungen aller Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Zahlungsüberschüsse des Unternehmens gebildet.<sup>104</sup> Mit dem *Shareholder Value-Ansatz* steht den Marktteilnehmern eine systematische Methode zur Verfügung, um den Wert eines Unternehmens anhand der den Anteilseignern zufließenden Zahlungsströme zu quantifizieren sowie die Wirkung von Werttreibern und unternehmerischen Entscheidungen auf den Unternehmenswert zu messen.<sup>105</sup> Die aktiven Beteiligungsgesellschaften legen diesen Ansatz zu Grunde, um auf Basis von

<sup>102</sup> Vgl. grundlegend Prokop (2008), S. 170 f. sowie zu Schwierigkeiten bei der Abgrenzung von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* Eidenmüller (2007), S. 2216 ff.

<sup>103</sup> Vgl. Schöning (2008), S. 478.

<sup>104</sup> Zu kapitalwertorientierten Unternehmensbewertungsmethoden siehe die grundlegenden Erläuterungen in Busse von Colbe (1957), Moxter (1976), Spremann (2004) sowie Drukarczyk und Schüler (2009).

<sup>105</sup> Vgl. zum *Shareholder Value-Prinzip* grundlegend Rappaport (1995), S. 53 ff.

externen Markt- und Unternehmensanalysen nach möglichen Wertsteigerungspotenzialen zu suchen.<sup>106</sup> Die Beteiligung am Unternehmen erfolgt dann mit dem Ziel, im Rahmen einer aktiven Einflussnahme diese Wertsteigerungspotenziale zu heben und einen entsprechenden Vermögenszuwachs aus der Beteiligung zu realisieren. Die konkreten Forderungen der aktiven Beteiligungsgesellschaften sind in der Regel unmittelbar mit der Problematik der *Prinzipal-Agent-Beziehung* verbunden. Die folgende Ableitung und Analyse möglicher Forderungen stützt sich daher auf die Erkenntnisse der *Prinzipal-Agent-Theorie*.<sup>107</sup>

### **2.2.3.1 Erfüllung der Sorgfaltspflichten**

Eine populäre Annahme zum Fehlverhalten von Managern bezieht sich auf mangelnde Sorgfalt bei der Ausübung der Unternehmensleitung. Dies kann sich etwa in der Schädigung des Unternehmens durch die mangelhafte Nutzung von Geschäftschancen, der zögerlichen Reaktion auf unvorhergesehene Entwicklungen oder am Verstoß gegen rechtliche Vorschriften bei der Geschäftsausübung manifestieren. Die Geschäftsleitung muss unternehmerische Entscheidungen in der Regel unter Unsicherheit treffen. Dies führt bei Berücksichtigung aller als relevant erachteten Informationen zu mehreren Entscheidungsalternativen, von denen letztendlich eine ausgewählt werden muss. Dabei wird die Entscheidungsfindung meist von einer hohen Komplexität der Informationen sowie entsprechendem Zeitdruck begleitet. Zeigt sich dann im späteren Verlauf die ökonomische Unvorteilhaftigkeit der gewählten Alternative, muss dies nicht zwangsläufig auf eine mangelhafte Erfüllung der Sorgfaltspflicht im Rahmen der ursprünglichen Entscheidungsfindung zurückzuführen sein. Die im Nachhinein auf neuen Erkenntnissen beruhende Forderung aktiver Beteiligungsgesellschaften nach einer sorgfältigen Ausübung der Geschäftstätigkeit könnte also bereits unter eben diesen Kriterien verfolgt worden sein.<sup>108</sup> Diese Unschuldsvermutung findet selbstverständlich bei einer offensichtlich mangelhaften Erfüllung der Sorgfaltspflicht ihre Grenze.

### **2.2.3.2 Wertorientiertes Investitionsverhalten**

An die unzureichende Ausnutzung von Wertsteigerungspotenzialen durch eine mangelhafte Erfüllung der Sorgfaltspflicht grenzt der Vorwurf eines sorgfältig gewählten und dennoch falschen Investitionsverhaltens durch das Management. Im Gegensatz zum Vorwurf der mangelnden Sorgfaltspflicht, wird dem Management in diesem Zu-

---

<sup>106</sup> Vgl. Spremann (2007), S. 4.

<sup>107</sup> Vgl. dazu ausführlich Arnold (2007), S. 51 ff.

<sup>108</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 51 f.; Ruffner (2000), S. 216 ff.

sammenhang die bewusste Investitionsentscheidung im eigenen und gegen das Interesse der Anteilseigner unterstellt.<sup>109</sup> Das Investitionsverhalten des Managements kann in vielerlei Hinsicht gegen die Interessen der Anteilseigner verstoßen. Zum einen können Manager bewusst in Projekte und Bereiche investieren, für die sie sich selbst als besonders kompetent qualifizieren. Sie versuchen sich so für das Unternehmen unentbehrlich zu machen und verringern gegebenenfalls die Gefahr einer Entlassung.<sup>110</sup> Zu geringe Risikobereitschaft des Managements und die damit verbundene übertriebene Zurückhaltung bei der Auswahl von Projekten können mit diesem Investitionsverhalten einhergehen.<sup>111</sup>

Durch die breite Streuung ihres Anlagevolumens über mehrere Unternehmen hinweg, sind die Anteilseigner in der Lage, das unternehmensspezifische Risiko zu minimieren. Bei einer optimalen Diversifizierung der Anlagegelder beziehen die Anteilseigner dann ausschließlich das systematische Risiko des Marktes in ihre Investitionsentscheidung mit ein, ohne das unternehmensspezifische Risiko des einzelnen Unternehmens zu berücksichtigen.<sup>112</sup> Analog soll dieses Bewertungskalkül den Führungsentscheidungen der Unternehmensleitung im Sinne der *Shareholder Value-Orientierung* zu Grunde liegen.<sup>113</sup> Diese Führungsentscheidungen bestehen aus operativen, Investitions- und Finanzierungsentscheidungen, die über die entsprechenden Werttreiber und Bewertungskomponenten zur Schaffung von *Shareholder Value* beitragen. Über die Eigentümerrendite aus Dividenden und Kursgewinnen kommt die Schaffung von *Shareholder Value* allen Anteilseignern gleichermaßen zugute.<sup>114</sup>

Im Gegensatz dazu hat das Management aufgrund seiner Bindung an das Unternehmen nur begrenzte Möglichkeiten, das unternehmensspezifische Risiko durch Diversifizierung zu minimieren. Schlägt eine Investition fehl, kann damit im Extremfall unweigerlich der Verlust des eigenen Arbeitsplatzes verbunden sein. Das Management hat daher einen Anreiz, das unternehmensspezifische Risiko in die Beurteilung von Investitionsmöglichkeiten mit einzubeziehen und so unter Umständen vom Bewertungskalkül der Anteilseigner abzuweichen. Dies kann zur Vernachlässigung von risikoreichen Investitionsprojekten durch das Management führen die aus Sicht der Anteilseigner als vorteilhaft eingestuft worden wären.<sup>115</sup> Daher zählt die strategische Neuausrichtung des Unternehmens durch den Kauf oder Verkauf von Unternehmens-

<sup>109</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 55.

<sup>110</sup> Vgl. Shleifer und Vishny (1989), S. 123 ff.

<sup>111</sup> Vgl. Bassen (2002), S. 2f.; Cheffins (1997), S. 123 f.; Easterbrook (1984), S. 653; Ruffner (2000), S. 218 f.

<sup>112</sup> Zu den Risikoeffekten in diversifizierten Portfolios vgl. ausführlich Spremann (2008), Kapitel 3 ff.

<sup>113</sup> Vgl. Rappaport (1995), S. 58 ff.

<sup>114</sup> Vgl. zur wertorientierten Unternehmensführung ausführlich Rappaport (1995), S. 79.

<sup>115</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 56. Diese Betrachtungsweise setzt voraus, dass alle Anteilseigner über ein optimal diversifiziertes Portfolio verfügen und nicht, wie etwa Kleinanleger, aufgrund von nur verhältnismäßig wenigen Unternehmensbeteiligungen, selbst dem unternehmensspezifischen Ausfallrisiko unterliegen.

teilen zu den häufigsten Forderungen der aktiven Beteiligungsgesellschaften, die sie an das Management richten.<sup>116</sup> Eine vergleichsweise vorsichtige Investitionspolitik kann aber durchaus im Interesse einzelner Anlegergruppen liegen. Aus diesem Grund ist die Forderung aktiver Finanzinvestoren nach einer gegebenenfalls risikoreicheren, am *Shareholder Value-Prinzip* orientierten Unternehmensführung durch den Vorstand einerseits vor dem Hintergrund der Risikobereitschaft der Unternehmensleitung sowie andererseits vor dem Hintergrund der Interessen aller Anteilseigner des Unternehmens zu beurteilen.

### **2.2.3.3 Verlängerung des zeitlichen Betrachtungshorizonts**

Neben einer mangelnden Risikobereitschaft kann die Wahl eines zu kurzen Zeithorizonts im Rahmen der Projektauswahl für das Management aus verschiedenen Gründen vorteilhaft erscheinen. Dies kann zum Beispiel auf einer erwarteten kurzen Verweildauer des Managements im Unternehmen, auf einer ebenfalls kurzfristigen Orientierung der internationalen Kapitalmärkte sowie auf einem auf die kurzfristige Realisierung von Gewinnen ausgelegtem Anreizsystem zur Kompensation des Managements beruhen.<sup>117</sup> Die Forderung nach einer Orientierung an längerfristigen Zeithorizonten ist zwangsläufig mit einem längerfristigen Engagement im Unternehmen verbunden, um eine entsprechende Überwachungsfunktion übernehmen zu können. Diese Forderung ist daher vorrangig mit längerfristig orientierten Anlagestrategien aktiver Beteiligungsgesellschaften in Verbindung zu bringen.

### **2.2.3.4 Ausschüttung von freien liquiden Mitteln**

Im Gegensatz dazu kann die häufig umstrittene Forderung von aktiven Beteiligungsgesellschaften nach einer Ausschüttung von freiem Kapital, meist in der Form von Sonderdividenden oder Aktienrückkaufprogrammen, auch im Rahmen von kurzfristigen Anlagestrategien realisiert werden. Im Sinne der *Shareholder Value-Orientierung* sollte das der Gesellschaft zur Verfügung gestellte Kapital der Anteilseigner nur dann im Unternehmen verbleiben, sofern ausreichende Investitionsmöglichkeiten zur Verfügung stehen, welche die geforderte Eigenkapitalrendite in Zukunft erwirtschaften können. Ist dies nicht der Fall, haben die Anteilseigner in der Regel ein Interesse an der Rückgewähr der eingelegten beziehungsweise bereits erwirtschafteten Mittel.<sup>118</sup> Werden diese freien liquiden Mittel ausgeschüttet, entfällt für die Anteilseigner die

---

<sup>116</sup> Vgl. Prokop (2008), S. 169 f.

<sup>117</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 61.

<sup>118</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 63 f.



Aufgabe, die interne wertsteigernde Verwendung durch die Unternehmensleitung zu überwachen.<sup>119</sup>

Häufig ist mit der Ausschüttung liquider Mittel die Forderung nach einer Veränderung der Kapitalstruktur verbunden, indem ein Teil der Ausschüttung über die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital dargestellt werden soll.<sup>120</sup> Einerseits können mit der Veränderung der Kapitalstruktur eines Unternehmens durch die Substitution von Eigenkapital durch Fremdkapital wertsteigernde Effekte verbunden sein. Dies reicht von Steuereffekten bis hin zu einer Disziplinierung des Managements.<sup>121</sup> Andererseits kann sich eine übermäßige Belastung des Unternehmens mit Fremdkapital negativ auf die zukünftige Geschäftsentwicklung auswirken und somit auf den Widerstand von verschiedenen Anteilseignern oder des Kapitalmarkts treffen. Bei börsennotierten Gesellschaften erkennt der Kapitalmarkt in der Regel diese, lediglich auf kurzfristige Wertsteigerungen ausgelegten Strategien aktiver Beteiligungsgesellschaften und reagiert auf die Vernachlässigung von langfristigen, Wert erhaltenden Investitionen mit entsprechenden Kursabschlägen.<sup>122</sup> Entsprechende Studien belegen diesen Sachverhalt für die USA.<sup>123</sup>

### 2.2.3.5 Ahndung treuwidrigen Verhaltens

Von den in der Regel nicht strafrechtlich verfolgbaren Vorwürfen der mangelnden Sorgfaltspflicht, des falschen Investitionsverhaltens oder der Einbehaltung von Gesellschaftsvermögen ist das treuwidrige Verhalten des Managements abzugrenzen. So kann die Aneignung von Unternehmenseigentum oder die persönliche Nutzung von der Gesellschaft zustehenden Geschäftschancen strafrechtliche Konsequenzen nach sich ziehen.<sup>124</sup> Die Grenze zum gesetzeswidrigen Verhalten stellt in der Literatur der Konsum am Arbeitsplatz dar.<sup>125</sup> Darunter subsumiert sich etwa eine luxuriöse Büroausstattung, repräsentative Verwaltungsgebäude, kostspielige Firmenreisen und Firmenjets oder die massive Unterstützung wohltätiger Aktivitäten mit privatem Bezug. Die Beurteilung dieser Sachverhalte ist in der Praxis schwierig, da von Fall zu Fall zwi-

---

<sup>119</sup> So vertritt Jensen (1986) die Hypothese, dass Manager, etwa aufgrund persönlichen Machtstrebens oder einer am Umsatzwachstum des Unternehmens abhängiger Vergütung, monetäre Anreize hätten, ein Unternehmen durch unrentable Zukäufe über seine optimale Größe hinaus wachsen zu lassen.

<sup>120</sup> Vgl. Prokop (2008); Schmidt und Spindler (2008), S. 77 f.; S. 172; Spremann (2007), S. 3.

<sup>121</sup> Das mit zunehmender Verschuldung wachsende Insolvenzrisiko des Unternehmens hindert das Management in bedeutendem Umfang eigene Interessen zu verfolgen, vgl. Grossman und Hart (1982), S. 107 ff.

<sup>122</sup> Vgl. Stein (1989), S. 655 ff.

<sup>123</sup> Vgl. die Untersuchungen von Klein und Zur (2009), Brav, Jiang, Partnoy und Thomas (2006) sowie Partnoy und Thomas (2006).

<sup>124</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 53.

<sup>125</sup> Vgl. Jensen und Meckling (1976), S. 312; umfassend Cheffins (1997), S. 123 ff.

schen der angemessenen Selbstdarstellung des Unternehmens und dem übermäßigen Konsum der Geschäftsleitung differenziert werden muss.<sup>126</sup>

Treuwidriges Verhalten kann der Unternehmensleitung auch dann unterstellt werden, sofern Ziele verfolgt werden, die nicht unmittelbar mit den Interessen der Aktionäre in Verbindung gebracht werden können. Dazu zählen etwa die Förderung von Allgemeininteressen oder die starke Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen. Allerdings ist hier im Einzelfall zu beurteilen, ob eine Steigerung der Reputation des Unternehmens in der Öffentlichkeit, zum Beispiel durch eine über die gesetzlichen Anforderungen hinausgehende Umsetzung von Umweltschutzmaßnahmen oder die langfristige Bindung von Mitarbeitern durch Motivations- und Bonusprogramme, nicht letztendlich doch den Aktionärsinteressen zu Gute kommen.<sup>127</sup> Da die gesetzeswidrigen Tatbestände eines treuwidrigen Verhaltens ohnehin strafrechtlich geahndet werden und die aus einer Einschränkung des Konsums sowie der nicht unmittelbar den Aktionärsinteressen zuzuordnenden Maßnahmen des Managements nur verhältnismäßig schwer zu beurteilen sind, können der mit der Ahnung verbundene Aufwand im Verhältnis zu den erzielbaren Effekten dem Engagement aktiver Finanzinvestoren entgegenstehen.

### **2.2.3.6 Austausch von Führungspersonal**

Zur Umsetzung der Forderungen drängen die aktiven Investoren häufig auf eine Änderung der Zusammensetzung der Führungsorgane beispielsweise durch die Abberufung einzelner oder aller Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat oder durch die Bestellung eigener präferierter Vertreter in diese Gremien.<sup>128</sup> Dies kann auf Seiten des Unternehmens allerdings auch zu nachteiligen Effekten führen, sofern die teilweise langwierigen Auseinandersetzungen zwischen Unternehmensleitung und aktiven Investoren oder der personelle Umbau erhebliche Managementkapazitäten bindet und dadurch wichtige Unternehmensentscheidungen verzögert werden. Darüber hinaus kann dadurch die Kooperationsbereitschaft der übrigen Aktionäre beeinträchtigt werden, welche zur Umsetzung der Forderungen benötigt werden, da viele aktive Investoren in börsennotierten Gesellschaften in der Regel nur über fünf bis zehn Prozent der Stimmrechte verfügen. Häufig wird die Kooperation der passiven Investoren im Vorfeld von Hauptversammlung über die Medien gesucht.<sup>129</sup> Für die passiven Investoren besteht die

---

<sup>126</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 53.

<sup>127</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 53; Jensen und Meckling (1976), S. 312.

<sup>128</sup> Vgl. Prokop (2008), S. 172.

<sup>129</sup> Das aktive Engagement von Private Equity Funds und Hedge Funds ist insbesondere bei börsennotierten Gesellschaften mit einem großen Medieninteresse verbunden, welches zur Kommunikation der unterschiedlichen Interessenslagen genutzt werden kann.

Möglichkeit, ohne weiteren Ressourceneinsatz von der Strategie der aktiven Investoren zu profitieren und ihre *Agency Costs* zu reduzieren, indem der Spielraum des Managements für opportunistisches Verhalten eingeschränkt wird.<sup>130</sup> Einzelne aktivistisch motivierte Aktionärsgruppen können sich daher auf Hauptversammlungen beziehungsweise in der Öffentlichkeit verhältnismäßig leicht Gehör und Popularität verschaffen, was wiederum zum Erfolg ihrer Strategie beiträgt.<sup>131</sup> Im Falle von Mehrheitsbeteiligungen mit qualifizierenden Stimmrechtsanteilen der aktiven Beteiligungsgesellschaften stellt sich die Durchsetzung von Aktionärsrechten vergleichsweise einfacher dar.

## 2.2.4 Implikationen für die übrigen Share- und Stakeholder

Für aktive Beteiligungsgesellschaften steht an erster Stelle die Maximierung der aus der Unternehmensbeteiligung realisierbaren Rendite. Die dafür, in der Regel durch das Management, zu ergreifenden Maßnahmen, müssen jedoch nicht zwangsläufig mit den Rendite- und Risikopräferenzen anderer Interessensgruppen des Unternehmens übereinstimmen. Im Folgenden werden die Implikationen auf die restlichen Aktionäre sowie die übrigen *Stakeholder* des Unternehmens, wie Arbeitnehmer, Lieferanten, Kunden oder Kreditgeber untersucht.

### 2.2.4.1 Interessenskonflikte mit Mitgeschaftern

Von den Wertsteigerungseffekten aus aktiven Anlagestrategien im Sinne von zusätzlichen Dividendenausschüttungen sowie Kurssteigerungen profitieren alle Anteilseigner gleichermaßen. Insbesondere bei börsennotierten Unternehmen sind Vermögensverschiebungen vorbei an den übrigen Aktionären und hin zu den aktiven Beteiligungsgesellschaften aufgrund diverser gesetzlicher Regelungen, wie etwa den strafrechtlichen Vorgaben zum Verbot des Insiderhandels, nur bedingt möglich.<sup>132</sup> Dennoch kann das Engagement aktiver Beteiligungsgesellschaften mit negativen Auswirkungen auf die übrigen Anteilseigner verbunden sein, wenn die aktiven Beteiligungsgesellschaften das Management einseitig zur Umsetzung der eigenen Zielsetzungen veranlassen.<sup>133</sup>

---

<sup>130</sup> Vgl. Prokop (2008), S. 173.

<sup>131</sup> Vgl. Spremann (2007), S. 3 f.

<sup>132</sup> Eine Möglichkeit der asymmetrischen Gewinnverteilung stellt z.B. die Ausgabe von Vorzugsaktien an bestimmte Gruppen von Anteilseignern dar, die dann eine vorrangige Dividendenzuteilung im Vergleich zu anderen Aktiengattungen erhalten, vgl. Arnold (2007), S. 98.

<sup>133</sup> Vgl. Shleifer und Vishny (1997), S. 758 ff.; Engert (2006), S. 2107 f.; Arnold (2007), S. 97.

Aktive Beteiligungsgesellschaften verfügen in der Regel über fundiertes finanzwirtschaftliches sowie kapitalmarktrechtliches Know-how und orientieren ihre Forderungen eng am *Shareholder Value-Prinzip*. Zur Reduzierung des unternehmensspezifischen Ausfallrisikos nutzen sie in der Regel Diversifizierungseffekte, indem sie ihr Anlagevolumen über mehrere Unternehmen verteilen oder andere geeignete Absicherungsinstrumente nutzen. Demgegenüber sind insbesondere Kleinanleger in der Regel nur in wenigen Unternehmen investiert und streben meist ohne die Absicherung gegen das unternehmensspezifische Ausfallrisiko einen längerfristigen Anlagehorizont an.<sup>134</sup>

Dieser Umstand kann insbesondere bei der häufig gestellten Forderung aktiver Beteiligungsgesellschaften nach der Substitution von Eigenkapital durch Fremdkapital und der anschließenden Ausschüttung der freiwerdenden Mittel zu Interessenskonflikten zwischen den beteiligten Parteien führen. Aggressive aktive Anlagestrategien könnten also in letzter Konsequenz zu einer Verdrängung einzelner Anteilseignergruppen aus dem Unternehmen führen, da diese aufgrund ihrer individuellen Risikoeinschätzung zum Verkauf der Anteile gezwungen werden. Bei börsennotierten Gesellschaften können die übrigen Aktionäre, welche mit der Strategie der aktiven Beteiligungsgesellschaft nicht einverstanden sind, ihre Aktien veräußern und gegebenenfalls aufgrund des durch die aussichtsreichere Strategie gestiegenen Aktienkurses von am *Shareholder Value* orientierten Strategien profitieren.<sup>135</sup> Vor diesem Hintergrund ist die einseitige Beeinflussung des Vorstandshandelns durch eine bestimmte Gruppe von Anteilseignern im Einzelfall regelmäßig kritisch zu hinterfragen.<sup>136</sup>

#### 2.2.4.2 Interessenskonflikte mit anderen Stakeholdern

Neben der Bindung des Managements an die Aktionärsinteressen wird im Rahmen der *Stakeholder-Theorie* die Ansicht vertreten, dass auch die Interessen der übrigen mit dem Unternehmen verbundenen Parteien von der Unternehmensleitung berücksichtigt werden sollen.<sup>137</sup> Häufig sind die Ansprüche dieser Beteiligten nicht durch gerichtlich durchsetzbare Verträge abgesichert und daher nur Gegenstand sogenannter impliziter Verträge, die von den Parteien eingehalten werden, da sie der vorteilhaften Fortset-

<sup>134</sup> Vgl. Winkler (2008), S. 332 f.

<sup>135</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 56. Diese Annahme setzt effiziente Kapitalmärkte voraus, welche die vorteilhaftere Strategie in der Kursentwicklung des Unternehmens abbilden. Zur Effizienz von Kapitalmärkten stellvertretend Spremann und Gantenbein (2005), S. 64 ff.

<sup>136</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 59f.; Ruffner (2000), S. 219; zum Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre vgl. ausführlich Eisenhardt (2007), S. 340.

<sup>137</sup> Vgl. zur Stakeholder Theory grundlegend Cornell und Shapiro (1987), S. 5 ff.; Jones (1995), S. 404 ff.; Speckbacher (1997), S. 630 ff.; Wentges (2000), S. 199 ff.

zung der Geschäftsbeziehung mit den beteiligten Vertragspartnern dienen.<sup>138</sup> Die gerichtliche Durchsetzbarkeit dieser Vertragsbeziehungen beschränkt sich in der Regel auf die Schutzbedürftigkeit der Vertragspartner, wie etwa Kündigungsschutz- und Garantierechte, ohne langfristige Rechte und Pflichten der Parteien festzulegen.<sup>139</sup> Trotzdem ist die Einhaltung der impliziten Verträge für das Unternehmen wichtig, denn nur durch die damit erreichte Vertrauenswürdigkeit kann das Unternehmen auch in Zukunft vergleichbare implizite Verträge abschließen, die den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens sichern.<sup>140</sup>

Damit könnte für das Management neben der *Shareholder-Orientierung* auch eine explizite ökonomische Verpflichtung zur *Stakeholder-Orientierung* verbunden sein. Allerdings würde dies die gleichzeitige Maximierung mehrerer Zielgrößen mit sich bringen und stellt somit für das Management keine praktikable Handlungsanweisung dar. Davon abgesehen wäre eine effektive Kontrolle des Managements durch die verschiedenen Anspruchsgruppen in der Praxis nicht durchführbar.<sup>141</sup> Im Hinblick auf Forderungen aktiver Beteiligungsgesellschaften, die prinzipiell gegen die Interessen der Stakeholder gerichtet sind, entsteht für das Management somit keine Verpflichtung, die *Stakeholder-Interessen* den *Shareholder-Interessen* vorzuziehen. Dies kann aber nur so lange der Fall sein, bis keine expliziten vertraglichen oder gesetzlichen Verpflichtungen verletzt werden oder eine Beeinträchtigung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Unternehmens eintritt, die wiederum der *Shareholder-Orientierung* entgegenstehen würde.<sup>142</sup>

### 2.3 Geschäftsmodelle aktiver Beteiligungsgesellschaften

In Deutschland stehen aktive Finanzinvestoren insbesondere seit dem Jahr 2005 durch die kontrovers geführte „Heuschrecken-Debatte“ im öffentlichen Interesse.<sup>143</sup> Auslöser der bis heute andauernden Debatte waren Beteiligungen ausländischer *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* an deutschen Unternehmen, die nach Ansicht von Teilen der Medien sowie der Politik vordergründiges Profitstreben über die Verfolgung nationaler Interessen stellten. Dies führte häufig zu spektakulären Auseinandersetzungen zwi-

---

<sup>138</sup> Beispielsweise vertrauen Arbeitnehmer auf eine langfristige Beschäftigung und Entfaltungsmöglichkeiten, Kunden kaufen ein Produkt mit der Hoffnung auf Ersatzteillieferungen, Lieferanten bieten gute Konditionen mit der Aussicht auf eine langfristige Geschäftsbeziehung, vgl. Arnold (2007), S. 30 f.

<sup>139</sup> Vgl. zur Schutzbedürftigkeit der Stakeholder Arnold (2007), 32.

<sup>140</sup> Vgl. Cornell und Shapiro (1987), S. 8 f.

<sup>141</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 31; Jensen (2002), S. 238.

<sup>142</sup> Vgl. Arnold (2007), S. 33; Jensen (2002), S. 245 ff.

<sup>143</sup> Der damalige SPD-Vorsitzende Müntefering setzte Private Equity Funds und Hedge Funds mit Heuschrecken gleich, die ohne die Erzielung eines langfristigen Nutzens für die Unternehmen kurzfristige opportunistische Wertsteigerungen anstreben, vgl. Tagespresse im April 2005.

schen der Unternehmensführung und dem Fondsmanagement bei entsprechend großem medialem Interesse.<sup>144</sup> Diese Vorgänge spiegeln die Annäherung beider Anlageformen hinsichtlich bestimmter Anlagestrategien wider und verdeutlichen zugleich die häufig undifferenzierte Wahrnehmung der dem Grunde nach durchaus unterschiedlichen Anlageformen und -strategien in der Öffentlichkeit. Im Gegensatz zu *Hedge Funds* sind *Private Equity Funds* in Deutschland bereits seit mehreren Jahrzehnten etabliert. Im Hinblick auf aktive Beteiligungsstrategien stellen sowohl *Private Equity Funds* als auch *Hedge Funds* geeignete Geschäftsmodelle für aktive Beteiligungsgesellschaften dar, deren charakteristischen Stärken und Schwächen im Folgenden aus der jeweiligen Perspektive heraus analysiert werden.

### **2.3.1 Aufbau und Organisation**

Ein wesentliches Kriterium für aktive Investoren stellt die Flexibilität in der Anlageentscheidung sowie eine ausreichende Kapitalbasis dar. Moderne aktive Beteiligungsgesellschaften können als offene oder geschlossene Fondsmodelle konstruiert werden und übernehmen unabhängig von der Wahl des Geschäftsmodells eine Intermediärsfunktion zwischen den Kapitalgebern, in der Regel institutionellen Investoren und professionell agierenden Privatpersonen, sowie den Kapitalnehmern, also den in das Beteiligungsportfolio aufgenommenen Unternehmen. Die bereits in Kapitel 2.2.1.1 beschriebene Problematik der *Prinzipal-Agent-Beziehung* muss daher auch zwischen dem Fondsmanagement sowie den Kapitalgebern gelöst werden. Für aktive Beteiligungsgesellschaften haben sich bereits verschiedene Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* etabliert, die zur Umsetzung von wertorientierten Anlagestrategien geeignet sind und Aspekte der *Corporate Governance* sowie der Transparenz gegenüber den Kapitalgebern berücksichtigen.

#### **2.3.1.1 Phasen der aktiven Unternehmensbeteiligung**

Die Beteiligung an Unternehmen mittels aktiven Beteiligungsgesellschaften lässt sich schematisch in drei Teilphasen unterteilen. Die erste Phase umfasst die Strukturierung des Fonds sowie die Beschaffung der Fondsmittel bei den Kapitalgebern (*fundraising*). In der zweiten Phase folgt der Erwerb von Unternehmensbeteiligungen durch die Beteiligungsgesellschaft sowie die laufende Verwaltung des Beteiligungsportfolios. Die dritte Phase beginnt mit der Veräußerung (*exit*) der einzelnen Unternehmensbeteiligungen und endet mit der Auflösung des Beteiligungsfonds durch die Rückzahlung der Fondsmittel an die Kapitalgeber (vgl. Abb. 2.3).

---

<sup>144</sup> Vgl. Prokop (2008), S. 169.



Abb. 2.3: Teilphasen der aktiven Unternehmensbeteiligung

Quelle: in Anlehnung an *Knauer und Marx* (2009) sowie *Gompers und Lerner* (2004)

### *Strukturierungs- und Fundraisingphase*

Im Rahmen der Fondstrukturierung diskutiert das Fondsmanagement zunächst vertraulich mit ausgewählten potenziellen Kapitalgebern die geplante Anlagestrategie der Beteiligungsgesellschaft, um eine erste Markteinschätzung treffen zu können. Bei entsprechendem Interesse der Kapitalgeber werden die endgültige Anlagestrategie sowie die Struktur der Beteiligungsgesellschaft festgelegt. Anschließend erfolgt die Einwerbung von Kapital beziehungsweise von Kapitalzusagen (*capital commitments*) bis zur Höhe des geplanten Fondsvolumens (*fundraising*).<sup>145</sup> Die Beteiligung der Kapitalgeber an einer aktiven Beteiligungsgesellschaft wird im Rahmen des Beteiligungsvertrages (*investment agreement*) geregelt. Dieser Vertrag regelt die Rechte und Pflichten der einzelnen Parteien und beinhaltet insbesondere Regelungen zur Gestaltung der Kommunikation zwischen Beteiligungsgesellschaft und Kapitalgebern. Dazu zählen beispielsweise die Festlegung der Frequenz und des Umfangs des *Investorreportings*. Die Inhalte des Beteiligungsvertrages werden in der Regel bei der Gründung der Beteiligungsgesellschaft auf vertraglicher Basis festgelegt und gelten dann über die gesamte Laufzeit hinweg.<sup>146</sup>

### *Investitionsphase*

Die potenziellen Portfoliounternehmen werden durch das Fondsmanagement analog zur festgelegten Anlagestrategie ausgesucht und, meist mit Unterstützung von weiteren Beratern, intensiv und sorgfältig auf deren Eignung als Investitionsobjekt geprüft (*due diligence*). Anschließend werden im Rahmen der Strukturierung der Finanzierung die Anteilshöhe, der Kaufpreis, die Einfluss und Kontrollrechte sowie weitere Aspekte der Finanzierung festgelegt.<sup>147</sup> Während der Dauer des Investments findet zwischen der aktiven Beteiligungsgesellschaft sowie den Portfoliounternehmen in Abhängigkeit von

<sup>145</sup> Vgl. Züchner (2006), S. 47 f.

<sup>146</sup> Vgl. Züchner (2006), S. 82 f.

<sup>147</sup> Vgl. Kaserer, Achleitner, von Einem und Schiereck (2007), S. 23 f.

der Beteiligungshöhe sowie den gewährten Einfluss- und Kontrollrechten ein intensiver Kompetenz- und Informationsaustausch statt.

#### *Desinvestitions- und Ausschüttungsphase*

Zur Veräußerung der Anteile an den Portfoliounternehmen (*exit*) stehen den aktiven Beteiligungsgesellschaften mehrere Möglichkeiten zur Verfügung. Bei nicht-börsennotierten Unternehmen besteht zum einen die Möglichkeit der erstmaligen Notierung der Anteile an einer Börse (*initial public offering*), der Verkauf an einen strategischen Investor (*trade sale*) oder die Weitergabe der Anteile an eine weitere (aktive) Beteiligungsgesellschaft (*secondary sale*). Bei börsennotierten Unternehmen tritt an die Stelle des *Initial Public Offerings* der einfache Handel der Anteile an der jeweiligen Börse.<sup>148</sup> Nach Abzug der Gewinnanteile des Fondsmanagements wird der Verkaufserlös an die Kapitalgeber ausgeschüttet oder zur Re-Investition in andere Portfoliounternehmen (*evergreen funds*) genutzt. Der Verkauf der Anteile über den ursprünglichen Anschaffungskosten, unter Berücksichtigung von während der Haltedauer erhaltenen Dividenden und Ausschüttungen, kann sich indirekt positiv auf die anderen Phasen der Unternehmensbeteiligung auswirken. Zum einen wird das *Fundraising* bei den Kapitalgebern für neue Fonds erleichtert. Zum anderen kann die öffentliche Wirkung eines erfolgreichen *Exits* die Durchsetzung vergleichbarer aktiver Beteiligungsstrategien bei bestehenden Portfoliounternehmen unterstützen, da die Fähigkeiten des Geschäftsmodells der aktiven Beteiligungsgesellschaft unter Beweis gestellt wurden.<sup>149</sup>

### **2.3.1.2 Abgrenzung von Investmentebenen**

Kapitalgebern und kapitalsuchenden Unternehmen steht grundsätzlich eine Vielzahl von Gestaltungsmöglichkeiten zum Transfer finanzieller Mittel zur Verfügung. Bei der Auswahl des passenden Instruments spielen in der Praxis eine Reihe von Faktoren wie etwa die Anlagedauer, die Risikopartizipation oder steuerliche Aspekte eine zentrale Rolle. Aus dem Bereich der traditionellen Anlagen sind vor allem Aktien und Anleihen als direkte Investments sowie Publikumsfonds, die wiederum in Aktien oder Anleihen investieren, als indirekte Investments für Anleger bekannt. Die Rechte und Pflichten der beteiligten Parteien sind bei diesen Anlageformen in der Regel durch gesetzliche Vorschriften und Regelungen genau festgeschrieben. Der damit erreichte Schutz, die Transparenz und die Standardisierung ermöglichen beispielsweise den

---

<sup>148</sup> Vgl. dazu ausführlich Züchner (2006), S. 110 ff.

<sup>149</sup> Vgl. Knauer und Marx (2009) S. 94 ff.



Handel der Instrumente an geregelten Kapitalmärkten und somit einen breiten Zugang für viele Kapitalgeber.<sup>150</sup>

Im Gegensatz dazu werden im Bereich der Alternativen Investments hauptsächlich indirekte Investments in Form von Fondsmodellen genutzt, deren Anteile in der Regel nicht an öffentlichen Börsen gehandelt werden. Ebenso wie bei Banken und klassischen Investmentfonds handelt es sich bei diesen *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* um Finanzintermediäre, die institutionell zwischen die Kapitalgeber sowie die nach Beteiligungskapital suchenden Unternehmen geschaltet sind. Aus dieser Stellung heraus resultieren gesetzliche Vorgaben sowie eigenständige vertragliche Beziehungen zu den vor- oder nachgeschalteten Parteien. Als Finanzintermediäre übernehmen sie hinsichtlich der Kapitalgeber die Aufgabe, Anlagegelder zu bündeln und diese gemäß der definierten Anlagestrategie zu investieren. Gleichzeitig wird damit eine Finanzierungsfunktion gegenüber den Portfoliounternehmen erfüllt. Neben dieser Finanzierungsfunktion übernehmen die Beteiligungsgesellschaften für die Portfoliounternehmen, in Abhängigkeit der Anlagestrategie, weitere Funktionen wie etwa eine Betreuungsfunktion sowie eine *Monitoring-* oder *Corporate Governance-Funktion*, um die in Kapitel 2.2.3 diskutierten Forderungen und Ziele durchzusetzen zu können.<sup>151</sup> Dem einzelnen Kapitalgeber bietet dies die Möglichkeit, gezielt in ein nach seinen individuellen Bedürfnissen gestaltetes Investmentvehikel für passives oder aktivistisch motiviertes Anlageverhalten zu investieren.

Die Fondsmodelle lassen sich grundsätzlich in drei verschiedene Ebenen unterscheiden (vgl. Abb. 2.4). Auf der Ebene der Kapitalgeber (*Kapitalgeberebene*) lassen sich die verschiedenen Typen von Anlegern zusammenfassen, die entweder als Privatpersonen, Personengesellschaften oder Kapitalgesellschaften in den Fonds investieren. Handelt es sich bei den Investoren wiederum um eine Fondskonstruktion, so liegt eine *Fund of Funds-Konstruktion* vor, die einzelne Kapitalgeber meist zur Risikostreuung oder als Zugangsmöglichkeit zu bestimmten alternativen Anlageformen nutzen.<sup>152</sup> Die Kapitalgeber werden dabei in der Praxis als *Limited Partner (LP)* bezeichnet, da sie nur mit der Höhe ihrer Einlage haften. Darüber hinaus sind ihre Mitspracherechte hinsichtlich der Anlageentscheidung sehr eingeschränkt.

Zur *Fondsebene* zählt zum einen der Fonds selbst, welcher als rechtliche Einheit die Mittel der Kapitalgeber in die Portfoliounternehmen investiert. Der Fonds wird durch eine separate Managementgesellschaft geführt, in der für gewöhnlich die Anteile der Fondsgründer beziehungsweise der Fondsmanager gebündelt werden. Das Fondsma-

<sup>150</sup> Vgl. ausführlich Spremann und Gantenbein (2005), S. 15 ff.

<sup>151</sup> Vgl. zu den verschiedenen Funktionen Diller (2007), S. 50 f.

<sup>152</sup> So sind in Deutschland auf Basis des geltenden Investmentgesetzes ausschließlich Dach-Hedge Funds zum öffentlichen Vertrieb an private Investoren zugelassen.

nagement übernimmt in der Regel die Rolle des gesamtschuldnerisch haftenden Gesellschafters und wird dadurch in der Praxis häufig als *General Partner (GP)* bezeichnet. Häufig wird in der gesellschaftsrechtlichen Struktur des Fonds bereits die spätere Gewinnverteilung zwischen *Limited Partner* und *General Partner* auf Basis einer entsprechenden Verteilung der Gesellschaftsanteile vorweggenommen. Darüber hinaus kann der Fonds durch weitere Beratungsgesellschaften hinsichtlich der Anlageentscheidung unterstützt werden. Diese sind in der Regel durch vertragliche Beziehungen an den Fonds gebunden, ohne dass eine unmittelbare Kapitalverflechtung erfolgt.

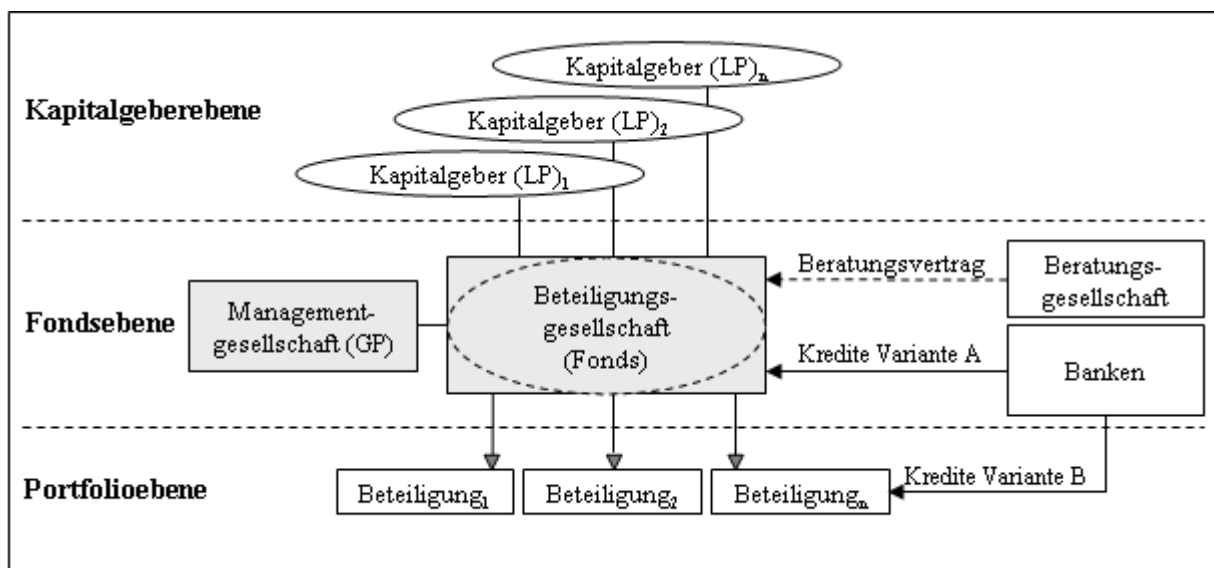


Abb. 2.4: Allgemeiner Aufbau eines Fondsmodells zur Beteiligungsfinanzierung

Quelle: in Anlehnung an Jesch (2004), S. 136.

Auf der dritten Ebene werden die Investments des Fonds (*Portfolioebene*) zusammengefasst. Um eine möglichst praktikable Unternehmensbeteiligung sowie die Verlustbegrenzung auf die Höhe der Einlage des Fonds beziehungsweise der Investoren zu gewährleisten, firmieren die Portfoliounternehmen in der Regel als Kapitalgesellschaften. Neben dem Eigenkapital des Fonds werden die Beteiligungen in den Portfoliounternehmen häufig mit zusätzlichem Fremdkapital finanziert. Dies kann seitens der kreditgebenden Banken entweder direkt auf Ebene des Fonds oder über entsprechende Gestaltungen auf Ebene der Portfoliounternehmen zur Verfügung gestellt werden (vgl. Kreditvariante A bzw. Kreditvariante B in Abb. 2.4). Insbesondere die Belastung der Unternehmen mit vergleichsweise hohen Fremdkapitalquoten zur Finanzierung des Kaufpreises der Unternehmensbeteiligung gab in Deutschland Anlass zur kontrovers geführten Diskussion über die gesamtwirtschaftliche Bedeutung von aktiven Beteiligungsgesellschaften.

### 2.3.1.3 Interdependenzen zwischen den Investimentebenen

Aus dieser Konstruktion ergeben sich eine Reihe von Zielkonflikten und gegenseitige Abhängigkeiten zwischen den einzelnen Investimentebenen, die entweder durch gesetzliche Vorgaben, vertragliche Regelungen oder freiwillige Selbstverpflichtungen geregelt werden. In der Praxis stellen die ausreichende Liquiditätsplanung, die gleichmäßige Verteilung von Gewinnen und Verlusten sowie die Beschaffung und Aufbereitung von Informationen die wesentlichen Problemfelder dar. In Abb. 2.5 werden die im Folgenden im Detail betrachteten Interdependenzen grafisch dargestellt. Die Analyse und das Verständnis der Interdependenzen zwischen den einzelnen Investimentebenen bildet die Voraussetzung zum Aufbau von bedarfsgerecht gestalteten Fondsmodellen.

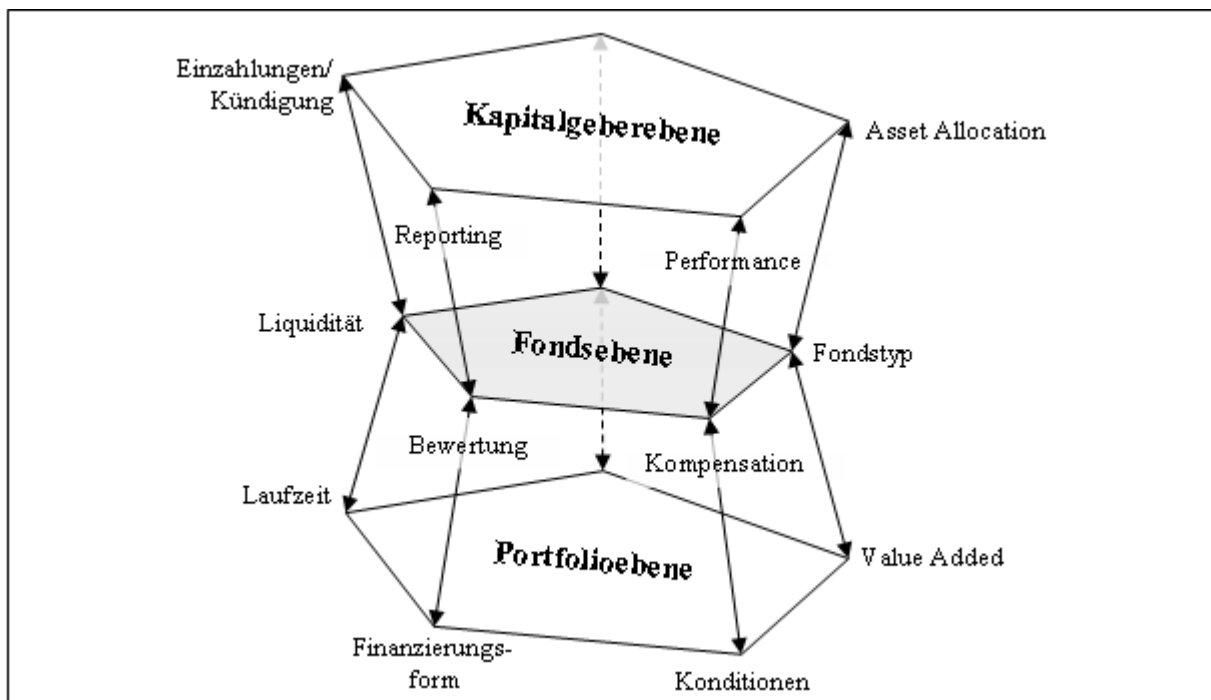


Abb. 2.5: Interdependenzen zwischen den Investimentebenen

#### *Einzahlungen/Kündigung – Liquidität – Laufzeit*

Ein effizientes Liquiditätsmanagement stellt auf allen drei Ebenen ein wesentliches Kriterium dar. Die Kapitalgeber verpflichten sich im Rahmen des Beteiligungsvertrages zur Zahlung der Anlagesumme (*capital commitments*). Die Anlagesumme wird in Abhängigkeit von der Mittelverwendung auf Fondsebene entweder in einer einmaligen Zahlung oder in mehreren Tranchen hintereinander abgerufen (*draw downs*). Sobald dem Fonds durch die Realisierung der getätigten Investments liquide Mittel zufließen,

werden diese abhängig vom Fondstyp entweder nach Abzug der Vergütung des Fondsmanagements an die Kapitalgeber ausgeschüttet oder in neue Investments reinvestiert. Dies führt in der Regel dazu, dass die vorzeitige Kündigung eines Beteiligungsvertrages seitens der Kapitalgeber nicht oder nur sehr eingeschränkt möglich ist. Die vorzeitige Liquidierbarkeit der Fondsanteile durch Kapitalgeber hängt daher eng mit der Laufzeit der auf Fondsebene getätigten Investments zusammen.<sup>153</sup> Die Investitionstätigkeit der aktiven Beteiligungsgesellschaft und somit der weitere Liquiditätszufluss kann allerdings unterbunden werden, sobald einer oder mehrere Fondsmanager aus dem Fondsmanagement ausscheiden (*key man clauses*).<sup>154</sup>

### *Finanzierungsform – Bewertung – Reporting*

Im Rahmen eines regelmäßigen Fondsreportings gibt die Fondsmanagementgesellschaft Auskunft über den aktuellen Stand der Investitionstätigkeit des Fonds. Einen wesentlichen Bestandteil des Reportings stellt dabei die Bewertung der einzelnen Investments dar. Die Art und Weise der Bewertung ist dabei eng mit der gewählten Finanzierungsform verbunden. So kann bei börsennotierten Titeln der Stichtagskurs zugrunde gelegt werden. Im Gegensatz dazu gestaltet sich die Bewertung von nicht-öffentlich notierten Titeln schwieriger, da die Fondsgesellschaft dann in der Regel eine eigene Bewertung des entsprechenden Portfoliounternehmens vornehmen muss. In der Praxis äußern die Kapitalgeber häufig Kritik an der Berichterstattung (*Investorreporting*) des Fondsmanagements und bemängeln dessen fehlende Transparenz.<sup>155</sup> Die Abstimmung der Inhalte des *Investorreportings* mit den Informationsbedürfnissen der Kapitalgeber hängt daher in der Regel eng mit der gewählten Anlagestrategie der Beteiligungsgesellschaft zusammen.

### *Konditionen – Kompensation – Performance*

Die Kompensation des Fondsmanagements ist in der Regel an den Erfolg der getroffenen Investitionsentscheidungen gebunden. Die Auszahlung der Kompensation kann dabei entweder erst nach der Realisierung von Gewinnen oder aber bereits im Vorfeld auf Basis nicht-realisierten Gewinnen erfolgen. Darüber hinaus stehen den Fonds verschiedene Vergütungsmodelle zur Verfügung, um eine entsprechende Entlohnung für ihre Verwaltungsaufgaben zu erhalten. Diese unterscheiden sich in der Regel vom Verhältnis der fixen zu den variablen Vergütungsbestandteilen. Zur Beurteilung der zukünftigen Renditechancen müssen die Kapitalgeber die Parameter des Vergütungsmodells genau kennen und entsprechend berücksichtigen. Die Grundlagen zur Berechnung der einzelnen Vergütungsbestandteile werden entscheidend durch das gewählte

---

<sup>153</sup> Vgl. Grünbichler, Graf und Gruber (2001), S. 21 ff.; Jesch (2004), S. 135 ff.

<sup>154</sup> Vgl. Kreuter (2008), S. 77.

<sup>155</sup> Vgl. Davison (2002), S. 22 ff.; Sohbi (2003), S. 221.

Geschäftsmodell beeinflusst.<sup>156</sup> In diesem Zusammenhang spielt die steuerliche Behandlung der Vergütungen und Erträge des Fondsmanagements sowie der Kapitalgeber eine zentrale Rolle, welche über die Nettoerrenditen der aktiven Beteiligungsgesellschaft entscheidet.<sup>157</sup>

#### *Value Added – Fondstyp – Asset Allocation*

In Abhängigkeit von der gewählten Anlagestrategie der aktiven Beteiligungsgesellschaft stellt das Fondsmanagement den Portfoliounernehmen mehr oder weniger intensiv genutzte Managementkapazitäten als zusätzlichen *Value Added* neben der Finanzierung zur Verfügung. Hintergrund ist die bessere Entwicklung und somit Wertsteigerung des Portfoliounernehmens durch zusätzliche Unterstützung bei laufenden Managementaufgaben. Die Art der Unterstützung und das zu diesem Zweck individuell gestaltete Geschäftsmodell der aktiven Beteiligungsgesellschaft leiten sowohl potenzielle Portfoliounernehmen bei der Ansprache von Fondsgesellschaften als auch Kapitalgeber, welche sich im Rahmen der Mittelallokation (*asset allocation*) für ein bestimmtes Rendite-Risiko-Profil entscheiden wollen.<sup>158</sup>

### **2.3.1.4 Interessensgruppen und Informationsansprüche**

Die aktiven Beteiligungsgesellschaften sowie die Portfoliounernehmen haben eine Reihe von Informationspflichten in unterschiedlicher Qualität und Quantität an verschiedene Parteien zu erfüllen. Auf Fondsebene zählen dazu neben den Kapitalgebern insbesondere die Vertreter der Portfoliounernehmen sowie deren Mitarbeiter. Die Vertreter der Portfoliounernehmen, zu denen neben der Geschäftsleitung auch im weiteren Sinne die bestehenden Anteilseigner gezählt werden können, sind in besonderem Maße von den Aktivitäten des Fondsmanagements betroffen. Darüber hinaus stellen Regulierungsbehörden, Politik und interessierte Öffentlichkeit sowie Branchenverbände verschieden Informationsansprüche an die Beteiligungsgesellschaften.<sup>159</sup>

Die Portfoliounernehmen haben ihre Berichterstattung zunächst an den Bedürfnissen des Fondsmanagements sowie der weiteren Anteilseigner auszurichten. Darüber hinaus spielt die Kommunikation mit Mitarbeitern, Politik und interessierter Öffentlichkeit eine ebenso gewichtige Rolle wie auf Fondsebene. Dazu kommen Informations- und Berichtspflichten an Finanzierungsbanken, Steuerbehörden und weitere Interessensgruppen wie etwa Umweltverbände und Gewerkschaften.<sup>160</sup> Die wesentlichen In-

<sup>156</sup> Vgl. Kapitel 2.3.1.4 für geschlossene Fondsmodelle sowie Kapitel 2.3.1.5 für offene Fondsmodelle.

<sup>157</sup> Vgl. Kaserer, Achleitner, von Einem und Schiereck (2007), S. 177.

<sup>158</sup> Vgl. Kraft (2001), S. 238 ff.

<sup>159</sup> Vgl. Gradow und Schönefelder (2009), S. 690.

<sup>160</sup> Vgl. Gradow und Schönefelder (2009), S. 690.

formationsbedürfnisse der einzelnen Interessensgruppen werden in Tab. 2.1 skizziert. Da jede davon eine möglichst an ihren Ansprüchen ausgerichtete Informationsversorgung anstrebt, muss sowohl auf Fondsebene als auch auf Portfolioebene eine koordinierte und stringente Vorgehensweise zur Gestaltung der Kommunikation etabliert werden. Dies ist gerade für die unternehmensinternen Informationen von herausragender Bedeutung, um deren vertrauliche Weitergabe zu gewährleisten, ohne gegen bestehende Verschwiegenheitspflichten zu verstoßen. Dies erfordert die Unterscheidung in eine interne Berichterstattung zur vertrauensvollen Weitergabe von sensiblen Daten sowie eine externe Berichterstattung mit allgemein zugänglichen Informationen.

<b>Anspruchsgruppen auf Fondsebene</b>	<b>Anspruchsgruppen auf Portfolioebene</b>
Kapitalgeber (LP)	Fondsmanagement (GP)
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagestrategie und -kriterien</li> <li>▪ Wirtschaftliche Entwicklung Portfolio</li> <li>▪ Qualität Humankapital/interne Prozesse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wirtschaftliche Entwicklung</li> <li>▪ Umsetzung vorgegebener Ziele</li> <li>▪ Managementqualität</li> </ul>
Portfoliounternehmen und deren Mitarbeiter	Finanzierungsbanken
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wertsteigerungsansatz</li> <li>▪ Kompensationspolitik</li> <li>▪ Reputation und soziale Verantwortung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wirtschaftliche Entwicklung</li> <li>▪ Einhaltung der Covenants</li> </ul>
Regulator (z.B. BaFin)	Mitarbeiter des Portfoliounternehmens
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Regulatory Compliance</li> <li>▪ Systemrisiken (z.B. Refinanzierung)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wirtschaftliche Entwicklung</li> <li>▪ Arbeitsplatzsicherheit und Kompensation</li> </ul>
Politik und Öffentlichkeit	Steuerbehörden
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Soziale, wirtschaftliche und gesellschaftliche Risiken des Geschäftsmodells</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tax Compliance</li> </ul>
Branchenverbände (EVCA, BVK)	Politik
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Informationen für Brancheninitiativen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Soziale, wirtschaftliche und gesellschaftsrechtliche Fragestellungen</li> </ul>
Mitarbeiter des Fondsmanagements	NGO (z.B. Umweltverbände)
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wirtschaftliche Entwicklung Portfolio (Kompensationssicht)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gesellschaftsrechtliche Fragestellungen</li> </ul>
Medien	Medien
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wirtschaftliche Entwicklung</li> <li>▪ Gesellschaftliche Fragestellungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Wirtschaftliche Entwicklung</li> <li>▪ Gesellschaftliche Fragestellungen</li> </ul>

Tab. 2.1: Anspruchsgruppen auf Fonds- und Portfolioebene

Quelle: *Gradow und Schönefelder* (2009), S. 689.

Besondere Relevanz erhält dieses Thema, sobald Inhalte der vertraulichen interne Berichterstattung der Portfoliounternehmen auf Fondsebene an einen breiteren Adressatenkreis von Kapitalgebern weitergeben werden sollen. Hier hat das Fondsmanage-

ment im Einzelfall zu prüfen, welche Informationen an die Kapitalgeber weitergeben werden können, ohne gegen die bestehenden Verschwiegenheitspflichten gegenüber den Portfoliounternehmen zu verstoßen. In der Regel sind davon Informationen betroffen, welche dem Fondsmanagement im Rahmen der Wahrnehmung von Aufsichtsrats-tätigkeiten oder vergleichbaren Aufgaben zur Verfügung gestellt wurden.

### 2.3.1.5 Auswahl des Fondsmanagements

Neben der Wahl des geeigneten Geschäftsmodells stellt die Auswahl der mit der Verwaltung betrauten Personen eine wesentliche Herausforderung für die Kapitalgeber dar. In der Praxis stellt die Auswahl des Fondsmanagements einen ressourcenintensiven Prozess dar, der in der Regel durch spezialisierte Teams der institutionellen Investoren oder durch externe Berater durchgeführt wird.<sup>161</sup> Dem Fondsmanagement kommt während der operativen Investitionstätigkeit der aktiven Beteiligungsgesellschaft eine Schlüsselrolle zu, da die Kapitalgeber in der Regel nicht unmittelbar an den Investitionsentscheidungen beteiligt sind. Neben einer quantitativen Untersuchung des bisherigen Anlageerfolgs des Fondsmanagement muss überprüft werden, welche Systematik und Systeme hinter den bisherigen Anlageergebnissen stehen und ob diese auch auf die aktuelle Beteiligungsgesellschaft übertragen werden können.<sup>162</sup> Diese quantitativen und qualitativen Kriterien zur Fondsauswahl werden in Abb. 2.6 zusammengefasst.

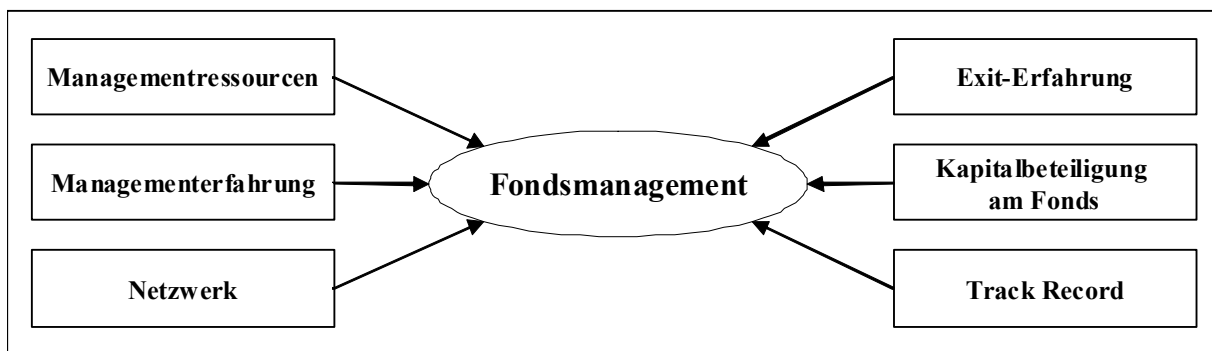


Abb. 2.6: Kriterien zur Auswahl des Fondsmanagements

Anhand der Teamgröße des Fondsmanagements sowie des geplanten Fondsvolumens und der damit verbundenen Anzahl von Portfoliounternehmen lassen sich Kennzahlen zur Arbeitsbelastung der einzelnen Teammitglieder bilden, die einen Aufschluss über

<sup>161</sup> Vgl. Kreuter (2008), S. 73 ff.

<sup>162</sup> Vgl. Kreuter (2008), S. 75.

die notwendigen Managementressourcen erlauben. Diese Kennzahlen umfassen die Investitionen pro Investmentmanager pro Jahr, die Anzahl der Aufsichtsratsmandate pro Investmentmanager oder die zeitliche Beanspruchung aus anderen Beteiligungsgesellschaften, die parallel durch das gleiche Fondsmanagement verwaltet werden. Eine weitere Kennzahl kann die Fluktuation innerhalb des Teams darstellen, um eine Aussage über die Kontinuität der Verwaltung treffen zu können. Nur bei ausreichender Teamstärke können die anfallenden Tätigkeiten, wie etwa die Auswahl und der Erwerb, die aktive Betreuung und schließlich die Veräußerung von Portfoliounternehmen, im erforderlichen Umfang ausgeführt werden. Darüber hinaus bindet das externe und interne Berichtswesen weitere Managementressourcen.<sup>163</sup>

Neben diesen quantitativen Kriterien stellt die Beurteilung der Managementenerfahrung des Fondsmanagements ein wesentliches Beurteilungskriterium dar. Neben einer qualifizierten Ausbildung benötigen Fondsmanager eine Reihe von Qualifikationen, welche von operativen Managementenerfahrungen bis hin zu Technologie- und Branchenkenntnissen reichen. Bei größeren Managementteams werden die verschiedenen Qualifikationen in der Regel durch mehrere Spezialisten für den jeweiligen Bereich abgedeckt. Als Kennzahlen zur Messung der Managementenerfahrung eignen sich beispielsweise die Anzahl der bisher betreuten Portfoliounternehmen. Aufgrund der unterschiedlichen Anlagestrategien von aktiven Beteiligungsgesellschaften, sind die spezifischen Anforderungen an das Fondsmanagement eng mit der beabsichtigten Anlagestrategie abzustimmen.<sup>164</sup>

Ein Fondsmanager, welcher bereits über langjährige Investmentenerfahrung verfügt, zeichnet sich in der Regel durch ein breites Netzwerk an Kontakten aus. Dieses Netzwerk ermöglicht den Zugang zu potenziellen Portfoliounternehmen und sichert die Quantität und Qualität der Beteiligungsmöglichkeiten (*deal flow*). Neben dem Erwerb von Portfoliounternehmen setzt auch dessen Veräußerung spezifische Kenntnisse und Erfahrungen voraus. Diese reichen von Kontakten zu potenziellen Käufern im Rahmen von *Trade Sales* bis hin zu einer fundierten Börsenerfahrung zur Vorbereitung von Börsengängen (*initial public offerings*). Mit der Erfahrung und den Kenntnissen eines Fondsmanagers kann die Bereitschaft zur signifikanten Kapitalbeteiligung am Fondsvermögen verbunden sein, da diese neben einer Erfolgsbeteiligung zwangsläufig auch zu einer Partizipation an den Verlusten führt. Eine relativ am Gesamtvermögen des Fondsmanagers gemessene, vergleichsweise hohe Kapitalbeteiligung kann die Interes-

---

<sup>163</sup> Vgl. Kreuter (2008), S. 76.

<sup>164</sup> Vgl. Kreuter (2008), S. 75 f.



sengleichheit zwischen Fondsmanagement und Kapitalgebern fördern sowie die Bindung des Fondsmanagements an die aktive Beteiligungsgesellschaft erhöhen.<sup>165</sup>

Ein weiteres wesentliches quantitatives Kriterium stellt der bisherige Investitionserfolg des Fondsmanagements (*track record*) dar. Dieser kann zum einen an den Gesamrenditen der bisher verwalteten Beteiligungsgesellschaften gemessen werden. Zum anderen sollten die Einzelrenditen der einzelnen Beteiligungen gemessen werden. Dadurch lässt sich feststellen, ob die positive Gesamrendite auf einzelne sehr erfolgreiche Investments zurückzuführen ist oder ob über das gesamte Beteiligungsportfolio hinweg eine vergleichsweise konstante Rendite erzeugt werden konnte. In der Praxis werden mehrere vergleichsweise gute Renditen in der Regel positiver bewertet als einige wenige äußerst positive Anlageerfolge.<sup>166</sup> Ein abschließendes Urteil setzt voraus, dass die Renditebetrachtungen auf realisierten Investments beruhen.

Werden unrealisierte oder lediglich teilweise realisierte Investments in der Darstellung des *Track Records* berücksichtigt, ist auf die zugrunde gelegten Wertansätze zur Renditebestimmung zu achten. Dies kann im Rahmen des Fundraising zu Interessenskonflikten zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern führen. Das Fondsmanagement kann durch eine Überbewertung der bestehenden Portfoliounternehmen die Renditeaussichten des Fonds verbessern, um die Kapitalgeber zu weiteren Kapitalzusagen zu bewegen. Diese Gefahr besteht insbesondere bei Fondsmanagern, welche vergleichsweise junge Fonds verwalten und keine belastbaren historischen Daten aufweisen können.<sup>167</sup> In diesem Fall sind die Vorgehensweise zur Durchführung von Unternehmensbewertungen sowie die fachliche Eignung des Fondsmanagements kritisch zu hinterfragen. In diese Analyse ist die Angemessenheit der zugrunde gelegten Standards und Richtlinien zu Bewertung der Investments mit einzubeziehen, welche in Kapitel drei erläutert werden.

### 2.3.2 Gesellschaftsrechtliche Gestaltung

In der deutschen Gesetzgebung wird zwischen freien und regulierten Beteiligungsgesellschaften unterschieden. Freie Beteiligungsgesellschaften werden nach Maßgabe des allgemeinen Gesellschafts- und Wirtschaftsrechts mit rein erwerbswirtschaftlicher Zielsetzung durch private Initiatoren gegründet.<sup>168</sup> Ihnen stehen prinzipiell alle Arten

---

<sup>165</sup> Vgl. Kreuter (2008), S. 77.

<sup>166</sup> Vgl. Kreuter (2008), S. 75 f.

<sup>167</sup> Vgl. Cumming, Gill und Walz (2009), S. 16.

<sup>168</sup> Vgl. Vollmer und Elser (2005), S. 66 f.

und Formen von Beteiligungen an Portfoliounternehmen zur Verfügung.<sup>169</sup> Letzteres unterscheidet sie wesentlich von den regulierten Beteiligungsgesellschaften, für deren Organisation und Geschäftstätigkeit entsprechende Vorschriften und Regelungen gelten.<sup>170</sup> Darüber hinaus ergeben sich weitere Unterschiede hinsichtlich der steuerlichen Behandlung der Erträge sowie der Möglichkeiten zum öffentlichen Vertrieb der Anteile. Darüber hinaus können hinsichtlich der Flexibilität der Anlagestrategien geschlossene von offenen Fondsmodellen unterschieden werden.

### 2.3.2.1 Regulierte Geschäftsmodelle

Durch die unterschiedliche steuerliche Behandlung der Geschäftsmodelle beabsichtigt der Gesetzgeber eine Lenkungswirkung zu erzielen, die vom Standpunkt einer ökonomischen Folgenabschätzung nicht unproblematisch ist.<sup>171</sup> Zum einen lassen sich die Anlagestrategien von aktiven Beteiligungsgesellschaften im Hinblick auf deren Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung nicht trennscharf voneinander abgrenzen. Dies erschwert die Beurteilung der steuerlichen Förderung beziehungsweise Benachteiligung verschiedener Geschäftsmodelle.<sup>172</sup> Zum anderen sollte der Kapitalmarkt in der Lage sein, rein kurzfristige, Wert vernichtende Anlagestrategien von langfristigen, Wert schaffenden Anlagestrategien durch entsprechende Preismechanismen zu unterscheiden.<sup>173</sup> Ein regulierendes Eingreifen des Gesetzgebers wäre somit gänzlich obsolet.<sup>174</sup>

Mit der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft (UBGes), der Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft (WKBGes), der Kapitalanlagegesellschaft (KAG) sowie der Investmentaktiengesellschaft (InvAGes) stehen vier gesetzlich typisierte Geschäftsmodelle von Beteiligungsgesellschaften zur Verfügung.<sup>175</sup> Die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft wird nach Maßgabe des Unternehmensbeteiligungsgesellschaftsgesetzes

---

<sup>169</sup> Bei der Gründung von Unternehmen mit dem Geschäftszweck der Umsetzung von Hedge Fund-Strategien außerhalb der regulierten Geschäftsmodelle ist zu beachten, dass diese neben dem allgemeinen Steuerrecht auch den Bestimmungen des Kreditwesengesetzes unterliegen können, vgl. Sousa de (2007), S. 98.

<sup>170</sup> Dabei wird das allgemeine Gesellschaftsrecht nicht vollständig verdrängt, sondern lediglich durch die besonderen Regelungen der Spezialgesetze überlagert, vgl. Vollmer und Elser (2005), S. 68 f.

<sup>171</sup> Vgl. Langenbacher (2008), S. 4.

<sup>172</sup> Vgl. dazu ausführlich Eidenmüller (2007), S. 2116 f; Fleischer (2008), S. 185 ff.

<sup>173</sup> Vgl. zur Effizienz des Kapitalmarktes die Arbeiten von Clifford (2007) sowie Kahan und Rock (2007).

<sup>174</sup> Die steuerliche Behandlung der Beteiligungserträge in Form von Zinsen, Dividenden und Verkaufserlösen auf Fonds- und Investorebene stellt in der Praxis ein wesentliches Gestaltungsmerkmal dar. Aufgrund der damit verbundenen Komplexität wird dieser Aspekt im Hinblick auf die Untersuchung der Anlage- und Transparenzkriterien von aktiven Beteiligungsgesellschaften nicht im Detail behandelt. Stellvertretend wird an den detaillierten Vergleich der steuerlichen Rahmenbedingungen von Private Equity Funds und Hedge Funds in Deutschland durch Jarass und Obermair (2007) verwiesen.

<sup>175</sup> Vgl. Schöning (2008), S. 480.

(UBGG)<sup>176</sup>, die Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft nach Maßgabe des Wagniskapitalbeteiligungsgesetzes (WKBG)<sup>177</sup> geregelt. Die Kapitalanlagegesellschaft zur Verwaltung von Sondervermögen und die Investmentaktiengesellschaft werden zugleich nach Maßgabe des Investmentgesetz (InvG)<sup>178</sup> behandelt.

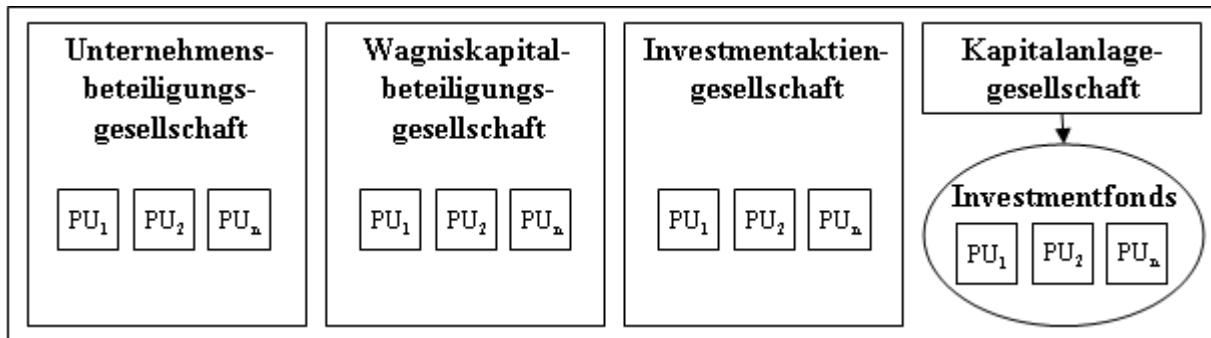


Abb. 2.7: Regulierte Geschäftsmodelle für Unternehmensbeteiligungen

Die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft, die Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft sowie die Investmentaktiengesellschaft stellen juristische Personen dar, welche die Beteiligungen an den Portfoliounternehmen im Gesellschaftsvermögen halten (vgl. Abb. 2.7). Das Fondsmanagement sowie die Kapitalgeber sind jeweils direkt an den Gesellschaften beteiligt, wobei sich die Anteile in der Regel anhand der damit eingeräumten Mitsprache- sowie Gewinnbeteiligungsrechte unterscheiden. Im Gegensatz dazu findet im Bereich der Investmentfonds eine Trennung zwischen Kapitalanlagegesellschaft und Sondervermögen statt, indem die Kapitalanlagegesellschaft mit der Verwaltung des Sondervermögens, in dem die Beteiligungen an den Portfoliounternehmen gebündelt werden, betraut wird. Dementsprechend übernimmt das Fondsmanagement in der Regel die Gesellschafterposition in der Kapitalanlagegesellschaft und die Kapitalgeber zeichnen die Anteile am Sondervermögen.

Den regulierten Beteiligungsgesellschaften ist gemeinsam, dass sie Investmentgeschäfte nach dem Prinzip der Risikostreuung betreiben. Der Gesetzgeber gibt entsprechende Richtlinien zur Anlage der anvertrauten Mittel der Kapitalgeber vor. Die regulierten Geschäftsmodelle unterscheiden sich allerdings hinsichtlich der zugrunde gelegten Re-

<sup>176</sup> Das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften trat 1986 in Kraft, wurde 1994 novelliert, 1998 grundlegend reformiert und zuletzt Ende 2008 geändert. Vgl. Vollmer und Elser (2005), S. 5.

<sup>177</sup> Das Gesetz zur Förderung von Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften trat am 12. August 2008 in Kraft.

<sup>178</sup> Das Investmentgesetz (InvG) wurde zusammen mit dem Investmentsteuergesetz (InvStG) am 1. Januar 2004 durch das Investmentmodernisierungsgesetz eingeführt. Durch das Investmentmodernisierungsgesetz wurden das bis dahin geltende Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) sowie das Auslandsinvestment-Gesetz (AuslInvestmG) abgelöst. Im Anschluss wurde das InvG durch das 28. Dezember 2007 in Kraft getretene Investmentänderungsgesetz reformiert, vgl. Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 204.

gelungsschwerpunkte und -ziele. So sollte mit Hilfe des UBGG die Finanzierungssituation von mittelständischen Unternehmen gefördert und die Portfoliounternehmen vor Missbräuchen durch Beteiligungsgesellschaften geschützt werden.<sup>179</sup> Erstrangiges Ziel des WKBG ist, die Beteiligungen an jungen Wachstumsunternehmen mit Hilfe von steuerlichen Anreizen für die Kapitalgeber zu fördern. Aus diesen Gründen steht das Beteiligungsverhältnis zwischen den Portfoliounternehmen und der Unternehmens- oder Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft im Mittelpunkt beider Gesetze.<sup>180</sup>

Im Gegensatz dazu stellt das InvG das Prinzip des Anlegerschutzes in den Vordergrund, indem es die gemeinschaftliche Kapitalanlage von Investmentvermögen in Form von Investmentfonds oder Investmentaktiengesellschaften regelt.<sup>181</sup> Dadurch schafft das InvG den rechtlichen Rahmen für die Dienstleistungen der mit der Anlage vertrauten Unternehmen, den Vertrieb der Investmentanteile sowie die Verwaltung des anvertrauten Investmentvermögens.<sup>182</sup> Dies soll die Kapitalgeber vor unsoliden Geschäftsgebaren schützen sowie vor Missbräuchen durch die mit der Verwaltung der anvertrauten Mittel beauftragten Personen bewahren.<sup>183</sup> Die Vorschriften des InvG sind allerdings nur dann auf inländische Investmentvermögen anwendbar, sofern diese rein formal in den beiden durch das Gesetz definierten Ausprägungen gebildet werden.<sup>184</sup>

Nach herrschender Meinung, einschließlich der Begründung des Gesetzgebers, findet das InvG im Bereich der *Private Equity Funds* keine vorrangige Anwendung. Ebenso stellt die Nutzung der übrigen regulierten Geschäftsmodelle im Bereich der *Private Equity Funds* in Deutschland eher die Ausnahme als die Regel dar. Im Gegensatz dazu wurden durch das InvG zum ersten Mal *Hedge Funds* in das deutsche Investmentrecht aufgenommen und somit Privatanlegern der grundsätzliche Zugang zu diesen Finanzinstrumenten eröffnet.<sup>185</sup>

### 2.3.2.2 Geschlossene Fondsmodelle

Die Wahl der Rechtsform mit der daraus resultierenden steuerlichen Behandlung stellt das gesellschaftsrechtliche Grundgerüst für den Aufbau eines Geschäftsmodells für eine aktive Beteiligungsgesellschaft dar. Die weitere Spezifizierung der Beziehung zwischen Fondsmanagement und Investoren erfolgt dann auf Basis gesonderter ver-

<sup>179</sup> Vgl. Schöning (2008), S. 483.

<sup>180</sup> Vgl. Schöning (2008), S. 483.

<sup>181</sup> Vgl. Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 204 f.

<sup>182</sup> Vgl. Vahldiek (2007), S. 33.

<sup>183</sup> Vgl. Vollmer und Elser (2005), S. 36.

<sup>184</sup> Vgl. Vahldiek (2007), S. 33. Das InvG gewährt einen Schutz für die Bezeichnungen „Kapitalanlagegesellschaft“, „Investmentfonds“, „Investmentgesellschaft“ und „Investmentaktiengesellschaften“, vgl. § 3 InvG.

<sup>185</sup> Vgl. beispielhaft Keunecke (2009), S. 400.

traglicher Vereinbarungen. Dazu zählen insbesondere Aspekte der Liquiditätsplanung sowie der Gewinnverteilung, welche entscheidend durch die Wahl eines geschlossenen oder offenen Fondsmodells beeinflusst werden. Die Kompensation des Fondsmanagements setzt sich in beiden Fällen aus fixen und variablen Bestandteilen zusammen.

Geschlossene Fondsmodelle (*closed-end-funds*), welche in erster Linie für Beteiligungsgesellschaften aus dem Bereich des *Private Equity* Anwendung finden, sind durch einen festen Investorenkreis gekennzeichnet, der sich für eine bestimmte Laufzeit an den Fonds bindet. Die effektive Laufzeit des Fonds hängt dabei unmittelbar mit der Haltedauer der einzelnen Portfoliounternehmen zusammen. Da eine erneute Anlage von bereits realisierten Gewinnen beziehungsweise investierten Mitteln in der Regel nicht beabsichtigt ist, endet die Lebensdauer des Fonds mit der Ausschüttung des letzten investierten Beteiligungskapitals an die Investoren.<sup>186</sup> Die durchschnittliche Lebensdauer eines geschlossenen Fonds im Bereich der alternativen Investments liegt in der Regel bei sechs bis acht Jahren. In Deutschland hat sich als vorrangige Rechtsform für geschlossene Fonds die GmbH & Co. KG etabliert. Bei dieser Gestaltung halten die Kapitalgeber Anteile an der Kommanditgesellschaft und das Fondsmanagement ist innerhalb der Komplementär-GmbH organisiert. Im Vergleich zu den Aktionären einer Aktiengesellschaft stehen den Gesellschaftern einer Kommanditgesellschaft größere Freiräume zur Gestaltung der Gesellschaftsverträge sowie der Binnenorganisation der Gesellschaft zur Verfügung.<sup>187</sup>

Aufgrund des definierten Investorenkreises sowie des verhältnismäßig langen Investmenthorizonts gehen die Investoren zunächst feste Kapitalzusagen (*committed capital*) ein. Diese Kapitalzusagen werden dann mit fortschreitender Investitionstätigkeit des Fonds sukzessive durch das Fondsmanagement abgerufen (*capital draw downs* oder *capital calls*). Vom Zeitpunkt des Abrufs des Kapitals bis zur Einzahlung stehen den Investoren meist bis zu drei Wochen zur Verfügung. Da die Kapitalabrufe meist nicht genau vorhersehbar sind, stellt dies die Investoren vor die Herausforderung, für die zugesagten Mittel eine möglichst flexible und zugleich lukrative Zwischenanlagemöglichkeit zu finden. Aufgrund eines sehr eingeschränkten Kündigungsrechts der Investoren, beispielsweise durch eine Verletzung der Sorgfaltspflichten des Fondsmanagements, besteht für das Fondsmanagement nur ein sehr geringes Risiko des Entzugs von Anlagegeldern (*redemption risk*). Allerdings verbleibt das Risiko der

---

<sup>186</sup> Eine Sonderform von geschlossenen Fonds, die eine Wiederanlage bereits investierter Mittel erlauben, stellen so genannte Evergreen Funds dar.

<sup>187</sup> Eine von den Vorschriften des AktG abweichende Regelung in der Satzung einer Aktiengesellschaft ist nur dann zulässig, wenn eine Abweichung im Gesetz ausdrücklich zugelassen ist, vgl. Schäfer (2009a), S. 38 f.

Zahlungsunfähigkeit eines Investors, welche bei entsprechenden Summen die Investitionsziele des Fonds gefährden könnte.<sup>188</sup>

Merkmal	Ausprägung	Gestaltung
Gewinnabhängige Vergütung ( <i>carried interest</i> )	18 – 20%	Deal-by-Deal / Total-Fund Level, <i>Clawback-Regelungen</i>
Gewinnschwelle ( <i>hurdle rate</i> )	8 – 10%	Basis: realisierte Gewinne
Verwaltungsgebühren ( <i>management fee</i> )	3%	Basis: Fondsvolumen ( <i>committed capital</i> )
Erstattung der Transaktionskosten ( <i>transaction fees</i> )	50% Management/ 50% Kapitalgeber	Basis: tatsächlicher Aufwand
Frist für Kapitalabrufe ( <i>capital calls</i> )	bis zu 3 Wochen	Zeitpunkte nicht planbar
Entzug von Liquidität ( <i>redemption risk</i> )	eher gering	Ausnahme: Zahlungsunfähigkeit eines Investors

Tab. 2.2: Gestaltungsmerkmale geschlossener Fondsmodelle

Die Kompensation des Fondsmanagements setzt sich in der Regel aus zwei Komponenten zusammen (siehe Zusammenfassung in Tab. 2.2). An erster Stelle steht die Beteiligung des Fondsmanagements am Gewinn des Fonds. Dieser so genannte *Carried Interest* beläuft sich in der Regel auf 18 – 20 Prozent der Gewinne und wird nach dem Erreichen einer Gewinnschwelle, der so genannten *Hurdle Rate*, von ca. 8 – 10 Prozent ausbezahlt.<sup>189</sup> Diese hohe leistungsabhängige Gehaltskomponente soll zu einer starken Motivation und Renditeorientierung des Fondsmanagements beitragen.

Die Berechnung und Auszahlung des *Carried Interest* kann dabei entweder auf Basis eines einzelnen realisierten Investments (*deal by deal*) als auch auf Basis der Realisierung aller im Fonds enthaltenen Investments (*total fund level*) erfolgen. Ersteres erfordert den besonderen Schutz der Kapitalgeber, falls ein Fonds nach anfänglichen Gewinnen eine entsprechende Gewinnbeteiligung an das Fondsmanagement ausbezahlt, diese jedoch nach Realisierung des gesamten Portfolios aufgrund von späteren Verlusten nicht mehr gerechtfertigt ist. Hier werden in der Praxis als Schutzmaßnahmen entsprechende Rückgriffsrechte (*clawbacks*) installiert, um die Rückerstattung einer gegebenenfalls zu hoch ausgefallenen Gewinnbeteiligung des Fondsmanagement, beispielsweise mit Hilfe von Treuhandkonten, sicherzustellen. Diese Schutz-

<sup>188</sup> Nach herrschender Meinung ist das Risiko des Zahlungsausfalls der Investoren bisher vernachlässigbar, da sich Anlagen im Bereich der alternativen Investments in der Regel an wohlhabende Privatpersonen bzw. institutionelle Investoren richten. Allerdings könnte das Risiko im Zuge der jüngsten Finanzkrise an Bedeutung gewinnen.

<sup>189</sup> Vgl. stellvertretend Ammelung und Knorr (2009), S. 352 f.

maßnahmen können ebenfalls auf Basis eines einzelnen als auch auf Basis aller im Fonds enthaltenen Investments geregelt werden.

Die Gewinnverteilung zwischen Fondsmanagement und Investoren kann entweder gesellschaftsrechtlich oder vertraglich geregelt werden. Die gesellschaftsrechtliche Abbildung des *Carried Interest* erfolgt in der Praxis üblicherweise über eine disquotale Gewinnbeteiligung. Den zweiten Bestandteil der Vergütung des Fondsmanagements stellen Ausgleichszahlungen für den allgemeinen Verwaltungsaufwand des Fonds dar (*management fee*). Hier ist in der Regel jährlich ein fixer Betrag in Höhe von 1,5 – 3 Prozent des zugesagten Kapitals durch die Kapitalgeber zu entrichten. Erreicht das Fondsmanagement nicht die vorgesehenen *Hurdle Rate*, so beschränkt sich ihre Kompensation lediglich auf die *Management Fee*. Da zu Beginn der Laufzeit eines Fonds noch keine Rückflüsse aus den Investitionen vorliegen, dienen die ersten Kapitalabrufe in der Regel zur Erbringung dieser *Management Fee*.

Neben der Gewinnverteilung bestehen weitere Vereinbarungen zur Aufteilung der variablen Transaktionskosten des Fonds zwischen Fondsmanagement und Investoren, die beim Kauf und Verkauf von Beteiligungen meist in Form von Beratungshonoraren für Dritte anfallen. In der Regel werden diese paritätisch zwischen Kapitalgebern und Fondsmanagement geteilt.<sup>190</sup>

### 2.3.2.3 Offene Fondsmodelle

Im Gegensatz zu den geschlossenen Fondsmodellen sind offene Fondsmodelle (*open-end-funds*), welche in erster Linie bei *Hedge Funds* Anwendung finden, durch die Möglichkeit zur Ausweitung des Investorenkreises auf neue Kapitalgeber mittels der Ausgabe neuer Anteilsscheine gekennzeichnet. Gleichzeitig ist damit die Möglichkeit zur Rückgabe von Anteilen durch die bestehenden Investoren verbunden. Beides setzt die faire Bestimmung eines Transaktionspreises für die Fondsanteile voraus und beeinflusst wesentlich die Bemessung der Kompensation des Fondsmanagements sowie des Investitionsverhaltens. Die Anlagegelder werden dem Fondsmanagement in der Regel unmittelbar nach Zeichnung der Anteile in voller Höhe zur Verfügung gestellt.

Die Kompensation des Fondsmanagements setzt sich bei offenen Fondsmodellen ebenfalls aus einer vom Investitionsvolumen abhängigen Komponente (*management fee*) sowie einer gewinnabhängigen Komponente (*performance fee*) zusammen, die allerdings sowohl auf realisierte als auch auf unrealisierte Gewinne berechnet wird (siehe Zusammenfassung in Tab. 2.3). Die Berechnung und Auszahlung der Kompen-

<sup>190</sup> Die genannten Daten stellen branchenübliche Richtwerte zur Gestaltung der Kompensation des Fondsmanagements dar. Für aktuelle Entwicklungen siehe beispielsweise Kuan, Snow und Thomson (2006).

sation auf Basis von unrealisierten Gewinnen im Gegensatz zu realisierten Mittelzuflüssen aus Beteiligungsverkäufen und -erträgen stellt somit in der Praxis einen wesentlichen Unterschied zwischen *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* dar. Zum Schutz der Kapitalgeber vor einer vorzeitigen und daher gegebenenfalls ungerechtfertigten Auszahlung der Kompensation an das Fondsmanagement verfügen nahezu alle offene Fondsmodelle über sogenannte Wasserstandsmeldungen (*water marks*), welche die Auszahlung an das Erreichen von vorangegangenen Höchstständen der Anteilswerte koppeln. Darüber hinaus muss in einigen Fällen eine Gewinnschwelle (*hurdle rate*) von 8 – 10 Prozent, vergleichbar mit geschlossenen Fondsmodellen, erreicht werden. Die Gewinnschwelle kann sich auch an einer *Benchmark*, wie etwa der Verzinsung von Staatsanleihen oder an einem Aktienindex, orientieren.<sup>191</sup>

<b>Merkmal</b>	<b>Ausprägung</b>	<b>Gestaltung</b>
Gewinnabhängige Vergütung ( <i>performance fee</i> )	18 – 20%	Total Fund Level
Gewinnschwelle ( <i>water marks, hurdle rate</i> )	8 – 10%	Basis: realisierte und unrealisierte Gewinne ( <i>mark-to-market</i> )
Verwaltungsgebühren ( <i>management fee</i> )	3%	Basis: Fondsvolumen ( <i>invested capital</i> )
Erstattung der Transaktionskosten ( <i>transaction fees</i> )	50% Management/ 50% Kapitalgeber	Basis: tatsächlicher Aufwand
Frist für Kapitalabrufe ( <i>capital calls</i> )	unverzüglich	bei Zeichnung in voller Höhe
Entzug von Liquidität ( <i>redemption risk</i> )	sehr hoch	insbesondere bei negativer wirtschaftlicher Entwicklung

Tab. 2.3: Gestaltungsmerkmale offener Fondsmodelle

Offene Fondsmodelle eignen sich daher für vergleichsweise liquide Anlagen, deren Preis regelmäßig an einer öffentlichen Börse bestimmt wird. Offene Fondsmodelle wie etwa *Hedge Funds* sind in Perioden von schwachen oder negativen Renditen dem Risiko von substantiellen Kapitalabflüssen (*redemption risk*) ausgesetzt. Aufgrund der damit verbundenen negativen Auswirkungen auf die Kompensation des Fondsmanagements kann dies zugleich die Abwanderung von qualifizierten Mitarbeitern des Fonds nach sich ziehen.<sup>192</sup>

<sup>191</sup> Vgl. Goetzmann, Ingersoll und Ross (2003), S. 1685 f.

<sup>192</sup> Vgl. Getmansky (2004), S. 33.



### 2.3.3 Private Equity-Perspektive

Der Ursprung von *Private Equity Funds* geht auf erste Venture-Capital-Geschäfte ab 1945 in den USA zurück. Ab den 60er Jahren begann die Gründung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften in Europa. In Deutschland waren zunächst Kreditinstitute maßgeblich an der Entstehung von *Private Equity Funds* beteiligt, ehe zunehmend wohlhabende Privatpersonen und institutionelle Investoren *Private Equity Funds* als interessante Investitionsmöglichkeit erkannten.<sup>193</sup> *Private Equity* verkörperte ursprünglich die Finanzierung von privaten Unternehmen in Form von Mehrheitsbeteiligungen. Diese Anlagestrategie wurde insbesondere in den vergangenen Jahren aufgrund eines erheblichen Mittelzuflusses auch auf Minderheitsbeteiligungen in börsennotierte Unternehmen ausgeweitet.

#### 2.3.3.1 Begriff und Merkmale

In der Rolle als Finanzintermediäre agieren *Private Equity Funds* typischerweise im Umfeld von privaten Unternehmen mit dem Ziel, durch längerfristiges Engagement überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Ein aktives Management der Fonds ist daher zwingend notwendig. Grundsätzlich umfasst der Oberbegriff *Private Equity* die Beteiligung mittels Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Instrumenten (*mezzanine-capital*) während verschiedener Lebensphasen eines Unternehmens.<sup>194</sup> Die Beteiligung in Form von klassischen Eigenkapitalinstrumenten garantiert entsprechende Kontroll- und Mitspracherechte in den Portfoliounternehmen.<sup>195</sup> Da sich das Fondsmanagement in der Regel auf bestimmte Branchen oder Regionen spezialisiert, werden den Portfoliounternehmen neben finanziellen Mitteln sowie dem laufenden *Monitoring* im Rahmen der Teilnahme an Gremiumssitzungen häufig auch Beratungs- und andere nicht-finanzielle Leistungen zur Verfügung gestellt, um eine möglichst positive Geschäftsentwicklung zu erreichen.<sup>196</sup>

In der Regel werden *Private Equity Funds* in Form von geschlossenen Fondsmodellen strukturiert, welche über einen festen Kreis von Kapitalgebern verfügen und eine vorzeitige Rückgabe der Anteile durch die Kapitalgeber ausschließen.<sup>197</sup> Dies ermöglicht

<sup>193</sup> Vgl. Züchner (2006), S. 9 f.

<sup>194</sup> Vgl. Fenn, Liang und Prowse (1997), S. 27 ff.

<sup>195</sup> Insbesondere bei Mehrheitsbeteiligungen in jungen Unternehmen können diese Kontroll- und Mitspracherechte über den eigentlichen Kapitalanteil hinaus gehen, in dem bspw. im Falle des Verkaufs der Anteile die übrigen Anteilseigner auch zum Verkauf gezwungen werden können, bzw. diesen das Recht zum Verkauf eingeräumt wird (sog. Drag-Along- bzw. Tag-Along-Klauseln). Eine weitere Möglichkeit zur erweiterten Einflussnahme stellen Sperrminoritäten bzw. eine überproportionale Besetzung der Aufsichtsorgane der Portfoliounternehmen dar.

<sup>196</sup> Vgl. Züchner (2006), S. 60 f.

<sup>197</sup> Vgl. Kapitel 2.3.2.2.

dem Fondsmanagement längerfristige Investitionen zu tätigen und eine breite Palette von Anlagestrategien durchzuführen. Im Rahmen des Auswahlprozesses haben Fondsmanager eine Reihe von Instrumenten entwickelt, um den auftretenden *Agency-* und *Selektionsproblemen* zu entgegnen. Dazu gehören ein detaillierter Selektionsprozess, die Kapitalzufuhr in zeitlich versetzten Finanzierungstranchen, die Gewährleistung von umfassenden Kontrollrechten und die Nutzung von wandelbaren Finanzinstrumenten. Für eine Zusammenfassung der typischen Merkmale von *Private Equity Funds* vgl. Tab. 2.4.

Kriterium	Ausprägung
Investmentstrategie	Private Märkte, Investitionen in operative Einheiten und illiquide privat verhandelte Positionen
Handelsfrequenz	Langfristiges Halten von Positionen
Finanzinstrumente	Eigenkapital- bzw. eigenkapitalähnliche Instrumente
Einsatz von Fremdkapital auf Fondsebene	Gering
Fondstruktur	Geschlossene Fonds ohne vorzeitige Kündigungsmöglichkeit mit einer Laufzeit von 10 bis 12 Jahren
Zahlungsmodalitäten	Regelmäßige Kapitalabrufe bis zur ursprünglichen Zeichnungssumme ( <i>capital commitments</i> )
Einflussnahme auf Portfoliounternehmen	Enge Überwachung in Form von Aufsichtsratsmandaten
Investoren	Fast ausschließlich erfahrene institutionelle Investoren
Ko-Investments des Fonds-Managements	Gering
Anteilserwerb	Mehrheitsanteile
Gebührenstruktur	2% <i>Management Fee</i> , jährliche Zahlung 20% <i>Performance Fee</i> (i.d.R. <i>Hurdle Rate</i> von 8%)
Berechnung der variablen Vergütungsbestandteile des Fondsmanagements	Realisierte Gewinne und Verluste unter Berücksichtigung von speziellen <i>Clawback-Regelungen</i>
Zahlung der gewinnabhängigen Gehaltsbestandteile	Bei Realisierungen, d.h. i.d.R. in den letzten 2 bis 3 Jahren der Fondslaufzeit
Anzahl von Beteiligungs-Unternehmen	I.d.R. hoch (>10) um eine effiziente Risikostreuung zu gewährleisten
Hedging	I.d.R. kein <i>Hedging</i>
Charakter der Portfoliounternehmen	Überwiegend private Unternehmen
Fokus, Spezialisierung	Starke Einschränkungen auf Basis von vertraglichen Regelungen sowie der Expertise des Managements

Tab. 2.4: Typische Merkmale von Private Equity Funds

Quelle: Kaserer und Achleitner (2005), S. 8 f. sowie Kreuter (2008), S. 69 f.

Sobald ein Unternehmen in das Portfolio aufgenommen wird, stehen dem Fondsmanagement weitreichende Möglichkeiten zur aktiven Einflussnahme im Unternehmen zur

Verfügung, die wesentlich von der Finanzierungsphase des Unternehmens sowie vom Finanzierungsanlass geprägt werden.<sup>198</sup> Das Verhältnis zwischen dem Fondsmanagement und den Fondsinvestoren wird im Rahmen eines Investitionsvertrages geregelt. Dieser bestimmt die Anlagestrategie und somit die Auswahl der Portfoliounternehmen, legt die Investitionsvolumina fest, definiert die Kompensation des Fondsmanagements und beinhaltet Regelungen zum vorzeitigen Ausscheiden von Investoren aus dem Fonds.<sup>199</sup> Da eine Abweichung von diesem Vertrag während der Investitionsphase des Fonds nur möglich ist, sofern alle Investoren zustimmen, wird die Anlagestrategie in der Regel schon vor Einwerbung von Fondsmitteln (*fundraising*) durch das Fondsmanagement festgelegt.<sup>200</sup> Da bereits realisierte Mittel in der Regel an die Anteilseigner ausgeschüttet und nicht re-investiert werden, ist im Hinblick auf das *Fundraising* bei neuen oder bestehenden Investoren die insgesamt schlechte Entwicklung des Fonds beziehungsweise ein Totalverlust von Beteiligungen zu vermeiden.<sup>201</sup>

### 2.3.3.2 Typische Anlagestrategien

Um die geforderten Renditen zu erzielen, stehen dem Fondsmanagement grundsätzlich diverse Portfoliostrategien zur Verfügung. So kann sich das Fondsmanagement im Bereich des *Private Equity* auf bestimmte Finanzierungsphasen oder Industrien in ausgewählten Ländern oder Regionen konzentrieren, um entsprechende Kenntnisse oder Kontakte in diesen Bereichen zu nutzen. Darüber hinaus kann in Unternehmen mit möglichst unterschiedlichen Charakteristika investiert werden, um eine möglichst breite Risikostreuung zu erreichen.<sup>202</sup> Die Festlegung der Kriterien zur Portfoliozusammensetzung ist für die Fondsgestaltung entscheidend und stellt eine langfristige Entscheidung des Fondsmanagements dar. Diese folgt daher meist dem spezifischen Wissen der Fondsmanager die sich durch eine Spezialisierung auf bestimmte Finanzierungsphasen, Branchen oder Regionen entsprechende Wettbewerbsvorteile erwarten. Als wesentliche Investitionsphasen werden die sogenannte Frühphasen- oder Wagniskapitalfinanzierung (*venture capital*), die Spätphasen- oder Erweiterungsfinanzierung

---

<sup>198</sup> Vgl. Lossen (2006), S. 1.

<sup>199</sup> Das vorzeitige Ausscheiden eines Investors aus dem Fonds spielte bisher nur eine untergeordnete Bedeutung. Im Zuge der Finanzkrise gewinnt allerdings die Bonitätsprüfung der Investoren sowie deren Bereitschaft und Fähigkeit, den getätigten Kapitalzusagen nachzukommen, zunehmend an Bedeutung.

<sup>200</sup> Vgl. Knauer und Marx (2009), S. 94 f.

<sup>201</sup> In seltenen Fällen werden *Private Equity Funds* als sog. *Evergreen Funds* strukturiert, die eine Wiederanlage bereits realisierter Mittel in neuen Investitionsobjekten erlauben.

<sup>202</sup> Vgl. Lossen (2006), S. 2.

(*expansion capital*) sowie die Rekapitalisierung (*buyout capital*) von Unternehmen unterschieden.<sup>203</sup>

### *Venture Capital*

Der Bereich *Venture Capital* umfasst die Finanzierung von innovativen Unternehmen mit großem Wachstumspotenzial. Die Realisierung des Investments (*exit*) kann entweder durch den Verkauf der Beteiligung an einen strategischen Investor (*trade sale*) oder wiederum an eine weitere Fondsgesellschaft aus dem Bereich des *Private Equity*, gegebenenfalls mit anderen Anlagezielen (*secondary*) erfolgen oder schließlich durch die erstmalige Notierung der Anteile an einer Börse (*initial public offering*) erfolgen. Aufgrund des vergleichsweise langen Anlagehorizonts von sechs bis acht Jahren, nimmt das Fondsmanagement zunächst eine negative Entwicklung des Investments unmittelbar nach der Investitionsentscheidung in Kauf, sofern die zukünftige Geschäftsentwicklung einen erfolgreichen Verkauf der Beteiligung erwarten lässt.<sup>204</sup>

In frühen Phasen der Unternehmensentwicklung (*early stage*) können Beteiligungen verhältnismäßig günstig erworben werden, da sich das vergleichsweise hohe Ausfallrisiko in der Bewertung der Unternehmen widerspiegelt. Die mit der Beteiligung verbundenen Risiken liegen in erster Linie in der Beherrschung neuer Technologien, der operativen Inangasetzung des Unternehmens sowie der Generierung von nachhaltigen Umsätzen. Mit zunehmender Entwicklung des Unternehmens reduziert sich das Gesamtausfallrisiko für spätere Finanzierungsrunden.<sup>205</sup> Aufgabe des Fondsmanagements ist es, die hohen Einzelausfallrisiken durch eine geeignete Portfolioselektion zu diversifizieren. Dabei wird der (Total-)Ausfall einzelner Unternehmensbeteiligungen bewusst in Kauf genommen, sofern mit der gewählten Anlagestrategie über das gesamte Beteiligungsportfolio hinweg die angestrebte Rendite erzielt werden kann.<sup>206</sup>

### *Expansion Capital*

In späteren Unternehmensphasen (*later stage*), sobald die betreffenden Unternehmen Gewinne erwirtschaften oder sich das Geschäftsmodelle als tragfähig erwiesen hat, wird *Private Equity* beispielsweise zur Finanzierung von zusätzlichen Produktionska-

---

<sup>203</sup> Diese Definition folgt dem Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK), vgl. BVK (2004). Im amerikanischen Sprachgebrauch wird meist nur zwischen *Venture Capital* und *Private Equity* unterschieden, in diesem Fall schließt *Venture Capital* die Strategie *Expansion Capital* mit ein und *Private Equity* ist mit *Buyout* gleichzusetzen, vgl. European Commission (2006), S. 9 ff. sowie Fenn, Liang und Prowse (1997), S. 27 ff.

<sup>204</sup> Diese charakteristische Entwicklung wird auch als „Hockeystick“ oder „J-Curve-Effect“ bezeichnet.

<sup>205</sup> Vgl. Laib (2003), S. 26.

<sup>206</sup> Zur Verminderung des Ausfallrisikos wird *Venture Capital* in der Regel in mehreren Stufen in Abhängigkeit des Erreichens von definierten Planzielen (*Milestones*) investiert. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit des gemeinsamen Investments mit mehreren Partnern (*Co-Venturing*) um das individuelle Ausfallrisiko zu minimieren, vgl. dazu ausführlich Züchner (2006), S. 94–97.

pazitäten, zur Erweiterung der bestehenden Produktpalette, zum Ausbau der bestehenden Märkte sowie zur Erschließung neuer Märkte eingesetzt.<sup>207</sup>

### *Buyout Capital*

Im Bereich des *Buyout Capital* werden in der Regel Mehrheitsbeteiligungen beziehungsweise die Gesamtheit der Anteile eines Portfoliounternehmens erworben. Dies erfolgt aus verschiedenen Gründen. Zunächst fällt unter *Buyout Capital* der klassische *Management Buyout*, indem das bestehende Management unter eigener Beteiligung sowie mit Hilfe eines *Private Equity Funds* die Anteile der bisherigen Gesellschafter erwirbt. Auslösende Faktoren können beispielsweise die Abspaltung des Unternehmens aus einer größeren Konzerneinheit (*spin-off*), ungelöste Nachfolgeregelungen bei den Alteigentümern, Krisenphasen des Unternehmens (*turnaround investments*) oder die Finanzierung der Erschließung vielversprechender neuer Märkte sein.<sup>208</sup> *Buyouts* lassen sich sowohl bei börsennotierten Gesellschaften (*public-to-private-transaction*) als auch bei privaten Unternehmen (*private-to-private-transactions*) beobachten.<sup>209</sup>

In gleicher Weise kann *Private Equity* auch ohne den Austausch des bestehenden Managements investiert werden. Beispielsweise ist bei der Außenfinanzierung von Krisenunternehmen die aktive Einflussnahme des Fondsmanagements ausdrücklich gewünscht. In Zusammenarbeit mit dem bestehenden Management wird das Portfoliounternehmen restrukturiert, um die erworbenen Anteil nach überwundener Krise auf Basis eines gestiegenen Unternehmenswertes zu veräußern. Zur Restrukturierung von Krisenunternehmen wird in der Regel eine Kontrollmehrheit erworben.<sup>210</sup>

Durch das eingegangene Risiko ändert sich auch die Renditeerwartung von *Buyout Capital* verglichen mit der des *Venture Capitals*. Schließlich ist ein Totalverlust der eingegangenen Beteiligung weitaus unwahrscheinlicher. Zum Kauf der Unternehmensbeteiligungen wird neben den Mitteln des Fonds in der Regel erhebliches Fremdkapital eingesetzt. Über entsprechende gesellschaftsrechtliche Umstrukturierung erfolgt dann die Weitergabe des Kapitalsdienstes für das Fremdkapital an die Portfoliounternehmen (*debt push down*). Die kreditgebenden Banken vereinbaren dazu diverse Kreditregeln (*debt covenants*), die an die wirtschaftliche Entwicklung der Portfoliounternehmen gebunden sind.<sup>211</sup> Das mit der vergleichsweise hohen Fremdkapitalbelastung (*leveraging*) verbundene Insolvenzrisiko der Portfoliounternehmen steht insbesondere seit Ausbruch der Finanzkrise im Mittelpunkt der Diskussion um die aktive Beteiligung von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* an deutschen Unternehmen. Zum einen

<sup>207</sup> Vgl. BVK (2004), S. 6.

<sup>208</sup> Vgl. zu Turnaround-Investitionen Kraft (2001), S. 99 ff.

<sup>209</sup> Vgl. Acharya, Franks und Servaes (2007), S. 48 f.

<sup>210</sup> Vgl. Fenn, Liang und Prowse (1997), S. 32.

<sup>211</sup> Vgl. Rodde (2007), 278 f.

besteht das Risiko, dass die Portfoliounternehmen aufgrund der Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfeldes den Kapitaldienst nicht mehr in vollem Umfang erbringen können. Zum anderen kann es aufgrund der allgemeinen Schwäche des Bankensystems zu Problemen bei der Vergabe von Anschlussfinanzierungen bei sonst unveränderter Bonität der Portfoliounternehmen kommen.

### 2.3.3.3 Erweiterung des Anlagehorizonts

Ausgelöst durch das starke Interesse der Kapitalgeber konnten im Bereich des *Private Equity* in den letzten Jahren eine Reihe von Entwicklungen beobachtet werden, die zu einem Wandel in der bislang als charakteristisch geltenden Anlagestrategie in zumeist nicht-öffentlich notierte Unternehmen führten (vgl. Abb. 2.8).<sup>212</sup>

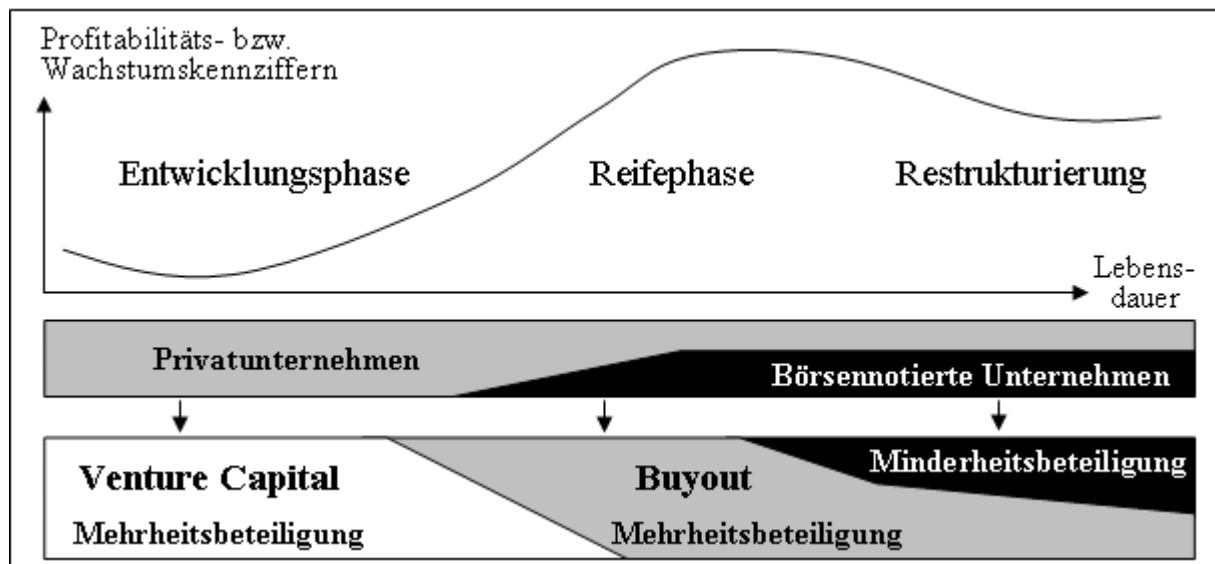


Abb. 2.8: Anlagestrategien von Private Equity Funds

An erster Stelle ist hier die Auflage von *Mega-Fonds* zu nennen, die über Fondsvolumina von mehr als USD 10 Milliarden verfügen. Darüber hinaus bündelten einzelnen Fonds ihre Kapazitäten, indem sie im Rahmen von *Club-Deals* die Finanzierung einer Transaktion gemeinsam darstellten. Schließlich nutzten Fonds vermehrt den eigenen Gang an die Börse, um neue Mittel zu beschaffen. In der Konsequenz boten diese Entwicklungen *Private Equity Funds* die Möglichkeit, sich an größeren Transaktionen zu beteiligen. Neben kleinen bis mittleren nicht-öffentlich gehandelten Unternehmen wurde *Private Equity* daher zunehmend in größere Privatunternehmen sowie börsen-

<sup>212</sup> Vgl. Kapitel 2.4.1.4 für die Entwicklung von Private Equity Funds in Deutschland und Europa.

notierte Gesellschaften investiert. Vor diesem Hintergrund lässt sich zusammen mit den bereits bekannten Anlagestrategien von *Private Equity Funds* ein umfassendes Spektrum von Anlagemöglichkeiten beobachten, welches von Mehrheitsbeteiligungen in jungen Unternehmen bis hin zu Minderheitsbeteiligungen in etablierten börsennotierten Unternehmen reicht. Mit der Ausweitung des Anlagehorizonts auf etablierte börsennotierte Unternehmen ließen sich in den vergangenen Jahren neue, bisher für *Private Equity Funds* eher untypische Investmentstrategien beobachten.

Kriterium	Umsetzung Private Equity Funds
Investmentstrategie	zusätzliche Investitionen in öffentliche Unternehmen mit der Absicht diese zu privatisieren
Anteilswerb	"Club Deals" mit weiteren <i>Private Equity Funds</i>
Einflussnahme auf Portfoliounternehmen	Minderheitsbeteiligungen; kein "value adding"-Ansatz und relativ rascher <i>Exit</i>
Gebührenstruktur	Berechnung der <i>Management Fee</i> anhand des investierten anstelle des zugesagten Kapitals, <i>Performance Hurdle Rates</i>
Fonds-/ Finanzierungsmodelle	Auflage von "Mega-Fonds", Nutzung von "Club-Deals"

Tab. 2.5: Alternative Entwicklungen bei Private Equity Funds

Quelle: Kaserer und Achleitner (2005), S. 11.

Die Mehrheitsbeteiligung galt ursprünglich als notwendige Voraussetzung zur entscheidenden Einflussnahme auf ein Portfoliounternehmen.<sup>213</sup> Dennoch nahmen Fondsmanager in den letzten Jahren einen etwaigen Verlust an Mitspracherechten in Kauf, indem Minderheitsbeteiligungen eingegangen wurden. Nach herrschender Meinung war dies einerseits mit der allgemein positiven Entwicklung der Aktienmärkte zu begründen, die auch im Rahmen einer vergleichsweise kurzfristigen Unternehmensbeteiligung zu Gewinnsteigerungen führten. Andererseits genügte häufig die Minderheitsbeteiligung einer aktiven Beteiligungsgesellschaft als ausreichende Motivation für das Management eines Unternehmens, selbständig wertsteigernde Maßnahmen im Unternehmen umzusetzen (vgl. zusammenfassend Tab. 2.5).

Hinsichtlich der Minderheitsbeteiligung in börsennotierten Unternehmen entwickelten *Private Equity Funds* vergleichbare Strategien, die bereits aus dem Bereich der *Hedge Funds* bekannt sind. Dies zog zugleich eine Anpassung der Fondstrukturen nach sich, indem beispielsweise die Berechnung der Verwaltungsgebühr des Fondsmanagements (*management fee*) anhand des investierten anstelle des zugesagten Kapitals unter Be-

<sup>213</sup> Vgl. dazu ausführlich Kapitel 2.1.1.

rücksichtigung von Gewinnschwellen (*performance hurdle rates*) erfolgte. Im Rahmen der Ausweitung des Anlagehorizonts von *Private Equity Funds* ist insbesondere darauf zu achten, dass klassische *Private Equity Funds* grundsätzlich keiner staatlichen Regulierung unterworfen sind. Allerdings kann beispielsweise durch den Einsatz von Derivaten ein regulierter Tatbestand ausgelöst werden, der dann entsprechende Konsequenzen für Fondsmanagement und Investoren nach sich ziehen kann.<sup>214</sup>

### 2.3.3.4 Marktbetrachtung Private Equity

Die Bedeutung von *Private Equity* nahm in den letzten Jahren weltweit kontinuierlich zu. Dies ist vor allem auf die erzielten Renditen sowie die Charakteristik des Geschäftsmodells, auf neue Investitionsmöglichkeiten flexible reagieren zu können, zurückzuführen. Dadurch hat sich *Private Equity* in den vergangenen Jahren als eigenständige Anlageklasse etabliert. In der Entwicklung des europäischen Marktes für *Private Equity* sind zwei deutliche Wellen erkennbar, die zum einen auf den Boom der Internettechnologien von 1997 bis 2001 sowie auf den *Leveraged Buyout-Boom* von 2004 bis 2007 zurückzuführen sind (vgl. Abb. 2.9).

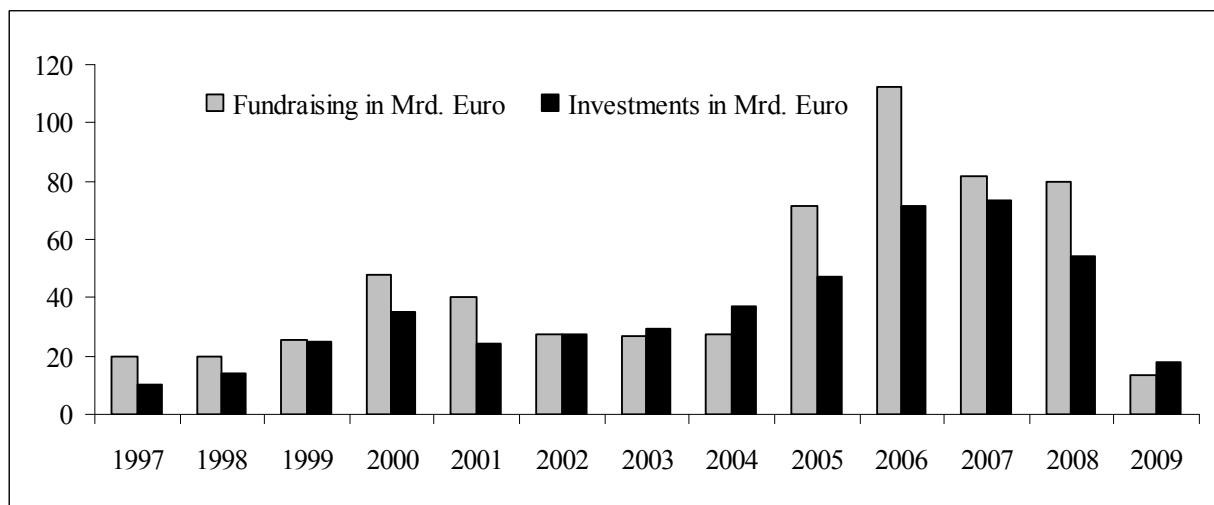


Abb. 2.9: Entwicklung Private Equity in Europa von 1997 bis 2009

Quelle: European Venture Capital and Private Equity Association (EVCA)

Erst durch die Auswirkungen der internationalen Finanzkrise kam es im Jahr 2008 zu einem Rückgang, der sich bis ins Jahr 2009 fortsetzte. Ein Grund für den vergangenen

<sup>214</sup> Die staatliche Regulierung erfolgt in erster Linie im Bereich des Vertriebs von Fondsanteilen, um insbesondere unkundige Anleger vor bestimmten Finanzprodukten zu schützen. Zur Regulierung von Hedge Funds, vgl. ausführlich Kapitel 2.4.2.



Boom im Bereich der *Private Equity Funds* war vor allen Dingen die günstige Versorgung mit Fremdkapital zur Finanzierung des Beteiligungserwerbs. Die Kreditmärkte erlebten während des Zeitraums von 2003 bis 2007 eine regelrechte Explosion, die vor allen Dingen durch die Anlage von Petro-Dollars, großen Staatsüberschüssen in Asien sowie die Anlage von Pensionsfonds getrieben wurde. Ein Großteil dieser Gelder floss in *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*.<sup>215</sup> Ein vergleichbares Bild zeigt sich in der Entwicklung des *Fundraisings* sowie der Investments von *Private Equity Funds* in Deutschland (vgl. Abb. 2.10). Im Bereich der *Private Equity Funds* bestimmt insbesondere das Börsenklima mit seinen Teilaspekten IPO-Markt und Aktienmarkt über die Höhe des *Fundraisings* am deutschen *Private Equity-Markt*.<sup>216</sup> Insgesamt stieg das Fondsvolumen von *Private Equity Funds* in Deutschland von rund 7 Milliarden Euro in 1997 auf rund 36 Milliarden Euro in 2009.

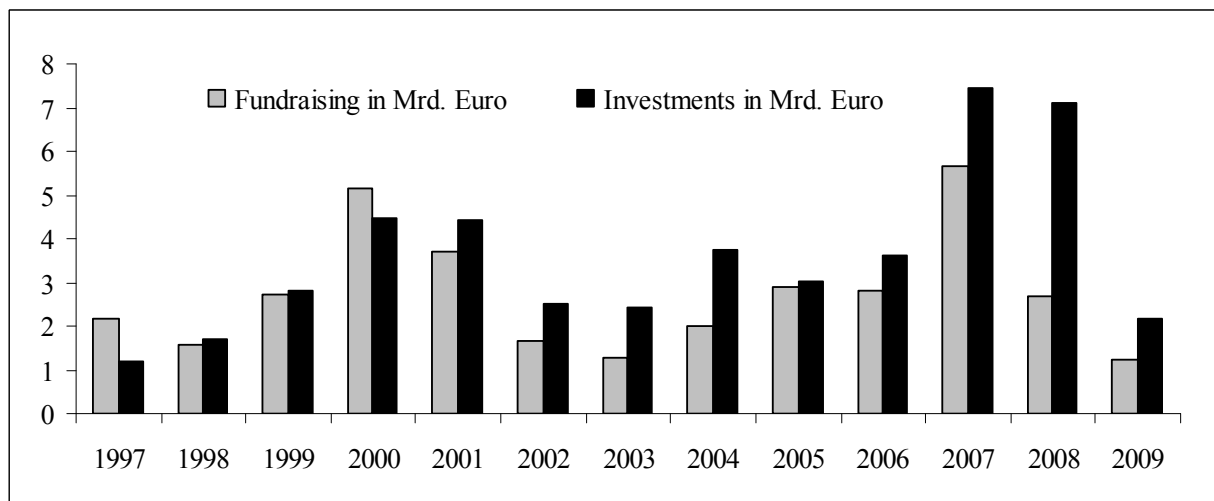


Abb. 2.10: Entwicklung Private Equity in Deutschland von 1997 bis 2009

Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (BVK)

Betrachtet man die Verteilung der Investitionen getrennt nach den verschiedenen Finanzierungsphasen, so lässt sich feststellen, dass es seit dem Jahr 2000 zu einer deutlichen Verschiebung zugunsten der Anlagestrategie *Buyouts* kam (vgl. Abb. 2.11). Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der weltweiten Entwicklung des Marktes für Fusionen und Übernahmen wider (vgl. Abb. 2.12). Hier erreichten die in den Jahren 2006 und 2007 mit Hilfe von *Private Equity Funds* finanzierten Transaktionen einen Anteil von über 20 Prozent. Die starke Zunahme der *Private Equity* finanzierten *Buy-*

<sup>215</sup> Vgl. Acharya, Franks und Servaes (2007), S. 44 f.

<sup>216</sup> Knauer und Marx (2009) führten entsprechende Untersuchung für den deutschen *Private Equity-Markt* für den Zeitraum von 1990 bis 2007 durch.

*outs* ist in den vergangenen Jahren in erster Linie auf die hohe Verfügbarkeit von Investorengeldern sowie Fremdkapitalmitteln zurückzuführen, die mangels ausreichender Renditechancen im Technologiesektor in traditionelle Branchen investiert wurden. Die entsprechenden Investitionsmöglichkeiten wurden durch Unternehmen geschaffen, die einzelne Beteiligungen oder ganze Geschäftsbereiche aufgrund einer Fokussierung auf Kerngeschäftsfelder beziehungsweise zur Tilgung von Schulden veräußerten.

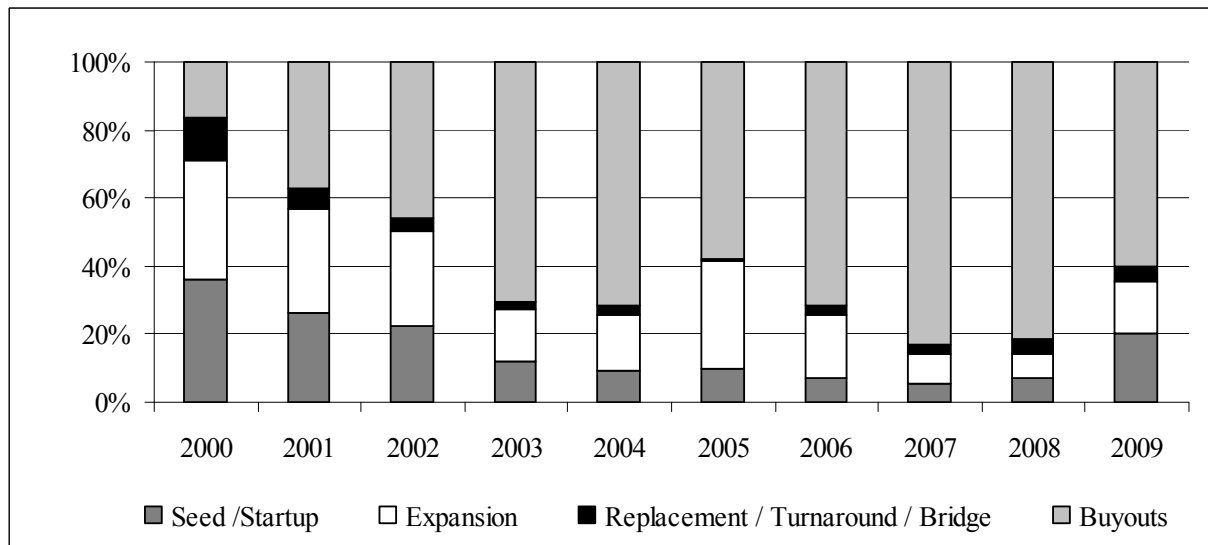


Abb. 2.11: Entwicklung der Investitionen nach Finanzierungsphasen

Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (BVK)

Der beobachtete Anstieg der Kaufpreise ist daher in erster Linie das Resultat eines Kapitalüberhangs bei einer begrenzten Anzahl von Investitionsobjekten und erst in zweiter Linie auf die in den Bewertungen reflektierten positiven Zukunftsaussichten dieser Unternehmen zurückzuführen. Diese Entwicklung setzte die fundamentalen Bewertungsmaßstäbe teilweise außer Kraft und führte zu Preisblasen, welche im Zuge der jüngsten Finanzmarktkrise bereinigt wurden. Im Vergleich zum *Buyout Boom* in den 1980er Jahren, der im wesentlichen durch steigende Aktienkurse und dem Entstehen des sogenannten *Junk Bond-Markts*<sup>217</sup> geprägt war, wurde der aktuelle *Buyout Boom* von 2002 bis 2008 durch syndizierte Kreditvergabe<sup>218</sup> geprägt. *Private Equity Funds* ermöglichen die Durchführung von Transaktionen, die alleine durch das seitens

<sup>217</sup> Bei Junk Bonds bzw. High Yield-Anleihen handelt es sich um Anleihen, die von Ratingagenturen als Non-Investment-Grade eingestuft wurden. Das vergleichsweise hohe Ausfallrisiko wird durch überdurchschnittliche Zinskupons kompensiert, vgl. Rodde (2007), S. 275 f.

<sup>218</sup> Syndizierte Kredite bzw. Konsortialkredite werden gemeinschaftlich von mehreren Banken vergeben, wobei in der Regel ein sog. Agent zwischen den Konsortialbanken und dem Kreditnehmer als Verwaltungs- und Zahlstelle fungiert, vgl. Laubrecht (2007), S. 320 ff.

der Investoren zur Verfügung gestellten Kapitals nicht möglich gewesen wären. Ein Großteil dieser Kredite wurde dann auf dem Sekundärmarkt weiterplatziert beziehungsweise in strukturierte Produkte umgewandelt (*collateralized loan obligations*). Diese strukturierten Produkte konnten anschließend in verschiedenen Tranchen an Investoren mit unterschiedlichen Risikopräferenzen verkauft werden. Als Käufer für die risikoreicheren Tranchen<sup>219</sup> kamen insbesondere *Hedge Funds* in Frage, die somit letztendlich bis zu 60 Prozent der im Zusammenhang mit *Buyouts* vergebenen Darlehen übernahmen.<sup>220</sup> Das *Buyout*-Volumen sinkt von 5,3 Millionen Euro in 2008 auf 1,1 Millionen Euro in 2009.

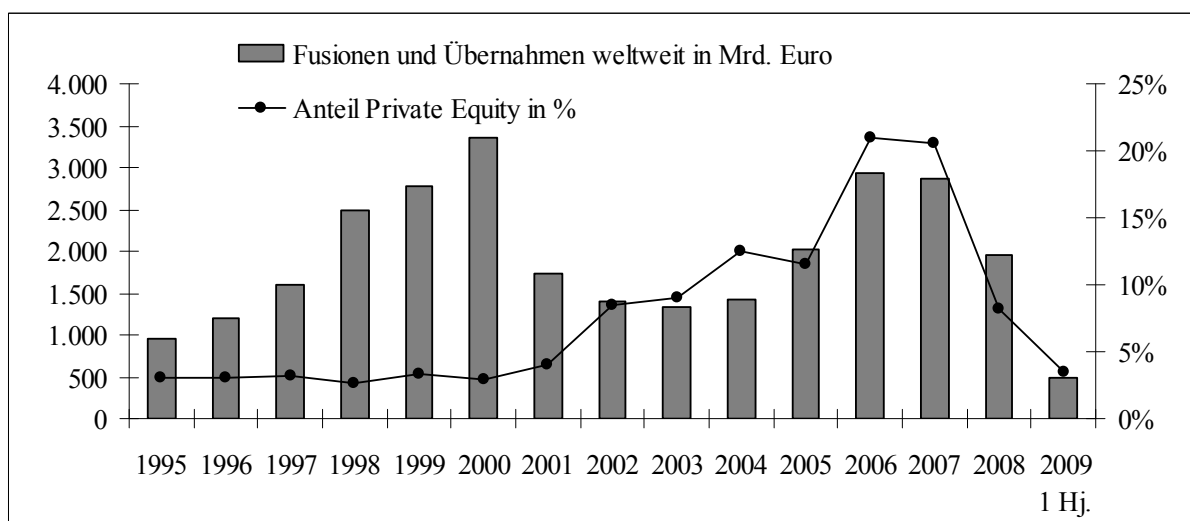


Abb. 2.12: Entwicklung des Marktes für Fusionen und Übernahmen (weltweit)

Quelle: Thomson Reuters, Dealogic, Bloomberg

Ein vergleichbares Bild zeigt das mit Hilfe von *Private Equity* finanzierte Transaktionsvolumen in Deutschland (Abb. 2.13). Hier werden die Auswirkungen der jüngsten Finanzmarktkrise besonders deutlich, indem es durch die fehlenden Fremdfinanzierungsmöglichkeiten zu einem deutlichen Rückgang des Transaktionsvolumens auf das Niveau des Jahres 2002 kam. Dies verdeutlicht die hohe Zyklizität des Marktes für Unternehmensbeteiligungen. Im Jahr 2008 wurden in Deutschland mit Hilfe von *Private Equity* rund 6.200 Unternehmen mit etwa 1,2 Millionen Beschäftigten und einen Umsatz von rund 212 Milliarden Euro finanziert.<sup>221</sup> Branchenexperten gehen davon aus, dass in den kommenden Jahren aufgrund der Auswirkungen der jüngsten Finanz-

<sup>219</sup> Zu den risikoreicheren Tranchen zählen insbesondere die mit Second-Lien, Mezzanine Debt bzw. Payment-in-Kind hinterlegten Tranchen, vgl. Acharya, Franks und Servaes (2007), S. 46.

<sup>220</sup> Vgl. Acharya, Franks und Servaes (2007), S. 45 f.

<sup>221</sup> Vgl. O. V. (2009), S. 14.

marktkrise rund 20 bis 30 Prozent der derzeit noch aktiven Beteiligungsgesellschaften aus dem Markt gedrängt werden könnten.<sup>222</sup> Damit stellt die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise hinsichtlich der weiteren Entwicklung von *Private Equity Funds* eine wesentliche Zäsur dar. Dies ist im Wesentlichen auf die im Vergleich zu den vergangenen Jahren bereits beobachtbare rückläufige Verfügbarkeit von Fremdkapital zurückzuführen. So werden in Zukunft höhere Eigenkapitalquoten zur Finanzierung der Portfoliounternehmen erwartet. In diesem Zusammenhang erwarten die Industrieteilnehmer längere Haltedauern, eine aktivere Verwaltung der Beteiligungsportfolios, die engere Kooperation mit strategischen Investoren, eine Zunahme von Minderheitsbeteiligungen sowie die Ausweitung des Geschäftsmodells auf angrenzende Bereiche, wie etwa die Beteiligung an Infrastrukturmaßnahmen oder notleidenden Krediten.

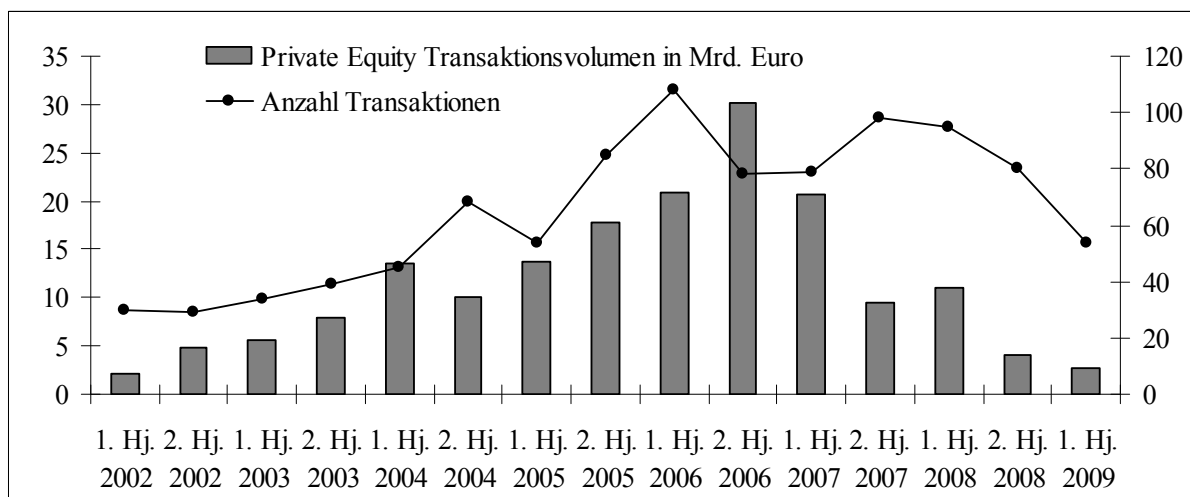


Abb. 2.13: Entwicklung des Private Equity Transaktionsvolumen in Deutschland

Quelle: Ernst & Young

Im Rahmen der Restrukturierung von Portfoliounternehmen lässt sich bereits heute die Substitution bestehender Kredite mit Eigenkapital (*debt-buy-back*) beobachten. Darüber hinaus rechnen die Industrieteilnehmer mit einer Verschärfung der regulatorischen Rahmenbedingungen sowie einer stärkeren Einflussnahme des Staates im Bereich des privaten Beteiligungskapitals. Dennoch bleibt Deutschland auch in Zukunft hinter China und Indien weiterhin als Investitionsstandort für *Private Equity Funds* attraktiv.<sup>223</sup> Die internationale Finanzkrise stellt nicht nur die Fondsgesellschaften, sondern auch deren Kapitalgeber vor neue Herausforderungen. Zunächst können

<sup>222</sup> Vgl. Hesse (2009), S. 22.

<sup>223</sup> Vgl. zu den Erwartungen der Fondsmanager (General Partner) PricewaterhouseCoopers (2009) sowie zu den Erwartungen der Investoren (Limited Partner) Collier Capital (2009).

die Kapitalgeber bereits getätigte Zahlungen an die Fonds aufgrund des geschlossenen Charakters in der Regel nicht zurückfordern.<sup>224</sup> Kurzfristige Liquiditätsengpässe können somit grundsätzlich vermieden werden. Allerdings besteht die Möglichkeit, dass die Kapitalgeber zukünftigen Kapitalabrufen, von bereits zugesagten Geldern, aufgrund von Liquiditätsschwierigkeiten nicht nachkommen können. Dies kann wiederum bereits zugesagte, zukünftige Investitionsrunden des Fonds gefährden.

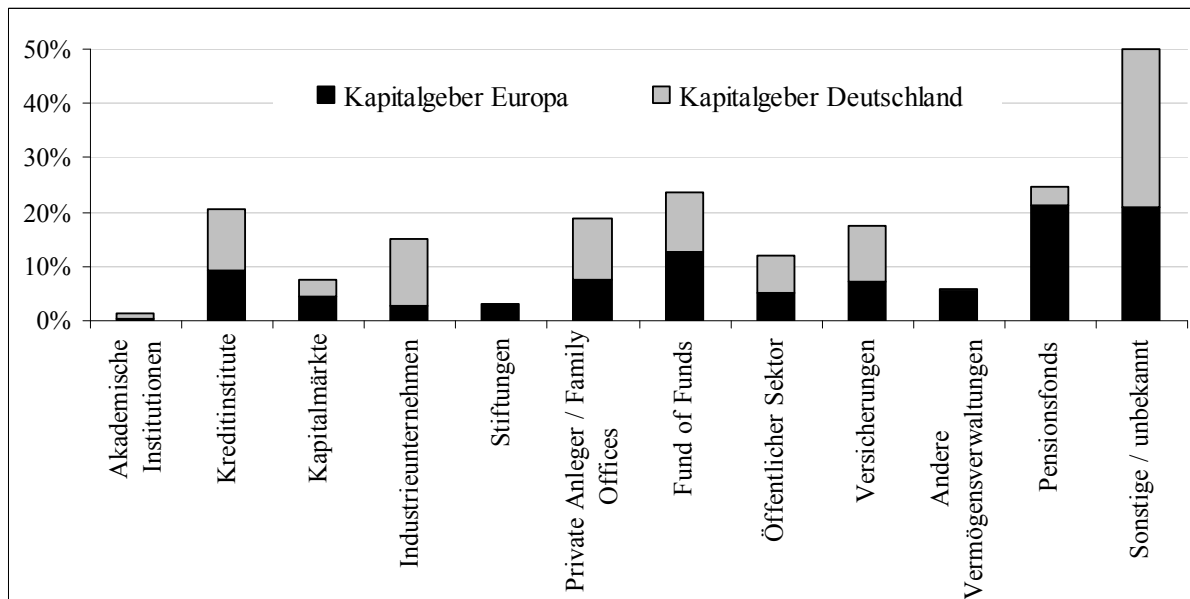


Abb. 2.14: Fundraising nach Kapitalgebern in Europa und Deutschland (2008)

Quelle: European Venture Capital and Private Equity Association (EVCA)

Die Struktur der Kapitalgeber von *Private Equity Funds* ist international grundsätzlich vergleichbar und besteht im Wesentlichen aus institutionellen Investoren, wie etwa Kreditinstituten, Pensionsfonds sowie Versicherungen. Darüber hinaus wird ein Großteil der Fondsmittel durch wohlhabende Privatpersonen zur Verfügung gestellt (vgl. Abb. 2.14). Bei einem direkten Vergleich der Kapitalgeber auf europäischer Ebene und Deutschland stellt man allerdings fest, dass in Deutschland vermehrt Kreditinstitute in *Private Equity Funds* investieren. Im Gegensatz dazu spielen Pensionsfonds in Deutschland nur eine untergeordnete Rolle als Kapitalgeber.<sup>225</sup> Im Hinblick auf die Transparenz von *Private Equity Funds* verdeutlicht diese Verteilung die unterschiedlichen Informationsanforderungen an das Fondsmanagement aus Sicht der Kapitalgeber.

<sup>224</sup> In Ausnahmefällen können Kapitalgeber bereits geleistete Zahlungen zurückverlangen, falls das Fondsmanagement im Rahmen der Investitionsentscheidung gegen bestehende Investitionsregeln verstößt.

<sup>225</sup> Dies ist auf das vorrangig staatlich organisierte Rentensystem sowie Anlagerestriktionen deutscher Pensionsfonds zurückzuführen, vgl. Weitzel und Zeller (2006). S. 358 ff.

### 2.3.4 Hedge Fund-Perspektive

Die ersten *Hedge Funds* wurden in den USA bereits ab der zweiten Hälfte des letzten Jahrhunderts gegründet. Als Initiator der Anlageform gilt Alfred Winslow Jones, der am 1. Januar 1949 einen Eigenkapitalfonds in der Form einer *General Limited Partnership*<sup>226</sup> auflegte, der in vermeintlich unterbewertete Aktien investierte (*long position*) und dies durch den Leerverkauf von vermeintlich überbewerteten Aktien (*short position*) finanzierte.<sup>227</sup> Ferner gewährleistete diese *Long-Short-Strategie* die Absicherung (*hedging*) vor systematischen Risiken des Marktes. Die Möglichkeit von Leerverkäufen sowie die lediglich auf die Höhe der Einlage beschränkte Haftung der Anteilseigner stellen bis heute typische Charakteristika von *Hedge Funds* dar.<sup>228</sup> Allerdings gestalten sich die Suche nach einer allgemein gültigen Definition von *Hedge Funds* sowie deren volkswirtschaftlichen Nutzen aufgrund der äußerst heterogenen Struktur der beobachtbaren Anlagestrategien gleichwohl schwieriger.<sup>229</sup> In Deutschland sind *Hedge Funds* erst seit dem 1. Januar 2004 grundsätzlich zugelassen, wobei die Mehrheit der Kapitalgeber mittels Dachfonds (*fund-of-funds*) in *Single Hedge Funds* investiert. Für die Kapitalgeber stehen hinsichtlich Kapitalallokation und Risikobeurteilung in erster Linie das Verständnis der verschiedenen Anlagestrategien sowie Aspekte der Transparenz und Regulierung im Vordergrund.

#### 2.3.4.1 Begriff und Merkmale

Mit dem Begriff *Hedge Funds* werden private Investmentgesellschaften bezeichnet, die sich hinsichtlich Anlagefreiheit deutlich von klassischen Investmentfonds abgrenzen und sich in wesentlichen Bereichen von klassischem *Private Equity Funds* unterscheiden lassen. Die Flexibilität des Fondsmanagements begründet sich in erster Linie durch die vergleichsweise geringe Regulierung von *Hedge Funds*. So sind *Hedge Funds* hinsichtlich der Auswahl von Anlagestrategien nur wenig eingeschränkt und dürfen neben Leerverkäufen (*short-selling*) auch Fremdkapital (*leverage*) auf Fonds-

---

<sup>226</sup> Die amerikanische Rechtsform der *General Limited Partnership* dient zur Verlustbegrenzung der Anteilseigner bis auf maximal der Höhe ihrer Einlage und ist mit der deutschen Rechtsform der GmbH&Co KG vergleichbar.

<sup>227</sup> Vgl. Lhabitant (2002), S. 7 ff; Ineichen (2003), S. 6 ff.

<sup>228</sup> In die 1980er Jahre fallen beispielsweise die Fondsgründungen des Jaguar Fund von Julian Robertson, die Steinhardt Partners von Michael Steinhardt sowie des Quantum Fund von Michael Soros, die sowohl in Hausse- als auch in Baisse-Phasen überdurchschnittliche Renditen gegenüber den traditionellen Märkten erzielen konnten und durch den herausragenden Anlageerfolg zur hohen Popularität der Initiatoren beitragen, vgl. dazu ausführlich Ineichen (2003), S. 15.

<sup>229</sup> Die bis heute anhaltende Diskussion über den Einfluss von *Hedge Funds* auf die Stabilität der internationalen Finanzmärkte findet ihren Ursprung im Ausscheiden des Englischen Pfunds aus dem europäischen Währungssystem durch Spekulationen des Quantum Fund im Jahre 1992 sowie in der massiven finanziellen Schieflage von Long Term Capital Management (LTCM) im Jahre 1998, vgl. Lhabitant (2002), S. 11 f.

ebene aufnehmen und in verschiedene Anlageklassen investieren.<sup>230</sup> Häufig ist das Fondsmanagement selbst mit einem vergleichsweise hohen Anteil am Fondsvermögen beteiligt.<sup>231</sup> Gemeinsam mit *Private Equity Funds* stellen *Hedge Funds* einen wesentlichen Teil der Anlageklasse *Alternative Investments* dar.

Kriterium	Ausprägung
Investmentstrategie	Öffentliche Märkte und liquide Anlagen
Handelsfrequenz	Häufiger Umschlag von Positionen
Finanzinstrumente	Aktien, Derivate, Leerverkäufe ( <i>short-selling</i> )
Einsatz von Fremdkapital auf Fondsebene	Hoch
Fondstruktur	Offene Fonds mit der Möglichkeit von periodischen Ein- und Auszahlungen
Zahlungsmodalitäten	<i>Up-front</i> Einzahlungen
Einflussnahme auf Portfoliounternehmen	Keine
Investoren	Institutionelle sowie private Investoren
Ko-Investments des Fonds-Managements	Signifikant
Anteilswerb	Minderheitenanteile
Gebührenstruktur	2% <i>Management Fee</i> , vierteljährliche Zahlung 20% <i>Performance Fee</i>
Berechnung der variablen Vergütungsbestandteile des Fondsmanagements	<i>Mark-to-market</i> Bewertung von realisierten sowie unrealisierten Gewinnen und Verlusten
Zahlung der gewinnabhängigen Gehaltsbestandteile	Jährlich
Anzahl von Beteiligungs-Unternehmen	I.d.R. gering
Hedging	I.d.R. bis zu 90% der Positionen sind gesichert
Charakter der Portfoliounternehmen	Private und öffentliche Unternehmen
Fokus, Spezialisierung	Keinerlei Restriktionen

Tab. 2.6: Typische Merkmale von Hedge Funds

Quelle: Kaserer und Achleitner (2005), S. 8 f.

*Hedge Funds* werden im Gegensatz zu *Private Equity Funds* in der Regel als offene Fondsmodelle gestaltet, welche die Ausgabe weiterer Anteile oder die Rückgabe von Anteilen erlauben und somit einen Wechsel der Kapitalgeber zulassen.<sup>232</sup> Dies führt bei nicht unmittelbar liquidier- oder bewertbaren Investments zu einem erheblichen Liqui-

<sup>230</sup> In der Literatur sind unterschiedliche Definition von Hedge Funds zu finden, welche weitestgehend diese Attribute als charakterisierende Merkmale von Hedge Funds nennen, vgl. für einen Überblick verschiedener Definitionsversuche Steinmüller (2005), S. 18.

<sup>231</sup> Vgl. Ineichen (2003), S. 34.

<sup>232</sup> Vgl. dazu ausführlich Kapitel 2.1.1.

ditätsrisiko durch den Abzug von Anlagegeldern durch die Investoren (*redemption risk*). Das vergleichsweise geringe internationale Niveau an staatlicher Regulierung ermöglicht dem Fondsmanagement, welches in der Regel mit einem bedeutenden persönlichen Kapitalanteil direkt am Fonds beteiligt ist, sehr hohe Flexibilität hinsichtlich der Fondsgestaltung sowie der Anwendung eines breiten Spektrums an Finanzinstrumenten. Diese beinhalten häufig das Instrument der Wertpapierleihe (*stock lending*) sowie den Einsatz von Derivaten.<sup>233</sup> Im Vergleich zu traditionellen Investmentfonds verfügen *Hedge Funds* dadurch vergleichsweise schneller über höhere Stimmrechtsanteile bei den Portfoliounternehmen. In der Praxis führt dies zu einer großen Vielfalt an möglichen Investmentstrategien. Weitere wesentliche Merkmale von *Hedge Funds* werden in Tab. 2.6 zusammengefasst.

Für *Hedge Funds* gelten in Deutschland besondere Vertriebsrestriktionen, die den Investorenkreis auf qualifizierte Kapitalgeber beschränken sollen und die Anzahl von Investoren in einen einzelnen *Hedge Fund* limitieren. Zusammen mit den relativ hohen Mindesteinlagebeträgen pro Investor sowie Mindestanlagedauern von sechs bis zwölf Monaten führt dies zu einer Konzentration des Kapitalgeberkreises auf vermögende Privatpersonen sowie institutionelle Investoren. Im Gegensatz zu Kleinsparern in klassischen Investmentprodukten vermutet der deutsche Gesetzgeber bei diesen Investoren weniger Schutzbedürftigkeit und greift daher weniger regulierend ein.<sup>234</sup> Demgegenüber gelten für *Dach-Hedge Funds* weniger Einschränkungen hinsichtlich des Investorenkreises. Diese bieten daher auch für Kapitalgeber mit vergleichsweise geringerem Anlagevolumen eine Möglichkeit, in *Hedge Funds* zu investieren.<sup>235</sup>

Aufgrund der teilweise kämpferisch und unter großem medialen Interesse ausgetragenen Konflikte zwischen *Hedge Funds* einerseits sowie Vorständen und übrigen Aktionären von Portfoliounternehmen andererseits, wurde in den vergangenen Jahren eine verstärkte Regulierung von *Hedge Funds*, die über die bisherigen Vertriebsrestriktionen hinausgehen soll, mit zunehmender Intensität diskutiert.<sup>236</sup> Zusätzliche Verstärkung findet diese Debatte im Rahmen der Aufarbeitung der jüngsten Finanzmarktkrise, die insbesondere die Rolle der *Hedge Funds* genauer beleuchtet. In der Konsequenz wurden bereits diverse internationale Initiativen zur intensiveren Regulierung sowie zur Verbesserung der Transparenz von *Hedge Funds* ergriffen, die in naher Zukunft zu entsprechenden Gesetzesvorgaben führen könnten und in die Entwicklung des Gestaltungsmodells in Kapitel drei einfließen.

<sup>233</sup> Vgl. Christoffersen, Geczy, Musto und Reed (2007), S. 2897 ff.; Hu und Black (2007), S. 343 ff.

<sup>234</sup> Vgl. Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 204.

<sup>235</sup> Vgl. Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 204.

<sup>236</sup> Vgl. Prokop (2008), S. 169 f.



### 2.3.4.2 Klassifizierung der Anlagestrategien

Die ursprüngliche *Long-Short-Investmentstrategie* von Alfred Winslow Jones wurde im Laufe der Zeit durch eine Vielzahl weiterer Investmentstrategien ergänzt. Die Absicherung von bestimmten Risiken im Sinne des *Hedging* ist dabei häufig nicht mehr von zentraler Bedeutung. Denn grundsätzlich sind *Hedge Funds* an keine Einschränkungen hinsichtlich der Auswahl von bestimmten Finanzinstrumenten gebunden. Dies ermöglicht beispielsweise den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten zu spekulativen Zwecken und umfasst den Leerverkauf von Titeln (*short-selling*) zur Steigerung der Rendite. Im Rahmen der Asset Allocation können *Hedge Funds* hohe Positionen in einzelnen Beteiligungen aufbauen, da sie nicht an eine Risikostreuung durch Diversifikation der Anlageinstrumente gebunden sind. Abhängig von der Investmentstrategie kann die Finanzierung neben dem Eigenkapital des Fonds insbesondere durch den Einsatz von hohen Graden an Fremdkapital (*leverage*) erfolgen. Im Fokus der *Hedge Funds* stehen in erster Linie Finanztitel börsennotierter Gesellschaften, da diese über ausreichende Liquidität und Fungibilität verfügen sowie eine standardisierte Abwicklung der Transaktionen ermöglichen.<sup>237</sup>

Direktionales Kriterium	Anlagestrategie
Relative Value / Market Neutral	Convertible Arbitrage
	Fixed Income Arbitrage
	Equity Market Neutral
Special Situations / Event Driven	Risk Arbitrage
	Distressed Securities
	Event Driven
Opportunistic / Absolute Return	Long / Short Equity
	Short Selling
	Global Macro
	Emerging Markets

Tab. 2.7: Klassifizierung der Anlagestrategien von Hedge Funds

Quelle: Ineichen (2003), S. 181.

In der Literatur erfolgt eine Klassifizierung dieser Investmentstrategien anhand verschiedener Kriterien wie etwa der Direktionalität, der Volatilität, der Korrelation mit anderen Anlageklassen, dem Investmentprozess, der geografischen Ausrichtung, der

<sup>237</sup> Vgl. Ineichen (2003), S. 179 ff.; Kaiser (2007), S. 7; Prokop (2008), S. 171.

angewandten Finanzinstrumente oder der Branchenfokussierung. Das im Folgenden zur Klassifizierung der Anlagestrategien von *Hedge Funds* gewählte Kriterium der Direktionalität beurteilt den Einfluss von allgemeinen Marktbewegungen auf das Rendite-Risiko-Verhältnis der gewählten Investmentstrategie. Mit *Relative Value/Market Neutral*, *Event Driven/Special Situations* sowie *Opportunistic/Absolute Return* lassen sich drei wesentliche Kategorien unterscheiden (vgl. Tab. 2.7).<sup>238</sup> Unter der Kategorie *Relative Value* oder auch *Market Neutral* werden in der Literatur nicht-direktionale Anlagestrategien von *Hedge Funds* zusammengefasst, die bewusst eine marktneutrale Entwicklung des Portfolios verfolgen. Zu den wesentlichen Anlagestrategien gehören *Convertible Arbitrage*, *Fixed Income Arbitrage* sowie *Equity Market Neutral*.

#### *Convertible Arbitrage*

Die Basis einer *Convertible Arbitrage-Strategie* stellen wandelbare Finanzinstrumente wie etwa Wandelanleihen, Optionsanleihen oder wandelbare Vorzugsaktien dar. Diese berechtigen nach einer gewissen Zeit zum Bezug oder den Umtausch in Stammaktien des emittierenden Unternehmens. Die Bewertung der wandelbaren Instrumente basiert auf mehreren Annahmen, die häufig zu nicht vollständig effizienten Märkten und somit zu einer Arbitragemöglichkeit führen können. *Hedge Funds* versuchen daher das jeweils unterbewertete Instrument zu kaufen und das Marktrisiko durch einen Leerverkauf des korrespondierenden überbewerteten Instruments auszuschließen. Die Positionen werden solange gehalten, bis im Markt alle Instrumente fair bewertet werden und ein Veräußerungsgewinn realisiert werden kann.<sup>239</sup>

#### *Fixed Income Arbitrage*

Eine *Fixed Income Arbitrage-Strategie* beruht auf der Ausnutzung von Preisanomalien auf den weltweiten Märkten für festverzinsliche Wertpapiere und deren Derivate. Einzelne Finanzinstrumente weisen in der Regel mathematische, fundamentale oder historische Gemeinsamkeiten auf. Diese Beziehungen können jedoch aufgrund von bestimmten Marktereignissen, Investorpräferenzen, exogenen Schocks in Bezug auf Angebot und Nachfrage sowie strukturellen Eigenschaften der Rentenmärkte zeitlich begrenzt gestört werden. Dann nehmen *Hedge Funds* mit Hilfe von vergleichsweise hohen Fremdkapitalquoten entsprechende Kauf- oder Verkaufspositionen in ausgewählten Finanzinstrumenten ein, um Arbitragegewinne zu realisieren.<sup>240</sup>

<sup>238</sup> Vgl. Ineichen (2003), S. 179 ff.

<sup>239</sup> Vgl. Ineichen (2003), S. 202 ff.; Uhlig (2006), S. 26.

<sup>240</sup> Vgl. Ineichen (2003), S. 221 ff.; Uhlig (2006), S. 26 f.

### *Equity Market Neutral*

Equity Market Neutral-Strategien nutzen Ineffizienzen bei der Bewertung von Eigenkapitaltiteln verschiedener Unternehmen, um konsistente Renditen mit möglichst geringer Volatilität sowie schwacher Korrelation zu den Aktienmärkten zu erzielen. Marktneutrale Portfolios werden daher entweder oder zugleich Beta-neutral beziehungsweise Wechselkursrisiko-neutral gestaltet. Aufgrund von statistischer oder fundamentaler Arbitrage nehmen *Hedge Funds* zugleich Kaufs- und Verkaufspositionen in vergleichbaren Aktienportfolien mit gleicher Größe ein.<sup>241</sup>

In die Kategorie *Special Situations/Event Driven* fallen Anlagestrategien, die sich auf die Identifizierung und die Analyse von Finanzinstrumenten einzelner Unternehmen konzentrieren, um dann von Marktreaktionen aufgrund von unternehmensspezifischen Vorgängen zu profitieren. Aufgrund des engen Bezugs zu Ereignissen im Unternehmen sind diese Anlagestrategien weniger von der allgemeinen Marktentwicklung sondern vielmehr von der exakten Prognose der Eintrittswahrscheinlichkeit des jeweiligen Ereignisses abhängig. Häufig werden allgemeine Marktrisiken durch entsprechende Sicherungsgeschäfte (*hedging*) eliminiert. Als Anlagestrategien lassen sich zunächst *Risk Arbitrage* sowie *Distressed Securities* enger eingrenzen. Die verbleibenden Anlagestrategien dieser Kategorie werden allgemein unter der Bezeichnung *Event Driven* zusammengefasst.<sup>242</sup>

### *Risk Arbitrage*

Bevorstehende oder zu erwartenden Unternehmensübernahmen oder Fusionen bilden die Grundlage für *Risk Arbitrage* (alternativ auch *Merger Arbitrage* genannt), indem *Hedge Funds* im Vorfeld auf Marktpreisreaktionen aufgrund der Annahme beziehungsweise der Ablehnung der geplanten Transaktion durch Regulierungsbehörden sowie Aktionäre der beteiligten Unternehmen spekulieren. In Abhängigkeit von der spezifischen Situation werden Anteile des Zielunternehmens gekauft (verkauft) sowie Anteile des bietenden Unternehmens verkauft (gekauft).<sup>243</sup> *Risk Arbitrage* stellt eine aktive Anlagestrategie von *Hedge Funds* dar, da diese teilweise gezielt Einfluss auf den Ausgang von Transaktionen nehmen.<sup>244</sup>

### *Distressed Securities*

Die Fremd- und Eigenkapitaltitel von Unternehmen, die sich in finanziellen oder operativen Schwierigkeiten befinden, notieren in der Regel unter ihrem Nennwert. Das damit verbundene vergleichsweise schlechte Rating der Titel grenzt automatisch den

<sup>241</sup> Vgl. Ineichen (2003), S. 236 ff.

<sup>242</sup> Vgl. Lhabitant (2002), S. 99 ff.

<sup>243</sup> Vgl. Ineichen (2003), S. 252 f.; Uhlig (2006), S. 21 f.

<sup>244</sup> Vgl. Ineichen (2003), S. 269.

möglichen Investorenkreis ein, da beispielsweise Investmentfonds einen gewissen Sicherheitsstandard (*investment grade*) zum Schutz ihrer Kapitalgeber einhalten müssen. Dies ermöglicht *Hedge Funds* zum einen den Kauf dieser Finanztitel, da sie in der Regel an keinerlei Anlagerestriktionen gebunden sind. Zum anderen können sich *Hedge Funds* aktiv an der Restrukturierung der Krisenunternehmen beteiligen und bei einer erfolgreichen Sanierung entsprechende Wertsteigerungen der Finanztitel realisieren. Häufig ist damit auch die Umwandlung von Fremdkapitaltiteln in Eigenkapitaltitel verbunden, die dann eine erweiterte Einflussnahme im Unternehmen gewähren.<sup>245</sup>

### *Event Driven*

Neben den Anlagestrategien *Risk Arbitrage* sowie *Distressed Securities* bieten sich für *Hedge Funds* im Rahmen von Restrukturierungen, Firmenübernahmen, Fusionen, Liquidationen, Insolvenzen oder vergleichbaren Ereignissen, die den Wert eines Unternehmens maßgeblich beeinflussen, eine Vielzahl von Anlagemöglichkeiten. Da eine Abgrenzung der verschiedenen Anlagestrategien in der Praxis häufig nicht möglich ist, werden diese im Allgemeinen unter *Event Driven* zusammengefasst. Den *Hedge Funds* stehen zum einen aktive Strategien mit dem Ziel zur Verfügung, die Rendite der Eigen- oder Fremdkapitalinvestition durch die Übernahme der Kontrolle über die Unternehmensressourcen zu beeinflussen. Zum anderen können im Rahmen von passiven Strategien durch den Kauf unterbewerteter Wertpapiere Marktunvollkommenheiten ausgenutzt werden.<sup>246</sup>

In der Kategorie *Opportunistic Absolute Return* werden direktionale Strategien zusammengefasst, die wesentlich von der allgemeinen Marktentwicklung beeinflusst werden. Zu den vier wesentlichen direktionalen Strategien gehören *Long/Short Equity*, *Global Macro*, *Short Selling* sowie *Emerging Markets*.

### *Long/Short Equity*

Das gleichzeitige eingehen von Kauf- und Verkaufspositionen, teilweise mit sehr hohem Einsatz von Fremdkapital, stellt seit jeher eine klassische Disziplin von *Hedge Funds* dar. Die mögliche Kombination mehrerer Instrumente führt zu einer sehr heterogenen Anlagestrategie, in der sich mehrere Anlagestile vereinen. So fallen unter *Long/Short Equity* sowohl Fondsmanager, die als Generalisten oder Spezialisten, wachstumsorientiert oder wertorientiert als auch handels- oder investmentorientiert agieren. Eine weitere Differenzierungsmöglichkeit bietet die sektorale sowie geographische Orientierung der Fonds.<sup>247</sup> Diese Heterogenität kann bei einigen *Hedge Funds* zu Überschneidungen mit der eigentlich marktneutralen Anlagestrategie *Equity Market*

<sup>245</sup> Vgl. dazu ausführlich Ineichen (2003), S. 270 f.

<sup>246</sup> Vgl. Gilson (1995), S. 11 ff.; Gilson (2001), S. 192 ff.

<sup>247</sup> Vgl. dazu ausführlich Ineichen (2003), S. 288 f.

*Neutral* führen. Die eindeutige Differenzierung ist allerdings vom Einzelfall abhängig und in der Literatur bisher nicht eindeutig geklärt.<sup>248</sup> Eine spezielle Ausprägung der Anlagestrategie *Long/Short Equity* stellen sogenannte *Sector Specialist Funds* dar, welche gezielt und aktiv nach Investitionsmöglichkeiten in bestimmten Sektoren suchen.<sup>249</sup>

### *Short Selling*

Die Anlagestrategie *Short Selling* ist prinzipiell auf fallende Marktpreise ausgerichtet und richtet sich somit gegen den langfristigen Trend von steigenden Märkten. *Short Seller* leihen sich Aktien und verkaufen diese am Markt mit der Absicht, diese zu einem späteren Zeitpunkt zu niedrigeren Preisen zurückzukaufen und damit die Wertpapierleihe zu tilgen.<sup>250</sup> Das Gewinnpotenzial dieser Strategie ist ohne die Berücksichtigung des Einsatzes von Fremdkapital und Transaktionskosten auf 100 Prozent des aktuellen Kurswertes begrenzt. Demgegenüber steht ein theoretisch unbegrenztes Verlustrisiko bei ansteigenden Kurswerten. Als Gegengewicht werden daher häufig auch Kaufpositionen eingegangen.<sup>251</sup>

### *Global Macro*

Unter die Anlagestrategie *Global Macro* fallen *Hedge Funds*, die im ohnehin sehr flexiblen Anlageuniversum der *Hedge Funds* über die geringsten Einschränkungen verfügen. Den Fondsmanagern stehen weltweit sämtliche Investitionsmöglichkeiten offen. Häufig operieren diese in weltweit sehr liquiden und effizienten Märkten, wie etwa im Bereich der Fremdwährungen, der festverzinslichen Wertpapiere oder der Futures Märkte, und versuchen, zukünftige Wertschwankungen vorwegzunehmen. Die Ausnutzung von Arbitragemöglichkeiten steht häufig nicht im Vordergrund dieser Anlagestrategie. Vergleichbar mit *Long/Short Equity*, resultiert dies in einer sehr heterogenen Zusammensetzung der Anlagestrategie.<sup>252</sup>

### *Emerging Markets*

Im Gegensatz zu den bisher beschriebenen Anlagestrategien, die sich in erster Linie aufgrund von Fungibilitäts- und Transaktionskostenaspekten auf entwickelte Finanzmärkte beschränken, konzentriert sich die Anlagestrategie *Emerging Markets* insbesondere auf die weniger entwickelten Finanzmärkte in Teilen Asiens, Lateinamerika und Russland. Da es in diesen Märkten nur eingeschränkte Möglichkeiten für Leerverkäufe sowie kaum einen Markt für Optionen und Futures gibt, sind diese *Hedge Funds*

<sup>248</sup> Vgl. Ineichen (2003), S. 280.

<sup>249</sup> Vgl. Ineichen (2003), S. 305.

<sup>250</sup> Vgl. Ineichen (2003), S. 334 f.

<sup>251</sup> Vgl. Uhlig (2006), S. 17 f.

<sup>252</sup> Vgl. dazu ausführlich Ineichen (2003), S. 319 f.

in der Regel auf den ausschließlichen Kauf und das Halten von Finanztiteln beschränkt. Aus diesem Grund werden diese Investments in der Literatur häufig nicht als typische Anlagestrategie eines *Hedge Funds* gewertet.<sup>253</sup>

### 2.3.4.3 Erweiterung des Anlagehorizonts

Obwohl *Hedge Funds* eine Vielzahl verschiedener Anlagestrategien zur Verfügung stehen, die eine eindeutige Beschreibung und Klassifizierung schwierig erscheinen lassen, beschränkten sie sich bisher in erster Linie auf Minderheitsbeteiligungen in börsennotierten Gesellschaften. Diese Strategie erfuhr insbesondere in den vergangenen Jahren, ausgelöst durch einen enormen Zufluss an Anlagegeldern, eine Erweiterung auf den Erwerb von vergleichsweise höheren Anteilsquoten sowie auf die Beteiligung an privaten Unternehmen.<sup>254</sup> *Hedge Funds* waren zunehmend in der Lage, wesentlichen Einfluss in börsennotierten Gesellschaften geltend zu machen und die Unternehmensstrategie entsprechend ihrer Vorstellungen zu beeinflussen.

Grundsätzlich eignen sich *Hedge Funds* besonderes gut für aktive Beteiligungsstrategien, da sie aufgrund der geringen Regulierung im Vergleich zu traditionellen Finanzinvestoren keinen gesetzlichen Diversifizierungsvorschriften unterliegen und außerdem mit Hilfe von Fremdkapital erhebliche Positionen in einzelnen Unternehmen eingehen können.<sup>255</sup> Darüber hinaus mussten *Hedge Funds* die Details ihrer Anlagestrategien bisher nicht offen legen, was die Nachahmung der Anlagestrategie durch andere Marktteilnehmer verhinderte und sie ungehindert gegen allgemeine Markttrends spekulieren ließ.

In Tab. 2.8 werden wesentliche Anpassungen von klassischen Hedge Fondskonstruktionen zusammengefasst, welche die Umsetzung aktiver Anlagestrategien auf Basis eines längerfristigen Investitionshorizonts erlauben. Die Erweiterung des Anlagehorizont auf vergleichsweise höhere Anteilsquoten sowie private Unternehmensbeteiligungen, die gegebenenfalls nicht kurzfristig in voller Höhe liquidierbar sind, stellt *Hedge Funds* vor vielfältige Schwierigkeiten, die ihren Ursprung in der Inkongruenz zwischen den Laufzeiten der seitens der Kapitalgeber zur Verfügung gestellten Mittel sowie der vergleichsweise längeren Liquidationsdauer der Investitionen in die Portfoliounternehmen begründen. Zur Behebung dieses Problems stehen den Fonds mehrere Möglichkeiten zur Verfügung. Zum einen kann die sogenannte *Lock-up-Periode*, d.h. die Mindestanlagedauer für die Kapitalgeber, verlängert werden. Damit verhindern *Hedge Funds* den kurzfristigen Abfluss des Kapitals der Kapitalgeber. Den *Hedge*

---

<sup>253</sup> Vgl. Ineichen (2003), S. 349 f.

<sup>254</sup> Vgl. Shadab (2009), S. 604 f.; Rozwadowski und Young (2005), S. 67 f.

<sup>255</sup> Vgl. Prokop (2008), S. 174.

*Funds* verleiht dies im Vergleich traditionellen offenen Fonds zusätzliche Flexibilität in der Umsetzung der Investmentstrategie in längerfristige Anlageobjekte.<sup>256</sup>

Kriterium	Umsetzung Hedge Funds
Neue Investmentstrategien	Investitionen in öffentliche bzw. nicht-öffentliche Unternehmen: z.B. <i>Distressed Debt Investing</i> und anschließende Restrukturierung durch aktive Einflussnahme
Rückzahlungsmodalitäten der Kapitalgeber	<i>Lock Up-Perioden</i> von einem, zwei bzw. bis zu fünf Jahren und Aufbau von " <i>Gates</i> "
Anteilserwerb	Zunehmender Erwerb von Mehrheitsanteilen
Einflussnahme auf Portfoliounternehmen	Aktiv
Finanzinstrumente	Keine Restriktionen
Gebührenstruktur	Hohe " <i>water-marks</i> " (äquivalent zu " <i>hurdle rates</i> ")
Fonds-/ Finanzierungsmodelle	Nutzung von " <i>Side Pockets</i> " (Sonderkonten für ausgewählte Beteiligungen)

Tab. 2.8: Alternative Entwicklungen bei Hedge Funds

Quellen: Judd (2006), Kaserer und Achleitner (2005) sowie Breslow und Gutman (2005)

Zum anderen können separate Sonderkonten (*side pockets*) mit längerfristigem Anlagehorizont für ausgewählte Beteiligungen angelegt werden. Mit Hilfe dieser Unterfonds wird dann für einen vorher determinierten Investorenkreis in weniger liquide Beteiligungen investiert, ohne dass der Fonds einem erhöhten Rückzahlungsrisiko (*redemption risk*) unterliegt.<sup>257</sup> Aufgrund des erweiterten Anlagehorizonts besteht für *Hedge Funds* die Herausforderung, offene Fondsmodelle dahingehend umzugestalten, längerfristige Investitionen ohne Liquiditätsrisiko wie etwa auf Basis von geschlossenen Fondsmodellen, darstellen zu können. Dazu treten weitere Aspekte der Qualifizierung und Ausbildung des Fondsmanagements, um den spezifischen Herausforderungen von Investitionen in privaten Unternehmen sowie Mehrheitsbeteiligungen in börsennotierten Gesellschaften gerecht zu werden.<sup>258</sup>

<sup>256</sup> Vgl. Prokop (2008), S. 171.

<sup>257</sup> Vgl. Breslow und Gutman (2005), S. 5 f.

<sup>258</sup> Vgl. Rozwadowski und Young (2005), S. 71 f.

### 2.3.4.4 Marktbetrachtung Hedge Funds

In den vergangenen Jahren entwickelten sich *Hedge Funds* zu einer viel beachteten Anlageform. Grundsätzlich sind die Größe und die Entwicklung der weltweiten *Hedge Funds-Branche* nur sehr schwierig einzuschätzen, da *Hedge Funds* keinen einheitlichen Meldepflichten unterliegen.

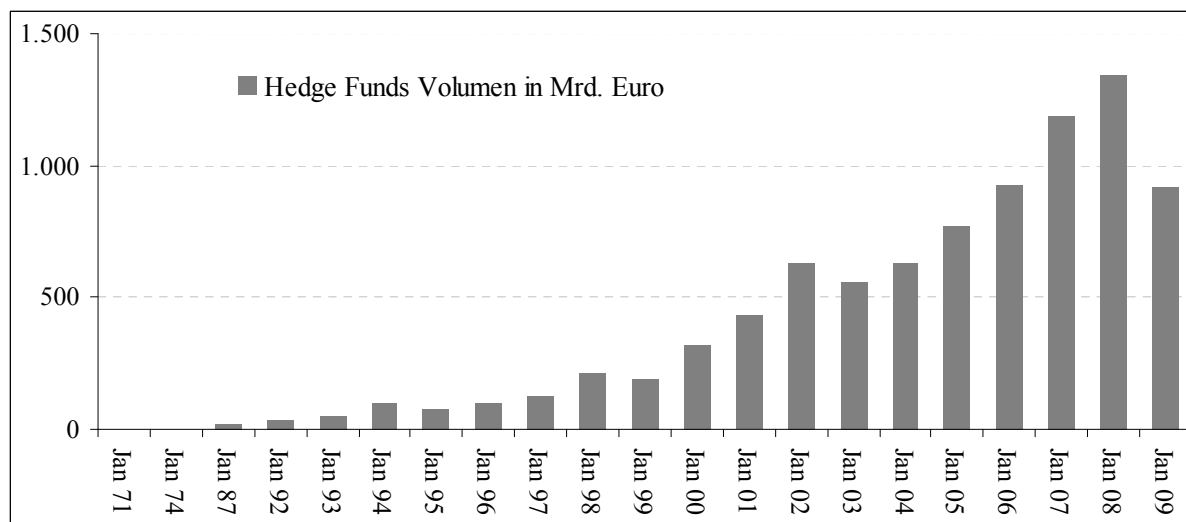


Abb. 2.15: Entwicklung des weltweiten Anlagevolumens von Hedge Funds

Quelle: Hennessee Group

Schätzungen gehen davon aus, dass das weltweit durch *Hedge Funds* verwaltete Vermögen von rund 320 Milliarden Euro im Jahr 2000 kontinuierlich auf über 1.345 Milliarden Euro in 2008 angestiegen ist. Nach massiven Kapitalabflüssen ab Mitte des Jahres 2008 bis in das erste Quartal des Jahres 2009 in Höhe von rund 40 Prozent des Fondsvolumens, kam es bereits ab dem zweiten Quartal 2009 zu einer Stabilisierung des in *Hedge Funds* investierten Vermögens bei rund 920 Milliarden Euro (vgl. Abb. 2.15). Ein flexibles Geschäftsmodell mit entsprechenden Renditen führt zu Vorteilen gegenüber den traditionellen Fonds im Hinblick auf die Einwerbung (*fundraising*) neuer Anlagegelder.<sup>259</sup> Dennoch mussten einige *Hedge Funds* als Reaktion auf die stark fallenden Kurse im Zuge der Finanzmarktkrise diese Flexibilität kurzfristig einschränken, indem sie die Auszahlung von Anlagegeldern entweder ganz oder teilweise einstellten. Zur Erfüllung der Rückzahlungsansprüche der Kapitalgeber hätten, unabhängig von der wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit der Transaktion, liquide Vermögenswerte veräußert werden müssen. In bereits fallenden Aktienmärkten kann dies zu

<sup>259</sup> Vgl. Kahan und Rock (2007), S. 1048 f.



weiteren Kursverlusten führen und die im Fonds verbleibenden Kapitalgeber stark schädigen. Als Alternative boten einzelne *Hedge Funds* ihren Kapitalgebern die Rückzahlung in Aktien aus dem Portfolio anstelle von Barmitteln an. Sofern *Hedge Funds* zwischen liquiden und illiquiden Vermögenswerten unterscheiden konnten, wurde die Rückzahlung auf die liquiden Vermögenswerte beschränkt. In Extremfällen liquidierten die Fondsmanager die gesamten Fondswerte um anschließend den Fonds zu schließen.<sup>260</sup> Die beobachteten Maßnahmen widersprechen grundsätzlich der flexiblen Gestaltung von offenen Fondsmodellen und waren nur durch die extremen Auswirkungen der jüngsten Finanzmarktkrise zu rechtfertigen.

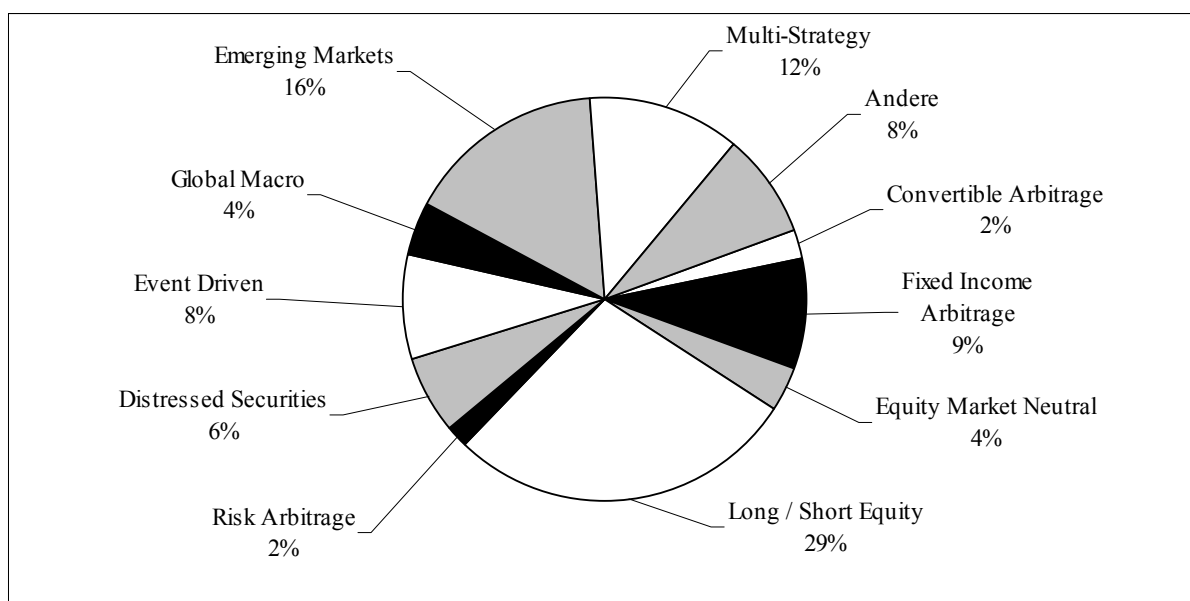


Abb. 2.16: Anteile der Hedge Fund-Strategien am Anlagevolumen in 2008

Quelle: BarclayHedge

Die Aufteilung des Anlagevolumens zwischen den verschiedenen Strategien ist mit großen Schwankungen verbunden und wird maßgeblich von der Entwicklung an den internationalen Aktien-, Anleihe- und Rohstoffmärkten beeinflusst. Im Verhältnis zu den hohen Investitionsvolumina einzelner *Hedge Fund-Strategien* (Abb. 2.16) wie etwa *Emerging Markets* oder *Long/Short Equity* zählen die als aktivistisch einzustufenden *Hedge Funds* eher zu einer volumenmäßig kleinen Gruppe. Nach Branchenschätzungen entfallen nur etwa drei Prozent des gesamten von *Hedge Funds* verwalteten Vermögens auf diese Gruppe.<sup>261</sup>

<sup>260</sup> Vgl. Brewster (2009).

<sup>261</sup> Vgl. Schmidt und Spindler (2008), S. 48.

In Europa bildet der Finanzplatz London mit rund 80 Prozent der *Hedge Funds* den Schwerpunkt der europäischen *Hedge Funds-Industrie*. In Deutschland sind *Hedge Funds*, im Gegensatz zur langen Tradition in den USA und Großbritannien, erst seit dem 1. Januar 2004 als Sondervermögen mit besonderen Risiken als Einzel- und Dachfonds zum Vertrieb zugelassen. Als erste deutsche Fondsgesellschaft wurde *Lupus Alpha* am 30. März 2004 durch die *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin) zugelassen. Am 31. März 2004 erhielt mit einem Fonds der *DWS* der erste Dachfonds die Zulassung zum Vertrieb.<sup>262</sup> Von 15 *Hedge Funds* Ende des Jahres 2004 stieg die Anzahl bis zum Jahr 2006 auf 45 registrierte *Hedge Funds* mit einem Fondsvolumen von rund 2,7 Milliarden Euro. Im Jahr 2007 setzte mit 39 *Hedge Funds* und 1,9 Milliarden Fondsvolumen bereits eine rückläufige Tendenz ein.<sup>263</sup> Mitte des Jahres 2008 waren noch 18 *Single Hedge Funds* sowie 20 *Fund of Hedge Funds* registriert.<sup>264</sup> Im Vergleich zur Popularität von *Hedge Funds* in den angelsächsischen Ländern, verdeutlicht diese Entwicklung das mangelnde Interesse der Investoren an in Deutschland zugelassenen *Hedge Funds*.<sup>265</sup>

### 2.3.5 Koopetition von Private Equity Funds und Hedge Funds

Die vorangestellten Ausführungen zu *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* haben gezeigt, dass beide Geschäftsmodelle sehr charakteristische Merkmale aufweisen. Dennoch kann im Einzelfall die Unterscheidung zwischen *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* schwierig sein, falls die Fondsmanager selbst keine eindeutige Zuordnung kommunizieren oder diese anhand semantischer Begrifflichkeiten erfolgt. Dies führt in der Praxis zu zahlreichen Überschneidungen, die sowohl von Kooperation als auch Konkurrenz geprägt sein können. Die Kooperation zwischen beiden Geschäftsmodellen zeigt sich insbesondere in der Symbiose von Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierungen im Bereich der *Leveraged Buyouts*. Während *Private Equity Funds* vorrangig in Eigenkapitaltitel investieren, wird die entsprechende Abdeckung durch Fremdkapital durch die Syndizierung und Weitergabe von Krediten am Sekundärmarkt letztendlich zu einem großen Teil durch *Hedge Funds* bereit gestellt.

<sup>262</sup> Vgl. Friedrich (2006), S. 46.

<sup>263</sup> Vgl. Busack und Sohl (2008), S. 28 f.

<sup>264</sup> Bis Februar 2008 veröffentlichte die BaFin zunächst nur die Anzahl der *Single Hedge Funds* ohne weitere Namens und Adressangaben. Erst ab März 2008 wurden, wie bereits bei den Dach-*Hedge Funds* praktiziert, die vollständigen Daten der Fondsgesellschaften veröffentlicht, vgl. Busack und Sohl (2008), S. 29.

<sup>265</sup> Bereits vor der Zulassung von Einzel- und Dachfonds besteht in Deutschland seit dem Jahr 1999 die Möglichkeit zur Emission von *Hedge Fund-Zertifikaten*, welche die Kursentwicklung eines Portfolios von *Hedge Funds* nachbilden. Ende Mai 2008 existierten in Deutschland rund 300 *Hedge Fund-Zertifikate* mit einem geschätzten Volumen von rund 30 Milliarden Euro, vgl. Busack und Sohl (2008), S. 28.

Während *Leveraged Buyouts* aufgrund der jüngsten Finanzmarktkrise faktisch nicht mehr zu beobachten sind, führt die internationale Aufarbeitung der Krisenursachen zu vergleichbaren Initiativen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*. Dies spiegelt sich in der Reaktion auf die geplante Verschärfung der staatlichen Regulierung der internationalen Finanzmärkte wider. Zunächst versuchten sowohl *Private Equity Funds* als auch *Hedge Funds* durch die Etablierung von freiwilligen Branchenstandards mehr Transparenz zu schaffen. Dies wurde mit dem vordergründigen Ziel verfolgt, beide bisher wenig regulierte Typen von Finanzinvestoren auch in Zukunft vor staatlicher Regulierung weitestgehend zu bewahren. Dennoch wurden im Nachgang der Finanzmarktkrise zahlreiche Gesetzesinitiativen auf den Weg gebracht, die eine stärkere Kontrolle von Finanzinvestoren vorsehen. Dazu nehmen *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* mit vergleichbaren Argumenten Stellung. Im Mittelpunkt der Argumentation gegen mehr staatliche Kontrolle dieser privaten Finanzinvestoren steht in erster Linie der gemeinsame Verweis auf die Professionalität der Kapitalgeber, die in *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* investieren.<sup>266</sup>

Neben der Kooperation beider Geschäftsmodelle konnte in den letzten Jahren gleichzeitig ein zunehmender Wettbewerb zwischen *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* um attraktive Beteiligungsmöglichkeiten beobachtet werden. Zum einen weiteten *Private Equity Funds* das bestehende Geschäftsmodell auf Minderheitsbeteiligungen in börsennotierten Gesellschaften aus. Zum anderen beteiligten sich *Hedge Funds* an privaten Gesellschaften im Rahmen von Restrukturierungen und *Buyouts*. In der Fachliteratur wurden diese Annäherung beider Geschäftsmodelle bereits als Konvergenz zwischen *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* interpretiert.<sup>267</sup> Ein wesentlicher Treiber der Ausweitung beider Geschäftsmodelle war bisher der massive Zufluss an Anlagegeldern in beide alternativen Anlageformen sowie die vorhandene Liquidität an den Kapitalmärkten.<sup>268</sup> Aufgrund der veränderten Kapitalmarktsituation investieren sowohl *Private Equity Funds* als auch *Hedge Funds* als Reaktion auf die internationale Finanzkrise in ausfallgefährdetes Fremdkapital (*distressed debt*) krisengeschüttelter Unternehmen. Die Annäherung beider Geschäftsmodelle in ausgewählten Anlagestrategien setzt sich damit fort.<sup>269</sup>

Während es sich bei *Private Equity Funds* grundsätzlich um aktive Beteiligungsstrategien im Sinne dieser Untersuchung handelt, stellen diese bei *Hedge Funds* nur einen Teil der möglichen Anlagestrategien dar. Sofern *Hedge Funds* aktive Beteiligungsstra-

<sup>266</sup> Die ausführliche Analyse von Branchenstandards zur Verbesserung der Transparenz von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* sowie der staatlichen Regulierungsbestrebungen erfolgt in Kapitel 3.4.

<sup>267</sup> Vgl. stellvertretend die Arbeiten von Shadab (2009) sowie Bevilacqua (2006).

<sup>268</sup> Vgl. Shadab (2009), S. 606 f.

<sup>269</sup> Vgl. Sakoui (2008), S. 1.

tegien verfolgen, werden diese, wie etwa bei der Bildung von *Hedge Fund-Indizes*, in erster Linie den Anlagestrategien *Long / Short Equity* sowie *Event Driven* zugeordnet, stellen dann aber den volumenmäßig weitaus kleineren Teil dar.<sup>270</sup> Die bisher beobachtbare Überschneidung von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* wird in Abb. 2.17 zusammenfassend dargestellt.

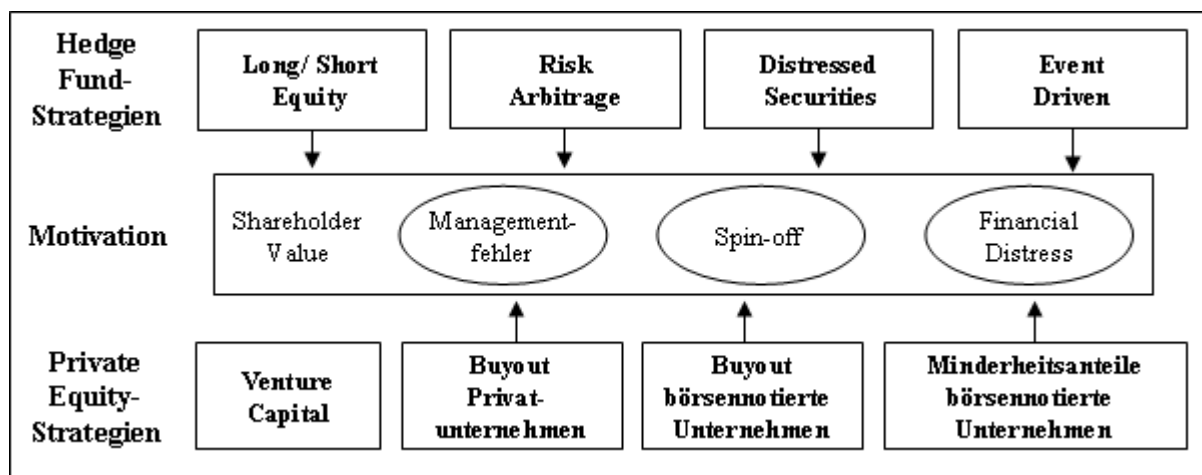


Abb. 2.17: Aktive Anlagestrategien von Private Equity Funds und Hedge Funds

Für *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* stellt die internationale Finanzmarktkrise eine Zäsur dar. Die Entwicklung beider Geschäftsmodelle wird entscheidend durch die zukünftige Kapitalallokation der Kapitalgeber geprägt sein. Aus diesem Grund kann das Verhältnis von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* auch als Kooperationsverhältnis interpretiert werden, da sich bestimmte Anlagestrategien gegenseitig ergänzen werden, aber gleichzeitig ein Wettbewerb um Anlagegelder und attraktive Beteiligungsmöglichkeiten bestehen bleibt. Diese umfassen dann *Private Equity-ähnliche Investments* von *Hedge Funds*, *Hedge Funds-ähnliche Investment* von *Private Equity Funds* sowie die parallele Auflage von *Hedge Funds* durch Fondsmanagementgesellschaften, die bisher entweder ausschließlich *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* auflegten.<sup>271</sup> Aus Sicht der Kapitalgeber ergeben sich hieraus wichtige Fragestellungen hinsichtlich der unterschiedlichen Renditeerwartungen sowie der Erfüllung von Transparenzanforderungen zwischen beiden Geschäftsmodellen. Beide

<sup>270</sup> Auf Anfrage bestätigte der internationale Hedge Fund-Indexanbieter CFSB Tremont, dass Hedge Funds mit aktiven Anlagestrategien in erster Linie in die Kategorie Event Driven und in Einzelfällen auch in Long/Short Equity eingeordnet werden. Für eine detaillierte Beschreibung der Hedge Fund-Strategien Long/Short Equity sowie Event Driven vgl. Kapitel 2.3.4.2.

<sup>271</sup> Die zu erwartende Kategorisierung beruht u.a. auf Balsler und Hesse (2007), Borello und Bader (2004), Breslow und Gutman (2005), Grant\_Thornton (2006), Hollenberg (2006), Judd (2006), Kaserer und Achleitner (2005), Kreuzer und Cole (2006) sowie Tun und Cochrane (2006).

Aspekte stellen die zentralen Untersuchungsschwerpunkte der vorliegenden Arbeit dar und werden in den folgenden Kapiteln diskutiert.

## 2.4 Zusammenfassung der Ergebnisse

Aktive Beteiligungsgesellschaften im Sinne von *Private Equity Funds* und *aktivistischen Hedge Funds* nutzen die ihnen als Anteilseigner übertragenen Rechte, um den Wert ihrer Beteiligung an einem Portfoliounternehmen aktiv zu erhöhen. Damit grenzen sie sich in ihrem Investitionsverhalten von passiven Investoren, wie etwa Kleinanlegern oder Publikumsfonds, deutlich ab. Die mit aktiven Anlagestrategien auf Ebene der Portfoliounternehmen verbundenen Forderungen und Ziele von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* richten sich vorrangig an die ausreichende Erfüllung der Sorgfaltspflichten des Managements, die Ahndung treuwidrigen Verhaltens des Managements, die Verfolgung eines wertorientierten Investitionsverhaltens in Verbindung mit einer teilweisen Verlängerung des Betrachtungshorizonts für betriebliche Entscheidungen sowie die Ausschüttung von freien liquiden Mitteln an die Anteilseigner.

Bei Portfoliounternehmen in der Rechtsform von Kapitalgesellschaften, insbesondere von Aktiengesellschaften, sind die entsprechenden Maßnahmen unter Beachtung der gesellschaftsrechtlichen Kompetenzverteilung zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung umzusetzen. Allerdings gehen mit den entsprechenden Aktionärsrechten weitere Pflichten, wie etwa aktien- und kapitalmarktrechtliche Publizitätspflichten, einher. Vor diesem Hintergrund sind die Beteiligungsverhältnisse an den Portfoliounternehmen, unter Berücksichtigung der gesetzlichen Meldeschwellen, seitens der *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* offenzulegen.

Im Hinblick auf die eigene gesellschaftsrechtliche Gestaltung sind *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* in zahlreichen Aspekten vergleichbar. Dies betrifft allen voran die Nutzung von Fondsmodellen zur Gestaltung der Intermediärsfunktion zwischen Portfoliounternehmen und Kapitalgebern. In diesem Zusammenhang nutzen *Hedge Funds* in der Regel offene Fondsmodelle, welche den Kapitalgebern auch während der operativen Tätigkeit des Fonds entsprechende Rückgabemöglichkeiten der Fondsanteile gewähren. Im Gegensatz dazu, werden *Private Equity Funds* vorrangig als geschlossene Fondsmodelle strukturiert, welche Rückzahlungen an die Kapitalgeber an entsprechende Desinvestitionen von Portfoliounternehmen knüpfen. Dies erlaubt *Private Equity Funds* vergleichsweise längerfristige Anlagestrategien zu verfolgen, da sie vor zwischenzeitlichen Liquiditätsabflüssen weitestgehend geschützt sind.

Sowohl *Private Equity Funds* als auch *Hedge Funds* konnten in den vergangenen Jahren einen enormen Zufluss an Anlagegeldern verzeichnen. Dies führte zu einer Über-

schneidung und teilweisen Konvergenz der bisher bekannten Geschäftsmodelle. So konnten bei *Hedge Funds*, neben den typischen Minderheitsbeteiligungen an börsennotierten Gesellschaften, vermehrt Beteiligungen in nicht-börsennotierten Unternehmen beobachtet werden. Analog dazu investierten *Private Equity Funds*, neben den bisher typischen Mehrheitsbeteiligungen in nicht-börsennotierten Unternehmen, zunehmend in Minderheitsbeteiligungen von börsennotierten Gesellschaften. Allerdings erfuhren diese Entwicklungen im Rahmen der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise eine tiefgreifende Zäsur, welche nach Ansicht von Marktteilnehmern zu einer Neuordnung der Anlagestrategien von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* führen könnte.

### **3 Gestaltung des Transparenzniveaus auf Fondsebene**

Mit der Entwicklung eines Gestaltungsmodells zur individuellen Ableitung des Transparenzniveaus einer aktiven Beteiligungsgesellschaft bildet das folgende Kapitel den konzeptionellen Teil der Arbeit. Wesentliche Elemente des Gestaltungsmodells bilden die gesetzlich determinierten Berichts- und Offenlegungspflichten für regulierte Geschäftsmodelle sowie die bestehenden Bewertungs- und Reportingrichtlinien der internationalen Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*. Die zahlreichen Initiativen zur Verbesserung der Transparenz von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* als Reaktion auf die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise finden entsprechende Berücksichtigung. Die Operationalisierung des Gestaltungsmodells erfolgt modular anhand abgrenzbarer Bausteine (*building blocks*), welche im Sinne eines *Application Engineerings* gemäß den Zielvorstellungen der Kapitalgeber oder des Fondsmanagements individuell zusammengefügt werden können.

#### **3.1 Konzeption des Gestaltungsmodells**

Die Überlegungen zur Konzeption des modularen Gestaltungsmodells sind wie folgt gegliedert. In einem ersten Schritt wird die allgemeine Vorgehensweise zur Gestaltung von Geschäftsmodellen für aktive Beteiligungsgesellschaften auf Basis der Zielvorstellungen der beteiligten Parteien erläutert. In einem zweiten Schritt erfolgt die Analyse des Aufbaus und der Struktur der Berichterstattung mit dem Ziel, die vielfältigen Berichts- und Offenlegungspflichten systematisch zu erfassen. Darauf aufbauend wird in einem dritten Schritt der konzeptionelle Modellrahmen entwickelt.

##### **3.1.1 Zielorientierte Gestaltung von Geschäftsmodellen**

Vor dem Hintergrund einer verhältnismäßig langen Tradition aktiver Beteiligungsgesellschaften in den USA und Großbritannien nehmen in erster Linie Fondsmanager aus diesen Ländern entscheidenden Einfluss auf die Weiterentwicklung der bestehenden Geschäftsmodelle. Ohnehin stellen Landesgrenzen für die international agierenden Fondsmanager auf der Suche nach geeigneten Portfoliounternehmen in der Regel kein Hindernis dar. Ganz im Gegensatz dazu verhält es sich mit Regelungen und Vorschriften, welche die Stellung und das Verhältnis zwischen Beteiligungsgesellschaft, Fondsmanagement und Kapitalgeber betreffen, da diese grundsätzlich auf nationaler Gesetzgebung beruhen. Dies gilt insbesondere dann, wenn regulierte Geschäftsmodelle

zur Anwendung kommen sollen.<sup>272</sup> In Folge dessen steht die Gestaltung neuer Geschäftsmodelle im Spannungsfeld zwischen der Berücksichtigung der individuellen Zielvorstellungen von Fondsmanagement und Kapitalgebern sowie der gleichzeitigen Einhaltung der gesetzlichen Rahmenbedingungen.

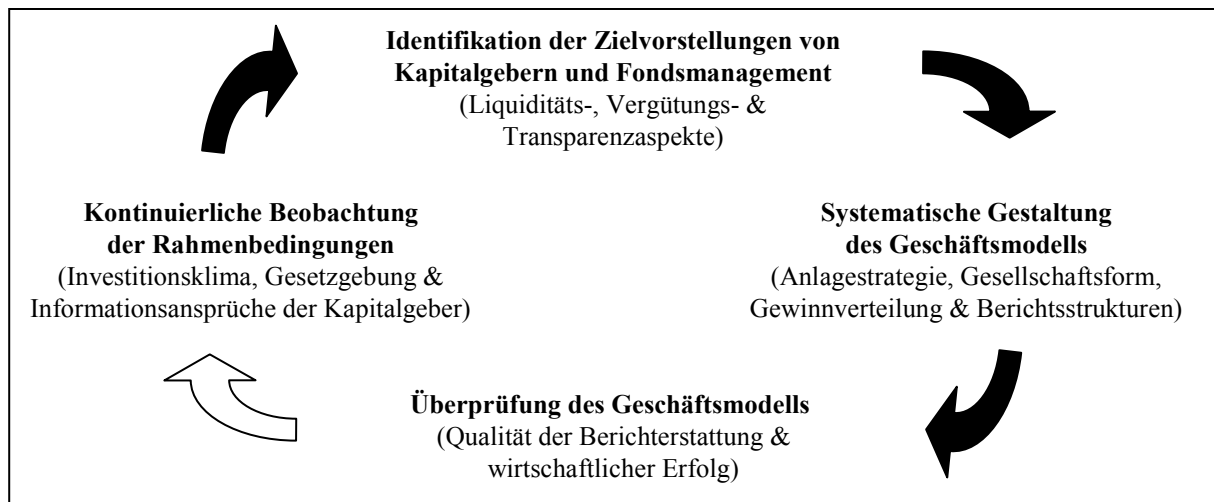


Abb. 3.1: Vorgehensweise zur Entwicklung von individuellen Geschäftsmodellen

Der erste Schritt zur Gestaltung eines individuellen Geschäftsmodells für eine aktive Beteiligungsgesellschaft besteht in der Identifikation der Zielvorstellungen der beteiligten Parteien (vgl. Abb. 3.1). Die Zielvorstellungen des Fondsmanagements umfassen insbesondere Aspekte der Mittelverwendung, der Liquiditätsplanung sowie der Vergütung. Möglichst hohe Freiheitsgrade hinsichtlich der Auswahl verschiedener Typen von Portfoliounternehmen wie etwa börsen- beziehungsweise nicht-börsennotierter Unternehmen erhöhen die Flexibilität des Fondsmanagements auf Marktchancen zu reagieren. Darüber hinaus erhöht der zusätzliche Einsatz von Fremdkapital den Aktionsradius des Fondsmanagements. Diese Faktoren sind eng mit der Liquiditätsplanung einer aktiven Beteiligungsgesellschaft verbunden. Eine längerfristige Bindung der anvertrauten Mittel erhöht zum einen den Handlungsspielraum des Fondsmanagements. Im Gegenzug können die Liquidationsmöglichkeiten der Kapitalgeber, gerade bei geschlossenen Fondsmodellen, in gleicher Weise eingeschränkt werden.<sup>273</sup>

Im Hinblick auf die Vergütungssysteme ist aus Sicht des Fondsmanagements eine möglichst hohe gewinnunabhängige Basisvergütung vorteilhaft, welche durch eine gewinnabhängige Komponente ergänzt wird. Aus diesem Grund werden Verwaltungs-

<sup>272</sup> Vgl. zu den regulierten Geschäftsmodellen Kapitel 2.3.2.1.

<sup>273</sup> Vgl. zu den Interdependenzen zwischen den Investmentebenen Kapitel 2.3.1.3.



gebühren erhoben, die in der Regel nicht unmittelbar mit dem wirtschaftlichen Erfolg der Beteiligungsgesellschaft verbunden sind, sondern sich üblicherweise an der Höhe der verwalteten Mittel bemessen. Aus Sicht der Kapitalgeber sollten die Vergütungssysteme die Verteilung von Chancen und Risiken zwischen den beteiligten Parteien möglichst gleichmäßig widerspiegeln. Dies ist insbesondere dann nicht der Fall, wenn das Fondsmanagement an den Gewinnen der aktiven Beteiligungsgesellschaft partizipiert und mögliche Verluste vorrangig durch die Kapitalgeber getragen werden.

Die Zielvorstellungen der Kapitalgeber an die Gestaltung der Beteiligungsgesellschaft umfassen darüber hinaus in erster Linie Investitions- und Transparenzaspekte. Die aus Sicht eines Kapitalgebers in eine aktive Beteiligungsgesellschaft investierten Mittel bilden in der Regel nur einen Teil des persönlichen Anlageportfolios ab. Die verbleibenden Mittel können sich, insbesondere bei institutionellen Kapitalgebern, auf mehrere aktive Beteiligungsgesellschaften oder weitere Anlageklassen verteilen. Vor diesem Hintergrund ist die fundierte Kenntnis der möglichen Anlagestrategien sowie deren ordnungsgemäße Umsetzung von herausragender Bedeutung, um eine optimale Kapitalallokation vorzunehmen und die Risiken des Gesamtportfolios entsprechend diversifizieren zu können.<sup>274</sup> Dies erfordert sowohl im Vorfeld der Investitionsentscheidung als auch während der operativen Investitionstätigkeit eine regelmäßige und umfassende Berichterstattung des Fondsmanagements an die Kapitalgeber.

Aufgrund ihrer typischen Konstruktionsmerkmale stellen die Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* eine Ausgangsbasis zur rechtlichen und vertraglichen Gestaltung von aktiven Beteiligungsgesellschaften zur Verfügung.<sup>275</sup> Die Verhandlungspositionen zur Berücksichtigung der individuellen Zielvorstellungen in der Gestaltung des Geschäftsmodells werden maßgeblich durch das vorherrschende Marktumfeld bestimmt. Die hohe Nachfrage nach Beteiligungen an *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* in den vergangenen Jahren führten dazu, dass die Strukturen und Konditionen bisher vorrangig durch das Fondsmanagement festgelegt werden konnten. Die negativen Auswirkungen der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise auf das *Fundraising* für neue Beteiligungsgesellschaften stärken nach Ansicht von Marktteilnehmern die Verhandlungsposition der Kapitalgeber, ihre Zielvorstellungen gegenüber dem Fondsmanagement hinsichtlich der Gestaltung eines Geschäftsmodells besser durchzusetzen und aufeinander abzustimmen. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Forderung nach einer verbesserten Transparenz der Geschäftsmodelle.

In einem zweiten Schritt erfolgt auf Basis der abgestimmten Zielvorstellungen die systematische Gestaltung des Geschäftsmodells unter Einhaltung der einschlägigen ge-

<sup>274</sup> Vgl. zur Bildung von Portfolios sowie zur Kapitalallokation (Asset Allocation) Spremann (2008), S. 8 ff.

<sup>275</sup> Vgl. Prokop (2008), S. 170.

setzlichen Vorgaben und Richtlinien. An dieser Stelle können mehrere Gestaltungsvarianten überprüft werden, um die optimale Berücksichtigung der Zielvorstellungen zu gewährleisten. Im Rahmen dessen werden die zukünftigen Anlagestrategien und Handlungsfreiheiten des Fondsmanagements definiert, eine geeignete Gesellschaftsform ausgewählt sowie die Gewinnverteilung zwischen Kapitalgebern sowie Fondsmanagement vertraglich geregelt. Für gewöhnlich erfolgt dies mit Unterstützung von Experten auf dem Gebiet des Vertrags- und Steuerrechts. Darüber hinaus werden über die gesetzlichen Berichtspflichten hinaus, individuelle Berichts- und Informationspflichten zwischen Fondsmanagement und Kapitalgebern vereinbart. Im Anschluss daran kann das Geschäftsmodell etabliert und die operative Investmenttätigkeit durch das Fondsmanagement aufgenommen werden.

In einem dritten Schritt erfolgt die Überprüfung des gewählten Geschäftsmodells im Hinblick auf die Erfüllung der angestrebten Zielvorstellungen. Diese kann aus Sicht der Kapitalgeber während der aktiven Investmenttätigkeit anhand der regelmäßigen Berichterstattung des Fondsmanagements erfolgen. Dies setzt die entsprechende Qualität der Berichterstattung voraus. Der wirtschaftliche Erfolg eines Geschäftsmodells kann ohnehin erst nach der Liquidation sämtlicher Beteiligungen endgültig gemessen werden. Dennoch kann im Rahmen der regelmäßigen Überprüfung des Geschäftsmodells entsprechender Optimierungsbedarf identifiziert werden, um entweder das bestehende Geschäftsmodell punktuell zu verbessern oder die gewonnen Erkenntnisse im Rahmen der Gestaltung von neuen Geschäftsmodellen zur berücksichtigen.

Die Optimierung der bestehenden Geschäftsmodelle setzt die kontinuierliche Beobachtung der einschlägigen Rahmenbedingungen für aktive Beteiligungsgesellschaften voraus. In gesetzlicher Hinsicht zählen dazu die laufenden Anpassungen des Steuerrechts sowie der Regulierung von aktiven Beteiligungsgesellschaften. Für das zukünftige *Fundraising* ist insbesondere die Abschätzung des aktuellen Investitionsklimas durch das Fondsmanagement von großer Bedeutung. In Bezug auf die Gestaltung der Berichterstattung stellt die konsequente Anwendung der Berichts- und Bewertungsstandards der internationalen Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* mittlerweile einen wichtigen Wettbewerbs- und Differenzierungsfaktor dar. Dies erfordert den Aufbau und die Struktur der Berichterstattung von aktiven Beteiligungsgesellschaften kontinuierlich auf ihre Aktualität hin zu überprüfen, um die geforderten Transparenzkriterien der Kapitalgeber zu erfüllen.

### **3.1.2 Aufbau und Struktur der Berichterstattung**

Der typische Aufbau einer aktiven Beteiligungsgesellschaft führt mit der unterschiedlichen Zuordnung von Kompetenzen und Verantwortlichkeiten zwischen der *Investor-*

ebene, der *Fondsebene* sowie der *Portfolioebene* zu einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen den beteiligten Parteien.<sup>276</sup> Dies betrifft zum einen die Beziehung zwischen den Portfoliounternehmen und dem Fondsmanagement sowie zum anderen das Verhältnis zwischen Fondsmanagement und Kapitalgebern. Da Portfoliounternehmen und Kapitalgeber in der Regel nicht direkt miteinander in Kontrakt treten, kommt dem Fondsmanagement eine zentrale Informations- und Kommunikationsfunktion zu. Vor diesem Hintergrund hat das Fondsmanagement, stellvertretend für die aktive Beteiligungsgesellschaft, eine Reihe von Berichts- und Offenlegungspflichten an verschiedene Adressaten zu erfüllen. Die Berichts- und Offenlegungspflichten lassen sich grundsätzlich in gesetzliche Vorgaben, vertragliche Vereinbarungen sowie freiwillige Selbstverpflichtungen unterteilen.

Erwirbt eine aktive Beteiligungsgesellschaft eine Beteiligung an einem Portfoliounternehmen oder variiert die Höhe einer bestehenden Beteiligung, sind zunächst die in Kapitel 2.1.2 erläuterten Pflichten zur Beteiligungspublizität zu beachten. Diese umfassen zum einen aktienrechtliche Mitteilungspflichten, welche direkt an das Portfoliounternehmen zu richten sind und anschließend in dessen Gesellschaftsblättern veröffentlicht werden. Zum anderen gelten für Beteiligungen an börsennotierten Portfoliounternehmen weitergehende kapitalmarktrechtliche Mitteilungspflichten, welche neben den Portfoliounternehmen auch gegenüber den Aufsichtsbehörden erfüllt werden müssen. Auch diese Informationen werden im Anschluss an die Meldung veröffentlicht und stehen somit allen interessierten Parteien wie etwa den weiteren Anteilseignern der Portfoliounternehmen sowie den bestehenden und potenziellen Kapitalgebern der aktiven Beteiligungsgesellschaft zur Verfügung.

Die Erfüllung der handelsrechtlichen Rechnungslegungspflichten (*statutory accounts*) zählt ebenfalls zu den gesetzlichen Berichts- und Offenlegungspflichten von aktiven Beteiligungsgesellschaften. In Deutschland bildet das *Handelsgesetzbuch (HGB)* die Grundlage zur Erstellung der handelsrechtlichen Berichterstattung. In dessen Zentrum steht der handelsrechtliche Jahresabschluss, der gegebenenfalls durch entsprechende Halbjahres- oder Quartalsberichte ergänzt werden kann.<sup>277</sup> Die zentralen Funktionen des handelsrechtlichen Jahresabschlusses liegen zum einen in der Regelung von Informationsinteressen, indem auf Basis von objektivierten und normierten Regeln die Interessensgegensätze der verschiedenen Beteiligungsgruppen wie etwa Kapitalgeber, Kreditgeber, Arbeitnehmer, Kunden und Lieferanten berücksichtigt werden. Zum an-

<sup>276</sup> Vgl. zur Einteilung der verschiedenen Ebenen Kapitel 2.3.1.2.

<sup>277</sup> Bei Kapitalgesellschaften besteht der Jahresabschluss aus Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung sowie dem Anhang. Für mittelgroße und große Kapitalgesellschaften besteht darüber hinaus die Pflicht zur Aufstellung eines Lageberichts. Als weitere Informationspflichten treten im Einzelfall die Aufstellung einer Kapitalflussrechnung sowie eines Eigenkapitalspiegels hinzu. Darüber hinaus kann der Jahresabschluss durch eine Segmentberichterstattung erweitert werden (§ 264 Abs. 1).

deren kommt dem handelsrechtlichen Jahresabschluss eine Zahlungsbemessungsfunktion zu, welche die Interessengegensätze zwischen Gläubigern und Kapitalgebern sowie zwischen Kapitalgebern und Fondsmanagement hinsichtlich ergebnisabhängiger Einkommenszahlungen wie Dividenden und Erfolgsbeteiligungen regelt.<sup>278</sup> Neben dem deutschen Handelsrecht kommen für international- oder kapitalmarktorientierte aktive Beteiligungsgesellschaften die *International Financial Reporting Standards (IFRS)*<sup>279</sup> zur Anwendung.<sup>280</sup> Weder das deutsche *HGB* noch die *IFRS* sehen für aktive Beteiligungsgesellschaften industriespezifische Vorschriften vor. Die Darstellung der allgemeinen handelsrechtlichen Rechnungspflichten ist daher nicht Bestandteil der vorliegenden Arbeit.<sup>281</sup> Durch die einschlägigen Offenlegungspflichten des handelsrechtlichen Jahresabschlusses wird der Adressatenkreis dieser Berichterstattung, neben den Kapitalgebern, auf weitere Empfänger wie etwa Aufsichtsbehörden, potenzielle Kapitalgeber, die Portfoliounternehmen oder die interessierte Öffentlichkeit ausgeweitet.<sup>282</sup> Vor diesem Hintergrund beschränkt sich der Umfang der handelsrechtlichen Berichterstattung in der Regel auf die gesetzlich vorgegebenen Mindestanforderungen.

In Deutschland können Fondsmanager und Kapitalgeber zwischen regulierten und freien Geschäftsmodellen für aktive Beteiligungsgesellschaften wählen.<sup>283</sup> Für regulierte Geschäftsmodelle sieht der Gesetzgeber über die bisher genannten gesetzlichen Vorgaben hinaus, weitere gesetzliche Berichts- und Informationspflichten vor. Diese dienen zum einen dem Schutz der Kapitalgeber und sollen zum anderen eine ausreichende Transparenz der Geschäftsmodelle gewährleisten, um die Investmentaktivitäten gemäß den geforderten Kriterien des Gesetzgebers zu überwachen. Somit sind

<sup>278</sup> Vgl. Coenberg, Haller und Schultze (2009), S. 34 f.

<sup>279</sup> Im Jahr 2001 fand eine Umbenennung der International Accounting Standards (IAS) in International Financial Reporting Standards (IFRS) statt. Die bis dahin bestehenden Standards werden weiterhin mit IAS und nachfolgend neu geschaffene Standards mit IFRS bezeichnet. Im Rahmen dieser Arbeit wird für das gesamte Regelwerk die Bezeichnung IFRS und für die Einzelstandards entweder IAS oder IFRS verwendet.

<sup>280</sup> Kapitalmarktorientierte Gesellschaften sind in Deutschland seit dem 1. Januar 2005 zur Aufstellung eines Konzernabschlusses nach IFRS verpflichtet (§ 315a HGB). Nicht kapitalmarktorientierten Gesellschaften erlaubt der Gesetzgeber ein Wahlrecht zwischen einem HGB-Konzernabschluss und einem Abschluss nach IFRS, vgl. Achleitner, Behr und Schäfer (2009), S. 25.

<sup>281</sup> Vgl. zu den handelsrechtlichen Rechnungslegungspflichten ausführlich Müller (2008), S. 147 ff.

<sup>282</sup> Die Pflichten zur Offenlegung werden grundsätzlich in § 325 HGB sowie in weiteren Spezialgesetzen, wie etwa dem Publizitätsgesetz geregelt. Demnach haben Kapitalgesellschaften (Aktiengesellschaften, Kommanditgesellschaften auf Aktien, GmbHs), eingetragene Genossenschaften, Personenhandelsgesellschaften ohne eine natürliche Person als persönlich haftender Gesellschafter (GmbH & Co. KGs, OHGs mit einer Kapitalgesellschaft als persönlich haftendem Gesellschafter) und Zweigniederlassungen bestimmter ausländischer Kapitalgesellschaften, insbesondere Limiteds, den Jahresabschluss bzw. die Rechnungslegungsunterlagen beim elektronischen Bundesanzeiger zur Offenlegung einreichen. Unabhängig von der Rechtsform offenlegungspflichtig sind Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute, Pensionsfonds sowie Versicherungsunternehmen. Offenlegungspflichtig nach Publizitätsgesetz sind generell Unternehmen, die in drei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren zwei der drei folgenden Merkmale erfüllen: Bilanzsumme über 65 Mio. Euro, Umsatzerlöse über 130 Mio. Euro, durchschnittlich über 5.000 Mitarbeiter, vgl. zu den Details der Veröffentlichung sowie zum Abruf veröffentlichter Jahresabschlüsse [www.ebundesanzeiger.de](http://www.ebundesanzeiger.de).

<sup>283</sup> Vgl. zu den regulierten Geschäftsmodellen Kapitel 2.3.2.1.

mit der Wahl eines regulierten Geschäftsmodells *ceteris paribus* erweiterte Berichts- und Offenlegungspflichten verbunden. Die Anwendung eines regulierten Geschäftsmodells setzt allerdings die Kongruenz der gewünschten Anlagestrategie mit den Anlagerestriktionen des jeweiligen regulierten Geschäftsmodells voraus.

Um mögliche Informationsdefizite der handelsrechtlichen Berichterstattung sowie der beschriebenen öffentlich zur Verfügung stehenden Informationen auszugleichen, stellt das Fondsmanagement den Kapitalgebern im Rahmen des *Investorreportings* in regelmäßigen Abständen weitergehende Information zur Verfügung. Das *Investorreporting* richtet sich in der Regel ausschließlich an die Kapitalgeber und wird nicht veröffentlicht. Somit kann das Fondsmanagement individuell auf die spezifischen Informationsbedürfnisse der Kapitalgeber eingehen. Die Gestaltung der Berichtsinhalte des *Investorreportings* werden entweder im Rahmen *des Investment Agreements* vertraglich vereinbart oder beruhen auf freiwilligen Selbstverpflichtungen des Fondsmanagements. Als Grundlage zur Gestaltung des *Investorreportings* stehen mittlerweile zahlreiche Richtlinien und Empfehlungen der internationalen Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zur Verfügung.

Die Notwendigkeit zum Aufbau und der Verwendung von aussagekräftigen Standards und Richtlinien zur Berichterstattung von aktiven Beteiligungsgesellschaften ist in der finanzwirtschaftlichen Literatur unumstritten. Deren konsequente Anwendung ermöglicht den Aufbau eines standardisierten Berichtswesens, mit dem sowohl der Aufwand auf Fondsebene in einem vertretbaren Umfang gehalten werden kann als auch der Informationsbedarf der Kapitalgeber erfüllt werden kann. Voraussetzung dazu ist die entsprechende Zweckmäßigkeit der gewählten Standards und Richtlinien für das jeweilige Geschäftsmodell der aktiven Beteiligungsgesellschaft. Um dies zu gewährleisten, ist ein detaillierter Abgleich der Richtlinieninhalte mit den speziellen Anforderungen und Charakteristika des Geschäftsmodells sowie den Zielvorstellungen des Fondsmanagements und der Kapitalgeber erforderlich.

Neben den Vorgaben des Gesetzgeber sowie den Richtlinien und Empfehlungen der internationalen Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* bleibt es dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern natürlich selbst überlassen, die Kommunikation im Rahmen des *Investorreportings* individuell an die jeweiligen Bedürfnisse anzupassen und weitere Inhalte zu definieren. Aus Sicht des Fondsmanagements dient die freiwillige Anwendung geeigneter Berichts- und Bewertungsrichtlinien zur Gestaltung des *Investorreportings* in erster Linie dazu, das Vertrauen der Kapitalgeber zu gewinnen oder zu erhalten. Insgesamt haben *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* im Zuge der Aufarbeitung der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise die Bedeu-

tung einer kapitalgeberorientierten Gestaltung der Berichterstattung als entscheidenden Wettbewerbsfaktor erkannt.

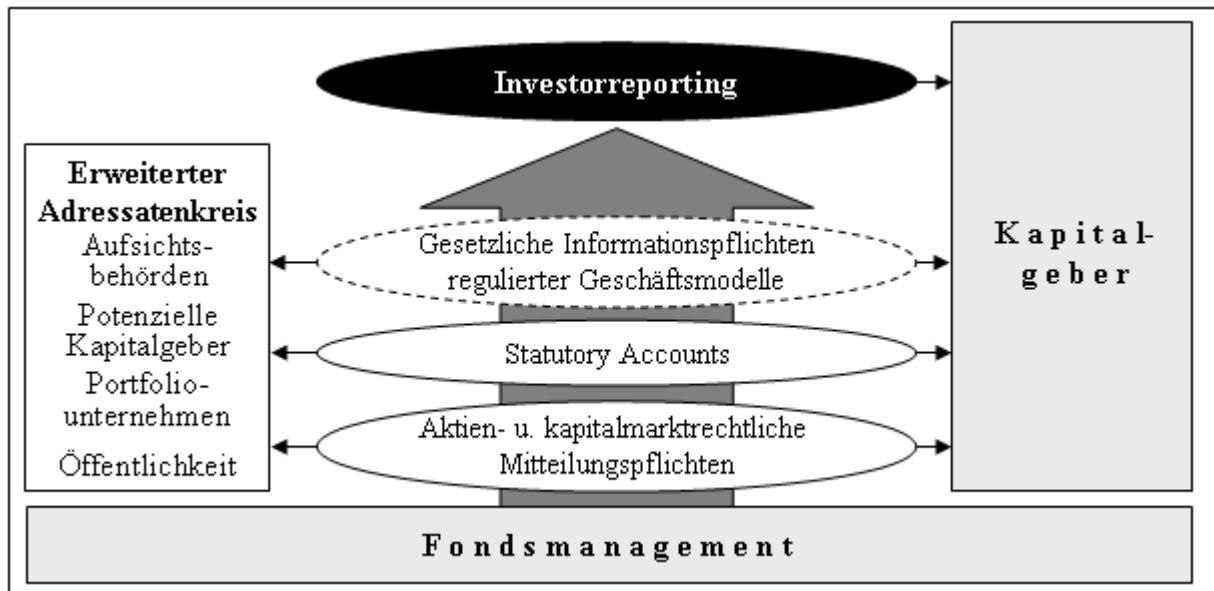


Abb. 3.2: Aufbau und Adressaten der Berichterstattung

Wie in Abb. 3.2 zusammenfassend dargestellt, folgen die Berichts- und Offenlegungspflichten von aktiven Beteiligungsgesellschaften mit den aktien- und kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten, den handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften (*statutory accounts*) sowie dem vertraglich vereinbartem *Investorreporting* grundsätzlich einem dreistufigem Aufbau. Basiert die aktive Beteiligungsgesellschaft darüber hinaus auf einem regulierten Geschäftsmodell, treten zusätzlich gesetzlich verankerte Berichts- und Offenlegungspflichten als vierte Stufe hinzu. Die Vorgaben des Gesetzgebers zu den aktien- und kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten sowie zur handelsrechtlichen Berichterstattung bilden das Fundament der Berichterstattung. Aufgrund der damit verbundenen gesetzlichen Offenlegungspflichten richten sich diese Informationen neben den Kapitalgebern an einen erweiterten Adressatenkreis. Im Gegensatz dazu wird das *Investorreporting* auf die individuellen Bedürfnisse der Kapitalgeber zugeschnitten und basiert auf der vertrauensvollen Weitergabe von Informationen zwischen Fondsmanagement und Kapitalgebern. Das *Investorreporting* stellt damit ein sehr flexibles Instrument zur Berichterstattung an die Kapitalgeber dar.

Diese Flexibilität ermöglicht die genaue Definition eines geeigneten Transparenzniveaus der aktiven Beteiligungsgesellschaft, um die Art und Weise der Kommunikation zwischen Fondsmanagement und Kapitalgebern zu determinieren. Die Definition des Transparenzniveaus erfolgt anhand geeigneter Kriterien zur Quantität und Qualität des

Informationsflusses. Die quantitativen Kriterien umfassen im Wesentlichen die Frequenz der Berichterstattung sowie deren Umfang. Von entscheidender Bedeutung ist allerdings die Qualität der zur Verfügung gestellten Informationen, um eine verlässlichen Beurteilung der Tätigkeit des Fondsmanagements durch Kapitalgeber vornehmen zu können. Da in der Regel *per se* keine Deckungsgleichheit zwischen der Informationsbereitschaft des Fondsmanagements sowie den Informationsbedürfnissen der Kapitalgeber besteht, ist entsprechender Gestaltungs- und Abstimmungsbedarf zwischen beiden Parteien gegeben, um die jeweiligen Zielvorstellungen in ausreichendem Maße zu berücksichtigen. Darüber hinaus ist die mögliche Verpflichtung zur Offenlegung von ausgewählten Daten zu beachten.

Insgesamt soll die Berichterstattung den Kapitalgebern die notwendigen Informationen zur Verfügung stellen, um die Tätigkeit des Fondsmanagements sowie die Wertentwicklung ihrer Beteiligung an der aktiven Beteiligungsgesellschaft in regelmäßigen Abständen beurteilen zu können.<sup>284</sup> Dieser Anspruch stellt Fondsmanagement und Kapitalgeber vor ein Dilemma. Einerseits müssen vor Beginn der operativen Tätigkeit der Beteiligungsgesellschaft geeignete Richtlinien zur Gestaltung des *Investorreportings* ausgewählt werden. Andererseits kann die Qualität der Berichterstattung und somit die Eignung der ausgewählten Richtlinien erst während der operativen Phase überprüft werden. Somit kommt der genauen Analyse des beabsichtigten Geschäftsmodells sowie der darauf aufbauenden Definition des Transparenzniveaus eine herausragende Bedeutung zu.

### 3.1.3 Ableitung des konzeptionellen Modellrahmens

Die zentrale Schwierigkeit beim Aufbau eines Gestaltungsmodells zur Definition des Transparenzniveaus einer aktiven Beteiligungsgesellschaft liegt in der Integration der sich teilweise diametral entgegenstehenden Zielsetzungen von Fondsmanagement und Kapitalgebern. Gleichzeitig muss die Einhaltung der einschlägigen gesetzlichen Vorschriften und Regelungen gewährleistet sein. Dies erfordert die integrierte Betrachtung von verschiedenen Themenkreisen, um die Vielfalt und die Interdependenzen zwischen den möglichen Gestaltungsparametern zu berücksichtigen. Dazu werden in einem ersten Schritt voneinander abgrenzbare Themenkreise und deren gemeinsame Schnittstellen definiert. Das resultierende Spektrum an möglichen Zielelementen dient dann in einem zweiten Schritt als Basis für eine fokussierte Vorgehensweise zur Gestaltung des Transparenzniveaus. Dieser Ansatz trägt der mehrdimensionalen Charakteristik einzelner Parameter Rechnung. Zur Komplexitätsreduktion und der damit ver-

---

<sup>284</sup> Vgl. CFA-Institute (2007), S. 6.

bundenen Verbesserung der praktischen Anwendung des Gestaltungsmodells findet eine Fokussierung auf ausgewählte Parameter statt, die im besonderen Interesse von Fondsmanagement und Kapitalgebern liegen.

Am Beginn der Überlegungen zur Ableitung eines Gestaltungsmodells zur Definition des Transparenzniveaus steht die Entscheidung der Kapitalgeber, in aktive Beteiligungsstrategien zu investieren und zu diesem Zweck ein geeignetes Geschäftsmodell einer aktiven Beteiligungsgesellschaft zu nutzen. Dazu muss das gesamte Spektrum der möglichen Anlagestrategien abgebildet werden. Als mögliche Parameter zur Klassifizierung der beobachtbaren aktiven Beteiligungsstrategien können auf Basis der bisherigen Ausführungen beispielsweise die Beteiligungshöhe, die Charakteristik der Portfoliounternehmen sowie die Art der eingesetzten Finanzinstrumente herangezogen werden.<sup>285</sup> Die Abstimmung des Transparenzniveaus mit der beabsichtigten Anlagestrategie sowie den vertraglichen Vereinbarungen zur Liquiditätsplanung sind von zentraler Bedeutung und erfordern die genaue Analyse des damit verbundenen Informationsbedarfs der Kapitalgeber. Die erste Ebene des in Abb. 3.3 dargestellten mehrschichtigen Gestaltungsmodells stellt daher die *Strategieebene* dar.

Im Anschluss an die Strategiewahl ist das Transparenzniveau mit den regulatorischen Vorgaben des Gesetzgebers abzugleichen. In Deutschland sind die rechtlichen Rahmenbedingungen zur Gestaltung von aktiven Beteiligungsgesellschaften aufgrund der unterschiedlichen Umfeldbedingungen sowie der überwiegend nationalen Prägung sehr vielschichtig und kontextspezifisch.<sup>286</sup> In Bezug auf die Vorgaben des Gesetzgebers kann zwischen zwingend einzuhaltenden und wahlweise anzuwendenden Vorschriften und Regelungen unterschieden werden. Zu den zwingend einzuhaltenden Regelungen zählen insbesondere die grundlegenden gesellschaftsrechtlichen, steuerrechtlichen sowie handelsrechtlichen Vorschriften. Die konkrete Anwendung dieser Vorschriften wird dabei maßgeblich durch die spezifischen Charakteristika des jeweiligen Geschäftsmodells beeinflusst.<sup>287</sup> Darüber hinaus zählen die aktien- und kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten während der operativen Tätigkeit der Beteiligungsgesellschaft zu den zwingend einzuhaltenden gesetzlichen Vorschriften.<sup>288</sup>

Der Gesetzgeber definiert verschiedene Geschäftsmodelle für aktive Beteiligungsgesellschaften, deren Anwendung auf freiwilliger Basis beruht. Mit der Anwendung dieser regulierten Geschäftsmodelle sind bereits im Vorfeld der Investitionsentschei-

---

<sup>285</sup> Vgl. für die Anlagestrategien von Private Equity Funds Kapitel 2.3.3.2 sowie Hedge Funds Kapitel 2.3.4.2.

<sup>286</sup> Vgl. Langenbucher (2008), S. 4 f.

<sup>287</sup> Insbesondere stellen die steuerrechtlichen Gestaltungsalternativen für aktive Beteiligungsgesellschaften ein sehr weites Untersuchungsfeld da, welches über den Untersuchungsbereich dieser Arbeit hinaus geht und daher in Rahmen der Ableitung des Gestaltungsmodells nicht berücksichtigt wird.

<sup>288</sup> Vgl. Kapitel 2.1.2.



derung der Kapitalgeber sowie während der operativen Tätigkeit der aktiven Beteiligungsgesellschaft besondere gesetzlich definierte Berichts- und Informationspflichten verbunden. Somit erfolgt mit der Entscheidung, ein reguliertes Geschäftsmodell für eine aktive Beteiligungsgesellschaft zu nutzen, *ceteris paribus* auch die Entscheidung für ein gesetzlich determiniertes Transparenzniveau. Die Entscheidung für ein bestimmtes reguliertes Geschäftsmodell ist eng mit der beabsichtigten Anlagestrategie der aktiven Beteiligungsgesellschaft verbunden. Die *Regulierungsebene* stellt daher, aufbauend auf der *Strategieebene*, die zweite Ebene des Gestaltungsmodells dar.

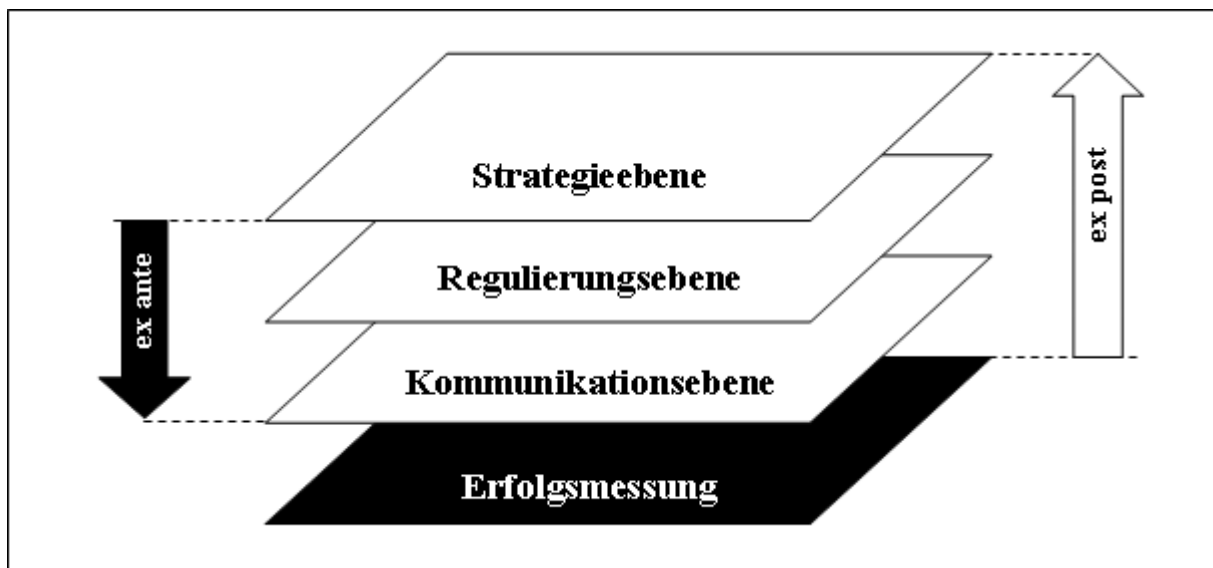


Abb. 3.3: Ebenen des konzeptionellen Gestaltungsmodells

Nach Berücksichtigung der gesetzlichen Berichts- und Offenlegungspflichten sowie gegebenenfalls der Nutzung von regulierten Geschäftsmodellen zur grundlegenden Gestaltung des Transparenzniveaus kann im Rahmen der individuellen Gestaltung des *Investorreportings* den spezifischen Informationsbedürfnissen der Kapitalgeber Rechnung getragen werden. Das *Investorreporting* bildet die zentrale Kommunikationsplattform zwischen Fondsmanagement und Kapitalgebern. Insofern kommt dessen Gestaltung eine zentrale Bedeutung zu und setzt die entsprechende Kenntnis der Kapitalgeber über den benötigten Informationsumfang voraus. Dabei können die Transparenzkriterien der regulierten Geschäftsmodelle grundlegende Hinweise auf die individuelle Gestaltung des *Investorreportings* geben. Zusätzlich stehen die entsprechenden Standards der internationalen Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zur Gestaltung des *Investorreportings* zur Verfügung. Somit bildet die *Kommunikationsebene* über der *Regulierungsebene* die dritte Ebene des Gestaltungsmodells.

Die bisher dargestellten Ebenen eins bis drei des Gestaltungsmodells, d.h. die Auswahl der Anlagestrategie, die mögliche Anwendung eines regulierten Geschäftsmodells sowie die individuelle Gestaltung des *Investorreportings* an die Kapitalgeber werden im Rahmen der Gründung einer aktiven Beteiligungsgesellschaft durchlaufen. Im Anschluss daran wird das Geschäftsmodell mit den definierten Gestaltungsparametern etabliert und die operative Investmenttätigkeit aufgenommen. Insbesondere bei innovativen Geschäftsmodellen muss die Definition des Transparenzniveaus *de facto* vor Beginn der operativen Investmenttätigkeit auf Basis von Erwartungen, welche gegebenenfalls noch nicht in der Anlagepraxis erprobt wurden, erfolgen (*ex ante*). Im Gegensatz dazu finden die Überprüfung des Erfolgs des Geschäftsmodells sowie der Angemessenheit des damit verbundenen Transparenzniveaus sukzessive erst nach Beginn oder letztendlich nach Abschluss der operativen Tätigkeit der aktiven Beteiligungsgesellschaft statt (*ex post*). Aus Sicht der Kapitalgeber werden dazu im Wesentlichen die entsprechenden Daten aus der regelmäßigen Berichterstattung des Fondsmanagements zugrunde gelegt. Somit bildet die Erfolgsmessung die vierte und letzte Ebene des Gestaltungsmodells.

### 3.1.4 Operationalisierung des Gestaltungsmodells

Mit den vier Ebenen Strategie, Regulierung, Kommunikation und Erfolgsmessung gibt das Gestaltungsmodell einen strategisch-normativen Rahmen zur Ableitung von individuellen Geschäftsmodellen für aktive Beteiligungsgesellschaften vor. Die hierarchisch angeordneten Ebenen des Gestaltungsmodells stehen in einer Ursache-Wirkungsbeziehung zueinander. Dadurch können Wirkungszusammenhänge und Restriktionen bei der Gestaltung des Transparenzniveaus aufgezeigt sowie die individuellen Zielsetzungen auf der jeweils hierarchisch tiefer liegenden Ebene operationalisiert werden. Die sukzessive Operationalisierung der einzelnen Ebenen des Gestaltungsmodells erfolgt vorrangig mit dem Ziel, den bisherigen konzeptionellen Modellrahmen auf konkrete Sachverhalte umzusetzen.<sup>289</sup>

Ein wesentliches Element des Gestaltungsmodells stellt die Verknüpfung der einzelnen Ebenen anhand charakteristischer Merkmale von aktiven Beteiligungsgesellschaften dar. Um dem mehrdimensionalen Charakter dieser Merkmale gerecht zu werden, erfolgt die Operationalisierung der einzelnen Ebenen anhand einzelner Matrizen. Dazu werden in einem ersten Schritt die möglichen Anlagestrategien im Rahmen einer *Strategiematrix* erfasst (vgl. Abb. 3.4). Diese für die erste Ebene abgeleitete *Strategiematrix* bildet dann den Bezugsrahmen zur Operationalisierung der nachfolgenden

---

<sup>289</sup> Vgl. Koschnick (1984), Band I, S. 428.

Ebenen des Gestaltungsmodells. Diese Vorgehensweise dient einerseits zur Komplexitätsreduktion und ermöglicht andererseits die Definition einzelner Bausteine (*building blocks*), welche sukzessive entlang der einzelnen Ebenen des Modells im Sinne eines *Application Engineerings* zur individuellen Gestaltung des Transparenzniveaus einer aktiven Beteiligungsgesellschaft ausgewählt und zusammengefügt werden können.

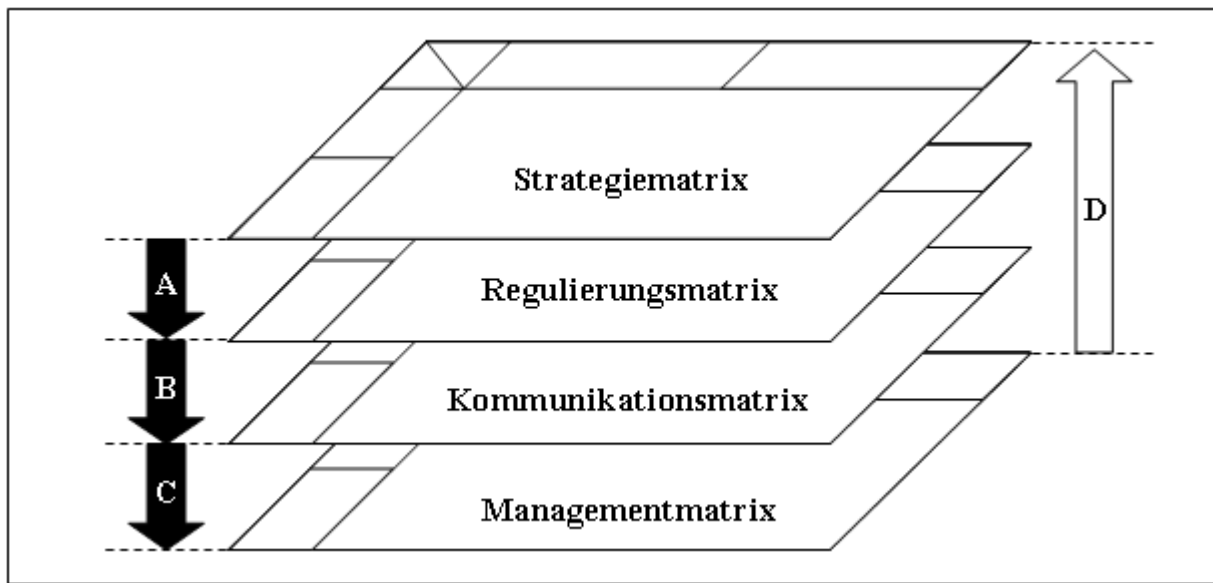


Abb. 3.4: Operationalisierung der Ebenen des Gestaltungsmodells

Die Operationalisierung der Regulierungsebene auf Basis einer *Regulierungsmatrix* basiert im Wesentlichen auf einer detaillierten Analyse der Transparenzaspekte von regulierten Geschäftsmodellen. Diese bilden für das Fondsmanagement und die Kapitalgeber eine gesetzlich definierte Alternative zu den freien Geschäftsmodellen. Im Gegensatz dazu, stellen die Vorschriften zu den aktien- und kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten sowie den handelsrechtlichen Berichtspflichten nur sehr bedingte Gestaltungsalternativen zur Verfügung und finden daher im Gestaltungsmodell keine weitere Berücksichtigung.<sup>290</sup>

Den Schwerpunkt der Operationalisierung der *Kommunikationsmatrix* bildet die Gestaltung des *Investorreportings* anhand der zur Verfügung stehenden Standards und Richtlinien der internationalen Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*. Das *Investorreporting* stellt ein sehr flexibles und wichtiges Instrument zur Gestaltung der Kommunikation zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern dar. Die Flexibilität zur Berücksichtigung der unterschiedlichen Zielvorstellungen

<sup>290</sup> Vgl. zu den handelsrechtlichen Wahlrechten ausführlich Coenberg, Haller und Schultze (2009).

beider Parteien unterstreicht die Bedeutung des *Investorreportings* im Rahmen der Definition des Transparenzniveaus einer aktiven Beteiligungsgesellschaft. Um eine möglichst umfassende Abbildung der denkbaren Transparenzkriterien zu gewährleisten, fließen die jüngsten Initiativen zur Verbesserung der Transparenz von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* in die Betrachtung ein. Dies erfolgt ungeachtet der Tatsache, dass diese Richtlinien und Standards die Gestaltung des *Investorreportings* teilweise nicht als vorrangiges Ziel verfolgen.

Die Operationalisierung des Gestaltungsmodells erfolgt für die Ebenen eins bis drei im Rahmen dieses Hauptkapitels. Ebene vier, die Erfolgsmessung der aktiven Managementleistung von aktiven Beteiligungsgesellschaften, wird anschließend in Kapitel vier anhand verschiedener Varianten der *Managementmatrix* empirisch untersucht.

## **3.2 Operationalisierung der Strategiematrix**

Die Auswahl einer bestimmten Anlagestrategie legt das Fundament für die Gestaltung eines Geschäftsmodells für eine aktive Beteiligungsgesellschaft. Die operative Verknüpfung dieser ersten mit den nachfolgenden Ebenen des Gestaltungsmodells erfordert die strukturierte Erfassung der beobachteten Anlagestrategien anhand verschiedener Kriterien. Die Anlagekriterien werden in der Regel im Vorfeld der operativen Tätigkeit der aktiven Beteiligungsgesellschaft durch *Investment Agreements* festgelegt. Im Laufe der operativen Tätigkeit wird dadurch zum einen der Grad der aktiven Einflussnahme des Fondsmanagements auf die Portfoliounternehmen determiniert. Zum anderen können sich aufgrund der möglichen Komplexität der gewählten Anlagestrategie Implikationen auf die laufende Berichterstattung an die Kapitalgeber ergeben. Bestimmte Kombinationen dieser Anlagekriterien beschreiben dabei eher für *Private Equity Funds* beziehungsweise für *Hedge Funds* typische Anlagestrategien. Aufgrund der beobachtbaren Überschneidungen der Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* sowie aufgrund der auch in Zukunft erwarteten laufenden Anpassung der Geschäftsmodelle an sich verändernde Umfeldbedingungen, wird im Folgenden von diesen Typisierungen abstrahiert und statt dessen das gesamte Universum der möglichen Anlagestrategien beleuchtet.

### **3.2.1 Strategische Alternativen**

Zur Umsetzung ihrer Interessen in den Portfoliounternehmen nutzen aktiven Beteiligungsgesellschaften unterschiedliche Anlagestrategien. Diese lassen sich in erster Linie anhand der eingesetzten Finanzinstrumente, der Beteiligungshöhe und der vor-

aussichtlichen Anlagedauer sowie der Strukturierung der Kapitalausstattung auf Ebene der aktiven Beteiligungsgesellschaft kategorisieren.

### 3.2.1.1 Auswahl der Finanzinstrumente

Den aktiven Beteiligungsgesellschaften steht grundsätzlich das gesamte Universum der bekannten Finanzinstrumente zur direkten Beteiligung an den Portfoliounternehmen zur Verfügung. Dies beginnt bei klassischen Eigenkapitalinstrumenten mit den typischen Aktiegattungen<sup>291</sup> und erstreckt sich bis hin zu den Fremdkapitalinstrumenten, wie etwa Krediten und Anleihen. Darüber hinaus können Derivate, wie beispielsweise Optionen und *Futures*, genutzt werden, um die Anlagestrategien zu erweitern beziehungsweise zu verfeinern. Im Rahmen des *Investment Agreements* zwischen den Kapitalgebern und dem Fondsmanagement werden die Auswahlmöglichkeiten in der Regel eingeschränkt und eine bestimmte Anlagestrategie für die aktive Beteiligungsgesellschaft vorgegeben. Die Auswahl der Finanzinstrumente kann im Hinblick auf deren Bewertung sowie der weiteren Einbindung der *Strategiematrix* in das Gestaltungsmodell zum einen anhand der Charakteristik der Portfoliounternehmen, in deren Finanztitel investiert wird, sowie zum anderen anhand der Option zum Einsatz von Derivaten, insbesondere der Möglichkeit von Leerverkäufen (*short selling*), kategorisiert werden.

Als Portfoliounternehmen kommen grundsätzlich börsennotierte sowie nicht-börsennotierte Unternehmen in Frage.<sup>292</sup> Für die an einer ordentlichen Börse notierten Anteile stehen entsprechende Notierungen zur Verfügung. Diese Börsenkurse dienen dann als erster Anhaltspunkt für die Bewertung der Portfoliounternehmen. Im Gegensatz dazu muss für nicht-börsennotierte Unternehmen grundsätzlich eine eigenständige Unternehmensbewertung durchgeführt werden, um den Wert der einzelnen Finanztitel zu bestimmen. Dazu tritt häufig die eingeschränkte Verfügbarkeit beziehungsweise der eingeschränkte Zugang zu Unternehmensdaten, da diese im Vergleich zu börsennotierten Portfoliounternehmen in der Regel nicht in gleichem Umfang erhoben oder öffentlich zugänglich gemacht werden.<sup>293</sup>

---

<sup>291</sup> Aktien verschiedener Aktiegattungen sind mit unterschiedlichen Rechten und Pflichten der Aktionäre verbunden. Hauptsächlich wird zwischen Stammaktien, die ein Recht zur Mitbestimmung im Unternehmen ermöglichen, sowie Vorzugsaktien, die in der Regel das fehlende Stimmrecht über eine bevorrechtigte bzw. zusätzliche Dividendenzahlung im Vergleich zu den Stammaktien ausgleichen, unterschieden. Ein Unternehmen kann über mehrere Aktiegattungen verfügen, deren Rechte und Pflichten in der Satzung verankert sein müssen (§ 11 AktG, § 139 AktG), vgl. Zeller (2007), S. 191.

<sup>292</sup> In der vorliegenden Arbeit werden nur Kapitalgesellschaften in der Rechtsform der Aktiengesellschaft betrachtet, da diese Rechtsform dem überwiegenden Teil der Portfoliounternehmen entspricht.

<sup>293</sup> Vgl. zur Bewertungsproblematik ausführlich Züchner (2006), S. 238 f.

Ebenso wird der Einsatz von Derivaten maßgeblich durch die Charakteristik der Portfoliounternehmen bestimmt. Börsennotierte Portfoliounternehmen können unmittelbar als Basiswert für Derivate dienen. Dadurch ist der Marktwert des Derivats unmittelbar mit dem Börsenwert des Portfoliounternehmens verbunden. Im Gegensatz dazu, muss bei nicht-börsennotierten Unternehmen auf Derivate von vergleichbaren Unternehmen oder entsprechenden Aktienindizes zurückgegriffen werden. Der Einsatz von Derivaten bietet den aktiven Beteiligungsgesellschaften eine Reihe von Möglichkeiten, das Anlagespektrum zu erweitern. Dazu zählt zunächst die Möglichkeit, sich gegen Kursverluste abzusichern, indem die gehaltenen Aktienpositionen (*long-position*) durch entsprechende Kurssicherungsgeschäfte (*short-position*) abgesichert werden. Das Portfolio einer aktiven Beteiligungsgesellschaft kann so beispielsweise gegen allgemeine Marktrisiken abgesichert werden. Das Fondsmanagement kann sich dann vorrangig auf die Analyse der spezifischen Wertschöpfungspotenziale im Portfoliounternehmen konzentrieren. Darüber hinaus können Derivate eingesetzt werden, falls das Fondsmanagement fallende Aktienkurse eines Portfoliounternehmens erwartet.<sup>294</sup>

### 3.2.1.2 Beteiligungshöhe und Anlagedauer

Die Möglichkeit zur aktiven Einflussnahme in den Portfoliounternehmen wird entscheidend über den Anteil der direkt oder indirekt gehaltenen Stimmrechte beeinflusst. Um zu beurteilen, ob eine aktive Beteiligungsgesellschaft in der Position eines Minderheits- oder eines Mehrheitsgesellschaftler ist, reicht die quantitative Bestimmung der Stimmrechte in der Regel nicht aus. Vielmehr muss eine qualitative Betrachtung der Gesellschafterstruktur des Portfoliounternehmens erfolgen, um die Einflussmöglichkeiten der aktiven Beteiligungsgesellschaft beurteilen zu können. Als mögliches Beurteilungskriterium könnte beispielsweise das nach den *IFRS* geltende Kontrollprinzip herangezogen werden. Demnach ist Kontrolle beziehungsweise Beherrschung die Möglichkeit, die Finanz- und Geschäftspolitik eines Unternehmens zu bestimmen und aus dessen Tätigkeit Nutzen zu ziehen.<sup>295</sup> Übliche Voraussetzungen zur Erlangung der Kontrolle sind Stimmrechtsmehrheiten, Aktionärsbindungsverträge, statutarische Bestimmungen, das Recht, eine Mehrheit im Verwaltungsrat zu ernennen oder Vereinbarungen, welche die Mehrheit im Aufsichtsrat sicherstellen.<sup>296</sup> In die Beurteilung sind grundsätzlich Optionen zum Erwerb weiterer Stimmrechtsanteile mit einzubeziehen. Die faktische Anzahl der Stimmrechte ist dann bei der Frage relevant, ob Kontrolle besteht.<sup>297</sup> Die aktive Beteiligungsgesellschaft kann daher bereits bei direkt und indi-

<sup>294</sup> Der Einsatz von Derivaten ist insbesondere bei Hedge Funds zu beobachten, siehe dazu Kapitel 2.3.4.2.

<sup>295</sup> Vgl. IAS 27.4.

<sup>296</sup> Vgl. IAS 27.13.

<sup>297</sup> Vgl. IAS 27.14.

rekt gehaltenen Stimmrechtsanteilen von unter 50 Prozent am Portfoliounternehmen über einen beherrschenden Einfluss verfügen.

Neben dieser rechnungslegungsorientierten Sichtweise spielen bewertungstechnische Aspekte zur Beurteilung einer Minderheits- oder einer Mehrheitsbeteiligung eine wesentliche Rolle. Aktive Beteiligungsgesellschaften sind in der Regel nicht an einem langfristigen Engagement in den Portfoliounternehmen interessiert. Vielmehr sollten die gesetzten Wertschöpfungsziele in einem möglichst kurzen Zeitraum umgesetzt werden, um die Kapitalbindungsdauer zu verringern und die Renditechancen zu verbessern. Der Zeitpunkt des Verkaufs eines ausgewählten Finanzinstruments wird dabei durch mehrere Faktoren beeinflusst. Zunächst wird der Verkaufszeitpunkt durch die Umsetzungsgeschwindigkeit der unternehmensspezifischen Wertsteigerungspotenziale bestimmt. Entsprechende Wertsteigerungen der eingesetzten Finanzinstrumente sind in der Regel erst nach der weitestgehenden Umsetzung der mit der aktiven Beteiligung verbundenen Anlageziele realisierbar. Die Entscheidung über diesen ökonomisch sinnvollen Verkaufszeitpunkt liegt im Ermessen des Fondsmanagements, welches die Risiken aus einer längerfristigen Kapitalbindung mit den Chancen auf zusätzliche Wertsteigerungspotenziale abwägen muss.

Neben der Wahl des ökonomisch sinnvollen Veräußerungszeitpunktes muss die faktische Veräußerungsfähigkeit des Finanzinstruments zu diesem Zeitpunkt anhand von Fungibilitäts- und Liquiditätskriterien überprüft werden.<sup>298</sup> Anteile an börsennotierten Unternehmen weisen im Vergleich zu nicht-börsennotierten Unternehmen in der Regel eine höhere Fungibilität auf, da die Standardisierungen einer ordentlichen Börse zugrunde gelegt werden. Hinsichtlich der Beurteilung der Liquidierbarkeit eines Finanzinstruments sind mehrere Kriterien zu beachten. Zunächst können vertragliche Regelungen bestimmte Haltezeiten (*lock-up periods*) vorschreiben, die einen vorzeitigen Verkauf verhindern.<sup>299</sup> Beim Verkauf von börsennotierten Finanzinstrumenten sind die Marktkapazität sowie die Auswirkungen auf die Preisbildung zu beurteilen. In diese Beurteilung fließen beispielsweise die Struktur der Anteilseigner, das tägliche Handelsvolumen der Finanzinstrumente sowie das aktuelle Börsenumfeld mit ein. In der Regel besteht ein direkter Zusammenhang zwischen Liquidierbarkeit und Tranchengröße, wobei kleinere Tranchen über eine vergleichsweise höhere Liquidität verfügen. Neben der Verwertung über die Börse besteht als weitere Möglichkeit der

---

<sup>298</sup> Fungibilität bezeichnet die Austauschbarkeit bzw. die Marktgängigkeit von Finanzinstrumenten. Die Liquidierbarkeit von Finanzinstrumenten bezieht sich auf dessen Umwandlung in Bargeld ohne größere Wertverluste und Zeitverzögerungen. Die Begriffe Fungibilität und Liquidierbarkeit werden häufig im gleichen Kontext genannt, vgl. Spremann (2005), S. 21 f.

<sup>299</sup> Eine vertragliche Mindesthaltedauer von Aktienpakten wird bspw. bei der Ausgabe neuer Aktien im Rahmen von Börsengängen oder Kapitalerhöhungen vereinbart, vgl. Carls (2007), S. 375 f.

direkte Verkauf an strategische (*trade sale*) oder Finanzinvestoren (*secondary*).<sup>300</sup> Diese Möglichkeit gleicht dem Verkauf von Finanzinstrumenten an nicht-börsennotierten Portfoliounternehmen und ist mit besonderen Schwierigkeiten verbunden. Da in beiden Fällen das Instrument der Börse nicht verfügbar ist, muss zunächst ein individueller Transaktionspartner gefunden und der Transaktionspreis festgelegt werden. Dieser Prozess ist in der Regel langwierig und für alle beteiligten Parteien mit zusätzlichen Kosten verbunden.<sup>301</sup> Dies zeigt, dass die Kriterien zur Liquidierbarkeit der gewählten Finanzinstrumente sowohl bei börsennotierten als auch bei nicht-börsennotierten Unternehmen Anhaltspunkte liefern können, um Minderheits- und Mehrheitsbeteiligungen aus ökonomischer Sicht voneinander abzugrenzen.

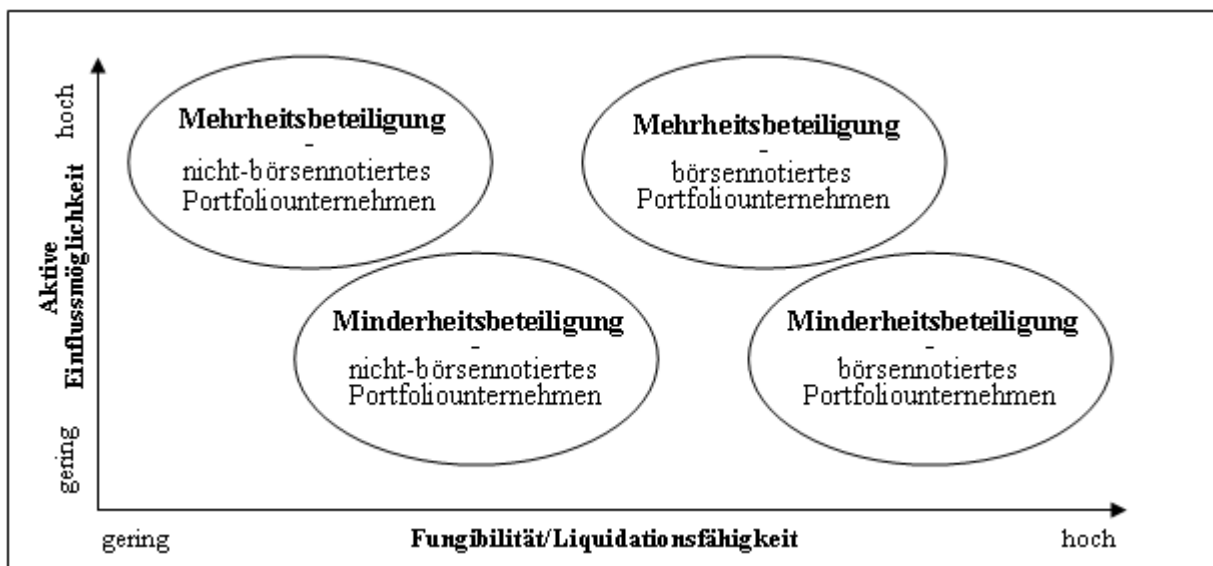


Abb. 3.5: Wechselbeziehung von aktiver Einflussnahme und Liquidierbarkeit

In die Entscheidung über die geeignete Beteiligungshöhe müssen neben Aspekten der Liquidierbarkeit der Finanzinstrumente naturgemäß die damit verbundenen Möglichkeiten zur aktiven Einflussnahme in den Portfoliounternehmen mit einbezogen werden. Aufgrund der geschilderten Zusammenhänge können sich Liquidierbarkeit und aktive Einflussnahme diametral gegenüberstehen (vgl. Abb. 3.5). Erst die Abwägung der unternehmensspezifischen Chancen und Risiken beider Kriterien führt zur geeigneten Anlagestrategie für Kapitalgeber und Fondsmanagement, die bereits im Vorfeld der operativen Tätigkeit der aktiven Beteiligungsgesellschaft festgelegt werden muss.

<sup>300</sup> Vgl. Schuler (2007), S. 244 f.

<sup>301</sup> Zu diesen Kosten zählen im Wesentlichen Beratungsgebühren für Investment Banken, Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte, die im Rahmen der Strukturierung, Due Diligence und Vertragsgestaltung beauftragt werden.



Die zu erwartende effektive Haltedauer resultiert dann aus dem Zusammenspiel von unternehmensspezifischen Wertsteigerungspotenzialen, aktiver Einflussnahme sowie Liquidierbarkeit der Finanzinstrumente. Da die effektive Haltedauer einer Anlagestrategie wesentlichen Einfluss auf die Liquiditätsanforderungen einer aktiven Beteiligungsgesellschaft an die Kapitalgeber nimmt, sind entsprechende vertragliche Regelungen zu treffen. Im Falle von Kapitalgebern, die eine vergleichsweise kurzfristige Liquidierbarkeit der Anteile an einer aktiven Beteiligungsgesellschaft wünschen, sind dann bestimmte langfristig orientierte Anlagestrategien, wie etwa Beteiligungen in nicht-börsennotierte Portfoliounternehmen, im Vorfeld vertraglich auszuschließen. Werden andererseits langfristige Anlagestrategien durch die Kapitalgeber zugelassen, sind entsprechende Vertragsstrukturen zur Sicherung der Liquidität auf Fondsebene zu wählen.

### 3.2.1.3 Struktur der Kapitalausstattung

Neben der Eigenkapitalausstattung durch die Kapitalgeber, kann das Fondsmanagement durch den Einsatz von zusätzlichem Fremdkapital das Investitionsvolumen der aktiven Beteiligungsgesellschaft erheblich erweitern (*leverage effect*). Das zusätzliche Fremdkapital kann dabei entweder auf Fondsebene oder auf Portfolioebene zur Verfügung gestellt werden.<sup>302</sup> Diese Entscheidung wird durch mehrere Faktoren determiniert. Für die Fremdkapitalaufnahme auf Fondsebene spricht die höhere Flexibilität, da die entsprechenden Fremdkapitallinien und Kreditkonditionen bereits im Vorfeld der operativen Investitionstätigkeit verhandelt werden können. Zum Zeitpunkt des Beteiligungserwerbs sind dann keine weiteren zeit- und ressourcenintensiven Verhandlungen notwendig. Für die Aufnahme von Fremdkapital auf Portfolioebene können steuerliche Vorteile aufgrund der Abzugsfähigkeit des Zinsaufwands sprechen.<sup>303</sup> Diese Entscheidung setzt allerdings entsprechende Einflussmöglichkeiten im Portfoliounternehmen voraus.

Grundsätzlich kann die Aufnahme von Fremdkapital oder in den Finanzinstrumenten eingebettetes Fremdkapital sowohl Gewinne als auch Verluste verstärken. Der Einsatz von Fremdkapital ist daher sorgsam zu prüfen. Neben den Auswirkungen auf die Rendite der Kapitalgeber besteht für das Fondsmanagement die Gefahr, dass aufgrund der Zinszahlung der Cashflow nicht ausreicht um die laufenden Verwaltungskosten des Fonds zu decken. Dies könnte in letzter Konsequenz zur Schließung oder Zahlungsun-

---

<sup>302</sup> Vgl. Kapitel 2.3.1.2.

<sup>303</sup> Die Belastung der Portfoliounternehmen mit vergleichsweise hohen Fremdkapitalquoten zur Finanzierung des Kaufpreises wurde in den letzten Jahren in der Öffentlichkeit sehr kontrovers diskutiert, vgl. die umfangreiche Berichterstattung in der Tagespresse.

fähigkeit des Fonds führen.<sup>304</sup> In der Praxis spielt der Einsatz von Fremdkapital für bestimmte Anlagestrategien eine wesentliche Rolle, daher wird dieser Aspekt im Rahmen des Gestaltungsmodells berücksichtigt.

### 3.2.2 Ableitung der Strategiematrix

Die Identifikation und Festlegung einer Anlagestrategie, welche sowohl den Zielvorstellungen der Kapitalgeber als auch des Fondsmanagements gerecht wird, stellt den Ausgangspunkt beim Aufbau eines Geschäftsmodells für aktive Beteiligungsgesellschaften dar.

Strategiematrix		long-only-Strategien		long-short-Strategien	
		nur EK auf Fondsebene	EK u. FK auf Fondsebene	nur EK auf Fondsebene	EK u. FK auf Fondsebene
nicht-börsennotiert	Mehrheitsbeteiligung	S1	S5	S9	S13
	Minderheitsbeteiligung	S2	S6	S10	S14
börsennotiert	Minderheitsbeteiligung	S3	S7	S11	S15
	Mehrheitsbeteiligung	S4	S8	S12	S16

Tab. 3.1: Strategiematrix zur Einordnung der strategischen Alternativen

Als wesentliche Gestaltungsparameter wurden in den vorangegangenen Abschnitten die Charakteristik des Portfoliounternehmens, die Beteiligungshöhe, der Einsatz von Derivaten sowie der Einsatz von zusätzlichem Fremdkapital identifiziert. Die strukturierte Erfassung dieser Parameter erlaubt die Ableitung einer *Strategiematrix* mit 16 verschiedenen Gestaltungsoptionen (vgl. Tab. 3.1).

Diese Strategiematrix stellt das Grundscheema für die weitere praktische Umsetzung des Gestaltungsmodells dar. Die verschiedenen strategischen Anlagealternativen erlauben nun die fokussierte Analyse der regulatorischen Rahmenbedingungen für die Auswahl von Berichts- und Bewertungsstandards zur Gestaltung eines geeigneten Transparenzniveaus anhand der Zielvorstellungen der Kapitalgeber. Die voraussichtli-

<sup>304</sup> Vgl. Cary und Koelsch (2009), S. 2.

che Bindungsdauer der Mittel der Kapitalgeber wird in der *Strategiematrix* zu Gunsten einer besseren Übersichtlichkeit nicht berücksichtigt. Die laufzeitrelevanten Aspekte werden allerdings an geeigneter Stelle berücksichtigt. Ebenso werden die mit einer Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligung verbundenen Stimmrechtsanteile im Einzelfall genauer definiert.

### 3.3 Operationalisierung der Regulierungsmatrix

Der Gesetzgeber stellt zur rechtlichen Gestaltung von Beteiligungsgesellschaften eine Reihe von Vorschriften und Regelungen zur Verfügung, welche auf der differenzierten Betrachtung von Anlagestrategien sowie der Separierung und Zuordnung von Kapitalgebern zu bestimmten Anteilseignergruppen basieren.<sup>305</sup> Die ökonomischen Folgen dieser einseitigen, teilweise nur für bestimmte Anteilseignergruppen geltenden gesetzlichen Regelungen sind in der Anlagepraxis häufig nicht quantifizierbar.<sup>306</sup> Allerdings können die gesetzlich regulierten Geschäftsmodelle sowie die damit verbundenen Transparenzkriterien einen Orientierungsrahmen für aktive Beteiligungsgesellschaften geben, welche außerhalb des Regulierungskreises auf Basis des allgemeinen Gesellschaftsrechts gebildet werden. Neben den regulierten Geschäftsmodellen des Investmentgesetzes werden im Folgenden zunächst die Anlage- und Transparenzkriterien für Unternehmens- sowie Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften analysiert.

#### 3.3.1 Kontext der regulierten Geschäftsmodelle

Die Auswahl eines regulierten Geschäftsmodells ist unmittelbar mit teilweise gravierenden Anlagerestriktionen verbunden.<sup>307</sup> Aus diesem Grund werden in den folgenden Abschnitten zum einen die Anlagerestriktionen der regulierten Geschäftsmodelle aufgezeigt und zum anderen deren Transparenzkriterien aus Sicht der Kapitalgeber analysiert. Allen voran enthält das Investmentgesetz (InvG), aufgrund des vergleichsweise breiten Publikums potenzieller Kapitalgeber als Adressaten der Berichterstattung von Kapitalanlagegesellschaften und Investmentaktiengesellschaften, umfangreiche Vorschriften zur Verwaltung und Berichterstattung. Diese Transparenzanforderungen des InvG lassen sich in drei Ebenen einteilen. Erstens müssen die Kapitalanlagegesellschaften und die Investmentaktiengesellschaften die Anforderungen an die handelsrechtliche Berichterstattung erfüllen, welche durch das InvG teilweise eine Erweiterung erfahren. Zweitens gelten besondere Berichtspflichten hinsichtlich des verwalte-

<sup>305</sup> Vgl. Langenbucher (2008), S. 4.

<sup>306</sup> Vgl. Schöning (2008), S. 480.

<sup>307</sup> Vgl. Kapitel 2.3.2.1 für eine grundlegende Einführung zu regulierten Beteiligungsgesellschaften.

ten Vermögens der Kapitalgeber, welche im Rahmen einer regelmäßigen Berichterstattung sowie Anteilspreisermittlung erfüllt werden müssen. Drittens müssen den Kapitalgebern im Vorfeld des Anteilskaufs gewisse Informationen zur Verfügung gestellt werden, welche durch die verbindlichen Vorgaben für Verkaufsprospekte geregelt werden. Mit der Auswahl eines regulierten Geschäftsmodells erfolgt somit *ceteris paribus* die Festlegung auf ein gesetzlich definiertes Transparenzniveaus.

### 3.3.2 Unternehmensbeteiligungsgesellschaften

Die Führung der Geschäfte einer Beteiligungsgesellschaft als Unternehmensbeteiligungsgesellschaft setzt die Prüfung und Anerkennung des satzungsmäßigen Unternehmensgegenstandes und der tatsächlichen Ausübung der Tätigkeit nach Maßgabe des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) durch die oberste Landbehörde<sup>308</sup>, in der Regel das zuständige Wirtschaftsministerium, voraus.<sup>309</sup> Die Beteiligungsgesellschaft unterwirft sich dadurch den gesetzlichen Anlagevorschriften und Transparenzkriterien. Andererseits können Beteiligungsgesellschaften nicht zur Anerkennung nach dem UBGG gezwungen werden, auch wenn diese die maßgeblichen Geschäfte betreiben.<sup>310</sup> Neben dem Schutz der Bezeichnung als Unternehmensbeteiligungsgesellschaft<sup>311</sup> liegen weitere Anreize zur Anerkennung in der möglichen Befreiung von der Gewerbesteuerpflicht.<sup>312</sup>

#### 3.3.2.1 Geschäftsmodell und Anlagerestriktionen

Eine Unternehmensbeteiligungsgesellschaft darf in der Rechtsform der Aktiengesellschaft (AG), der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), der Kommanditgesellschaft (KG) und der Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) betrieben werden<sup>313</sup>, deren Grund- oder Stammkapital mindestens eine Million Euro<sup>314</sup> betragen muss. Der Unternehmensgegenstand besteht ausschließlich im Erwerb, dem Halten, der Verwaltung und der Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen<sup>315</sup> im Sinne von Eigenkapitalbeteiligungen an Aktiengesellschaften, Gesellschaften mit beschränkter Haftung, offenen Handelsgesellschaften, Kommanditgesellschaften, Gesellschaften

<sup>308</sup> Vgl. § 14 Abs. 1 UBGG.

<sup>309</sup> Das UBGG unterscheidet zwischen offenen und integrierten Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, vgl. § 1a Abs. 2 UBGG. Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf das Grundmodell der offenen Unternehmensbeteiligungsgesellschaft, vgl. zur Differenzierung Vollmer und Elser (2005), S. 102 f.

<sup>310</sup> Vgl. Vollmer und Elser (2005), S. 98 f.

<sup>311</sup> Vgl. § 20 Abs. 1 UBGG.

<sup>312</sup> Vgl. Schönig (2008), S. 487 ff.

<sup>313</sup> Vgl. § 2 Abs. 1 UBGG.

<sup>314</sup> Vgl. § 2 Abs. 4 UBGG.

<sup>315</sup> Vgl. § 2 Abs. 2 UBGG.

bürgerlichen Rechts, Gesellschaften vergleichbarer ausländischer Rechtsformen, Beteiligungen als stiller Gesellschafter im Sinne des Paragraphen 230 des Handelsgesetzbuchs sowie Genussrechten.<sup>316</sup> Damit folgt eine weitestgehende Rechtsformunabhängigkeit im Hinblick auf die Auswahl der Portfoliounternehmen.<sup>317</sup>

Die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft darf neben den Einlagen der Kapitalgeber weitere Kredite zur Finanzierung der Unternehmensbeteiligungen aufnehmen.<sup>318</sup> Damit ist die Möglichkeit zur völlig flexiblen Strukturierung der Finanzierung auf Fondsebene gewährleistet.<sup>319</sup> Ebenso ist die Darlehensgewährung an Portfoliounternehmen bis zur Höhe der dreifachen Anschaffungskosten der Unternehmensbeteiligung zulässig.<sup>320</sup> Dies erfolgt zum einen unter dem Vorbehalt, dass die Darlehenssumme und der Buchwert der Unternehmensbeteiligung eines Portfoliounternehmens 30 Prozent der Bilanzsumme der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft nicht übersteigen.<sup>321</sup> Zum anderen darf der Gesamtbetrag der den Portfoliounternehmen gewährten Darlehen zum Zeitpunkt der Darlehensgewährung 30 Prozent der Bilanzsumme der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft nicht überschreiten.<sup>322</sup> Damit setzt das UBGG der Darlehensgewährung an die Portfoliounternehmen enge Grenzen.

Die Anlagegrenzen für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften wurden durch den Gesetzgeber im Hinblick auf die Förderung der Finanzierung mittelständischer Unternehmen festgelegt.<sup>323</sup> Daher darf das insgesamt in börsennotierte Portfoliounternehmen investierte Kapital 30 Prozent der Bilanzsumme der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft nicht übersteigen.<sup>324</sup> Gleichzeitig darf die Bilanzsumme eines börsennotierten Portfoliounternehmens die Grenze von 250 Millionen Euro nicht überschreiten, um es für ein Investment einer Unternehmensbeteiligungsgesellschaft zu qualifizieren.<sup>325</sup> Unabhängig von einer Börsennotierung darf die Beteiligungssumme an einem einzelnen Portfoliounternehmen insgesamt 30 Prozent der Bilanzsumme der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft nicht übersteigen.<sup>326</sup> Die Anzahl der in einem Portfoliounternehmen erworbenen Stimmrechte darf 49 Prozent der gesamten Stimmrechte

---

<sup>316</sup> Vgl. § 1 Abs. 3 UBGG.

<sup>317</sup> Vgl. Schöning (2008), S. 488.

<sup>318</sup> Vgl. § 3 Abs. 4 UBGG.

<sup>319</sup> Vgl. zur Finanzierung von UBGGes ausführlich Vollmer und Elser (2005), S. 133 f.

<sup>320</sup> Vgl. § 3 Abs. 2 i.V.m § 4 Abs. 7 UBGG.

<sup>321</sup> Vgl. § 4 Abs. 7 Satz 1 UBGG.

<sup>322</sup> Vgl. § 4 Abs. 7 Satz 2 UBGG.

<sup>323</sup> Vgl. Vollmer und Elser (2005), S. 34 f.

<sup>324</sup> Vgl. § 4 Abs. 2 Satz 1 UBGG.

<sup>325</sup> Vgl. § 4 Abs. 2 Satz 2 UBGG.

<sup>326</sup> In den ersten drei Jahren seit ab ihrer Anerkennung ist die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft von dieser Regelung befreit, vgl. § 4 Abs. 1 UBGG.

nicht übersteigen.<sup>327</sup> Die Beteiligungssumme an Portfoliounternehmen mit Sitz außerhalb der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum dürfen insgesamt 30 Prozent der Bilanzsumme der Beteiligungsgesellschaft nicht übersteigen.<sup>328</sup> Dies gilt auch für Beteiligungen an Portfoliounternehmen, die bereits länger als 15 Jahre gehalten werden.<sup>329</sup>

Die Analyse zeigt, dass die möglichen Anlagestrategien für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften gemäß UBGG sehr eng gefasst sind. Die Anlage in größeren börsennotierten Unternehmen scheidet faktisch aus. Weitere Einschränkungen ergeben sich hinsichtlich der Durchsetzung von Aktionärsinteressen aufgrund der Beschränkung der Stimmrechtsanteile. Ebenso zeigt die Praxis, dass aufgrund der mangelnden Akzeptanz dieses regulierten Geschäftsmodells die politischen Ziele zur Förderung der Beteiligung an mittelständischen Unternehmen durch Finanzinvestoren bislang nicht erreicht wurden.<sup>330</sup>

### 3.3.2.2 Erweiterte Transparenzkriterien

In Abhängigkeit von der gewählten Rechtsform einer Unternehmensbeteiligungsgesellschaft sind zunächst die einschlägigen gesellschafts- sowie handelsrechtlichen Vorschriften zur Gestaltung der Transparenz zu beachten. Darüber hinaus stellt das UBGG zusätzliche Anforderungen an die Erstellung des Jahresabschlusses sowie den Umfang der Abschlussprüfung.<sup>331</sup> Unabhängig von ihrer Rechtsform und ihrer Unternehmensgröße müssen Unternehmensbeteiligungsgesellschaften mindestens die handelsrechtlichen Vorschriften für mittelgroße Kapitalgesellschaften gemäß § 267 Abs. 2 HGB erfüllen.<sup>332</sup> Damit werden Unternehmensbeteiligungsgesellschaften grundsätzlich prüfungspflichtig.<sup>333</sup> Neben der Prüfung des Jahresabschlusses sowie des Lageberichts hat sich die Abschlussprüfung zusätzlich auf die Einhaltung der Vorschriften des UBGG durch die jeweilige Unternehmensbeteiligungsgesellschaft zu erstrecken.<sup>334</sup>

---

<sup>327</sup> Vgl. § 4 Abs. 3 Satz 1 UBGG.

<sup>328</sup> Vgl. § 4 Abs. 5 UBGG.

<sup>329</sup> Vgl. § 4 Abs. 6 UBGG.

<sup>330</sup> Vgl. Schönig (2008), S. 489.

<sup>331</sup> Vgl. dazu ausführlich Vollmer und Elser (2005), S. 168 ff.

<sup>332</sup> Vgl. § 8 Abs 1 und 2 UBGG. Als mittelgroße Kapitalgesellschaften sind solche, die mindestens zwei der folgenden Merkmale erfüllen: (1) Bilanzsumme zwischen 4.84.000 Euro und 19.250.000 Euro nach Abzug eines auf der Aktivseite ausgewiesenen Fehlbetrags, (2) Umsatzerlöse zwischen 9.680.000 Euro und 38.500.000 Euro in den zwölf Monaten vor dem Abschlussstichtag, (3) im Jahresdurchschnitt zwischen 50 und 250 Arbeitnehmer. Beim Überschreiten von mehr als zwei dieser Merkmale gelten die Vorschriften für große Kapitalgesellschaften, vgl. § 267 HGB.

<sup>333</sup> Vgl. § 316 Abs. 1 HGB.

<sup>334</sup> Vgl. § 8 Abs. 3 UBGG.

Mit der Mindestanforderung nach Anwendung der Vorschriften für mittelgroße Kapitalgesellschaften können die handelsrechtlichen Erleichterungen für kleine Kapitalgesellschaften hinsichtlich längerer Fristen zur Aufstellung des Jahresabschlusses<sup>335</sup>, der stark verkürzten Bilanzgliederung<sup>336</sup>, der verkürzten Gewinn- und Verlustrechnung<sup>337</sup>, der eingeschränkten Angaben im Anhang<sup>338</sup> sowie der stark reduzierten Offenlegung<sup>339</sup> nicht in Anspruch genommen werden. Somit ist der Jahresabschluss und der Lagebericht in den ersten drei Monaten des Geschäftsjahres für das vergangene Geschäftsjahr aufzustellen<sup>340</sup> und im elektronischen Bundesanzeiger<sup>341</sup> zu veröffentlichen. Die Rechte der Kapitalgeber zur Einsichtnahme in den Jahresabschluss und den Lagebericht der Kapitalgeber bleiben davon unberührt.<sup>342</sup> Dies soll den Kapitalgebern, den Aufsichtsbehörden, den Gläubigern sowie der interessierten Öffentlichkeit eine umfassende und zeitnahe Information über die wesentlichen Daten sowie einen Einblick in die wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft geben.<sup>343</sup> Das UBGG sieht darüber hinaus keine weiteren Vorschriften zur Bewertung der Portfoliounternehmen vor.

Die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft soll nach einer Übergangszeit von fünf Jahren einen größeren Gesellschafterkreis aufweisen.<sup>344</sup> Aus diesem Grund darf ein Kapitalgeber nach Ablauf dieser Frist weder mittel- noch unmittelbar über eine maßgebliche Beteiligung von mehr als 40 Prozent des Kapitals oder der Stimmrechte der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft verfügen.<sup>345</sup> Bei einem Verstoß gegen diese Regelung muss der maßgeblich beteiligte Kapitalgeber sowohl der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft als auch der Aufsichtsbehörde unverzüglich die Höhe seines Kapital- und Stimmrechtsanteils mitteilen. Diese Mitteilungspflicht schließt den Zeitpunkt der maßgeblichen Beteiligung sowie die Anschrift des Kapitalgebers mit ein.<sup>346</sup> Die wirksame Sanktion eines Verstoßes gegen die Beteiligungsgrenzen erfolgt auf gesellschaftsrechtlicher Ebene, indem der maßgeblich beteiligte Kapitalgeber seine über

<sup>335</sup> Vgl. § 264 Abs. 1 Satz 3 HGB.

<sup>336</sup> Vgl. § 266 Abs. 1 Satz 3 HGB.

<sup>337</sup> Vgl. § 276 Abs. 1 Satz 2 HGB.

<sup>338</sup> Vgl. § 288 S. 1 HGB.

<sup>339</sup> Vgl. 326 HGB. Unternehmensbeteiligungsgesellschaften in der Form von Kommanditgesellschaften sind von der Offenlegung gem. § 325 bis 329 HGB befreit, vgl. § 8 Abs 2 UBGG.

<sup>340</sup> Vgl. § 264 Abs. 1 HGB.

<sup>341</sup> Die Veröffentlichung im elektronischen Bundesanzeiger hat innerhalb einer Frist von zwölf Monaten nach Abschlussstichtag zu erfolgen, vgl. § 325 Abs. 1 HGB.

<sup>342</sup> Die Fristen zur Vorlage an die Aktionäre werden in den Rechtsnormen der jeweiligen Gesellschaften geregelt, vgl. für die Aktiengesellschaft § 175 Abs. 2 AktG.

<sup>343</sup> Vgl. Vollmer und Elser (2005), S. 168.

<sup>344</sup> Vgl. Vollmer und Elser (2005), S. 162.

<sup>345</sup> Vgl. § 7 Abs 1 UBGG.

<sup>346</sup> Vgl. § 7 Abs 2 Satz 3 UBGG. Da Unternehmensbeteiligungsgesellschaften nach gleicher Frist keine Tochterunternehmen mehr sein dürfen, gelten entsprechende Mitteilungspflichten auch für Mutterunternehmen von Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, vgl. § 7 Abs. 1 Satz 1 UBGG.

dem Anteil von 40 Prozent liegenden Kapital- und Stimmrechtsanteile nicht mehr ausüben kann.<sup>347</sup>

### 3.3.3 Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften

Mit Einführung des Gesetzes zur Förderung von Wagniskapitalbeteiligungen grenzte der Gesetzgeber die Finanzierung junger Unternehmen von der übrigen Beteiligungsfinanzierung ab.<sup>348</sup> Eine Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft kann daher nicht gleichzeitig als Unternehmensbeteiligungsgesellschaft anerkannt werden.<sup>349</sup> Die Anerkennung erfolgt nicht wie bei Unternehmensbeteiligungsgesellschaften durch die oberste Landesbehörde, sondern durch die BaFin auf Bundesebene.<sup>350</sup> Neben dem Schutz der Bezeichnung genießt die Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft weitere steuerliche Vorteile.<sup>351</sup>

#### 3.3.3.1 Geschäftsmodell und Anlagerestriktionen

Eine Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft kann sowohl als Personen- als auch Kapitalgesellschaft mit dem gesellschaftsvertraglich festgelegten Unternehmensgegenstand des Erwerbs, des Haltens, der Verwaltung und der Veräußerung von Eigenkapitalbeteiligungen an Portfoliounternehmen<sup>352</sup> mit einem Mindestkapital von einer Million Euro gegründet werden.<sup>353</sup> Die Portfoliounternehmen müssen neben der ausschließlich möglichen Rechtsform der Kapitalgesellschaft<sup>354</sup> zum Zeitpunkt des Erwerbs durch eine Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft eine Reihe von Voraussetzungen erfüllen, um sich für ein entsprechend gefördertes Investment zu qualifizieren. Dazu zählen insbesondere der Sitz und die Geschäftsleitung in einem Vertragsstaat des Europäischen Wirtschaftsraumes, ein Eigenkapital von nicht mehr 20 Millionen Euro, eine nicht länger als zehn Jahre zurückliegende Gründung sowie keine an Börsen notierten Wertpapiere.<sup>355</sup> Damit folgt eine sehr genaue Definition und Eingrenzung der potenziellen Portfoliounternehmen.

Das Wagniskapitalbeteiligungsgesetz (WKBG) erlaubt sowohl die Aufnahme von Krediten und die Ausgabe von Genussrechten und Schuldverschreibungen auf Fondsebe-

<sup>347</sup> Vgl. § 7 Abs. 5 UBGG, zur Wirksamkeit der Sanktion vgl. Vollmer und Elser (2005), S. 163.

<sup>348</sup> Vgl. Schöning (2008), S. 483.

<sup>349</sup> Vgl. § 2 Abs. 1 WKBG.

<sup>350</sup> Vgl. § 2 Abs. 1 WKBG.

<sup>351</sup> Vgl. zur Befreiung von der Gewerbesteuerpflicht, der Besteuerung des Carried Interest sowie zur Behandlung des Verlustvortrages bei Kapitalgesellschaften ausführlich Schöning (2008), S. 482 ff.

<sup>352</sup> Vgl. § 4 WKBG.

<sup>353</sup> Vgl. § 6 WKBG.

<sup>354</sup> Vgl. § 2 Abs. 3 WKBG.

<sup>355</sup> Vgl. zur Definition der Portfoliounternehmen § 2 Abs. 3 WKBG.



ne<sup>356</sup> als auch die Vergabe von Darlehen und Bürgschaften an die Portfoliounternehmen.<sup>357</sup> Sowohl die Kreditaufnahme als auch die Kreditvergabe unterliegen keinerlei gesetzlichen Beschränkungen. Im Gegensatz dazu gelten strikte Anlagebestimmungen. Mindestens 70 Prozent des verwalteten Vermögens müssen in Wagniskapitalbeteiligungen im Sinne des WKBG investiert werden, wobei kurzfristige Unterschreitungen von nicht mehr als zehn Werktagen erlaubt sind.<sup>358</sup> Darüber hinaus dürfen die individuellen Beteiligungen zum einen jeweils 90 Prozent des Eigenkapitals der Portfoliounternehmen nicht übersteigen<sup>359</sup> sowie zum anderen nicht mehr als 40 Prozent des insgesamt verwalteten Vermögens der Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft<sup>360</sup> betragen. Wird eine Beteiligung länger als 15 Jahre gehalten<sup>361</sup> oder sind Wertpapiere eines Portfoliounternehmens bereits länger als drei Jahre an einer Börse notiert<sup>362</sup>, verliert das Portfoliounternehmen die Qualifikation als Wagniskapitalbeteiligung im Sinne des WKBG. Die sehr eng gefassten Anlagevorschriften können dazu führen, dass bereits im Bereich des *Venture Capital* tätige Unternehmen nicht unter die Regelungen fallen und die damit verbundenen steuerlichen Erleichterungen nicht in Anspruch genommen werden können.<sup>363</sup> Die Anwendung dieses Geschäftsmodells für aktive Beteiligungsgesellschaften ist daher erwartungsgemäß nur sehr eingeschränkt möglich.

### 3.3.3.2 Erweiterte Transparenzkriterien

Für Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften gelten zunächst die einschlägigen gesellschafts- und handelsrechtlichen Vorschriften. Ebenso wie Unternehmensbeteiligungsgesellschaften müssen Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften unabhängig von der gewählten Rechtsform mindestens die handelsrechtlichen Vorschriften für mittelgroße Kapitalgesellschaften erfüllen sowie die Einhaltung der Vorschriften des WKBG in die Prüfung durch einen Abschlussprüfer mit einbeziehen.<sup>364</sup> Auch das WKBG sieht darüber hinaus keine weiteren Vorschriften zur Bewertung der Portfoliounternehmen vor.

Auch Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften sollen nach einer Übergangszeit von fünf Jahren einen größeren Gesellschafterkreis aufweisen. Aus diesem Grund dürfen Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften nach Ablauf dieser Frist nach handelsrechtli-

---

<sup>356</sup> Vgl. § 8 Abs. 4 WKBG.

<sup>357</sup> Vgl. § 8 Abs. 3 WKBG.

<sup>358</sup> Vgl. § 9 Abs. 1 WKBG.

<sup>359</sup> Vgl. § 9 Abs. 4 WKBG.

<sup>360</sup> Vgl. § 9 Abs. 5 WKBG.

<sup>361</sup> Vgl. § 9 Abs. 3 WKBG.

<sup>362</sup> Vgl. § 9 Abs. 2 WKBG.

<sup>363</sup> Vgl. Schönig (2008), S. 484.

<sup>364</sup> Vgl. § 15 WKBG.

chen Grundsätzen keine Tochtergesellschaften<sup>365</sup> mehr sein oder maßgeblich beteiligte Gesellschafter, mit mehr als 40 Prozent mittelbar oder unmittelbar gehaltenen Stimmrechten aufweisen.<sup>366</sup> Bei einem gravierenden Verstoß gegen diese Regelung hat die BaFin die Anerkennung als Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft aufzuheben.<sup>367</sup>

Im Gegensatz um UBGG, sieht das WKBG allerdings eine Prüfung der zukünftigen wirtschaftlichen Tragfähigkeit des Geschäftsmodells einer Beteiligungsgesellschaft vor. So muss im Rahmen der Anerkennung der Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft durch die BaFin ein tragfähiger Geschäftsplan vorgelegt werden, aus dem die Art der geplanten Geschäfte sowie der organisierte Aufbau und die geplanten internen Kontrollverfahren der Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft hervorgehen.<sup>368</sup> Darüber hinaus müssen die Zuverlässigkeit sowie die fachliche Eignung der Geschäftsleiter zur Leitung der Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft nachgewiesen werden.<sup>369</sup> Im Rahmen der Fondsauswahl durch die Kapitalgeber sind die Überprüfung der Geschäftsaussichten einer Beteiligungsgesellschaft sowie die Untersuchung der Eignung des Fondsmanagements von zentraler Bedeutung.<sup>370</sup> Die gesetzliche Verankerung dieser Aspekte für Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften unterstreicht deren Bedeutung zur Verbesserung der Transparenz für die Kapitalgeber und kann im Rahmen der Gestaltung von aktiven Beteiligungsgesellschaften aufgegriffen werden.

### 3.3.4 Kapitalanlagegesellschaften

Der Geschäftsbereich von Kapitalanlagegesellschaften ist auf die Verwaltung von Investmentvermögen sowie auf die Erbringung von Dienstleistungen und Nebendienstleistungen in diesem Zusammenhang gerichtet.<sup>371</sup> Das Investmentvermögen kann entweder in Form von Investmentfonds oder Investmentaktiengesellschaften gebildet werden.<sup>372</sup> Im Rahmen der Verwaltung von Investmentvermögen wird dem Anlegerschutz eine große Bedeutung beigemessen, da sich die entsprechenden Anlageprodukte in der Regel an ein breites Publikum von Anlegern richten.<sup>373</sup>

---

<sup>365</sup> Vgl. § 290 HGB.

<sup>366</sup> Vgl. § 10 WKBG.

<sup>367</sup> Vgl. § 17 Abs. 2 WKBG.

<sup>368</sup> Vgl. § 14 Abs. 2 Punkt 4 WKBG.

<sup>369</sup> Vgl. § 7 WKBG i.V.m. § 14 Abs. 2 Punkt 3 WKBG. Die WKBGes muss über mindestens zwei Geschäftsleiter verfügen, vgl. § 7 Abs. 1 WKBG.

<sup>370</sup> Vgl. zur Auswahl des Fondsmanagements Kapitel 2.3.1.5.

<sup>371</sup> Vgl. § 6 Abs. 1 Satz 1 InvG.

<sup>372</sup> Vgl. § 1 Abs. 1 InvG.

<sup>373</sup> Vgl. Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 204.

### 3.3.4.1 Geschäftsmodell und Corporate Governance

Als Rechtsform für Kapitalanlagegesellschaften sind ausschließlich die Aktiengesellschaft (AG) sowie die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) erlaubt.<sup>374</sup> Die Mindestkapitalausstattung einer Kapitalanlagegesellschaft liegt bei 300.000 Euro und richtet sich anschließend nach der Höhe des verwalteten Sondervermögens.<sup>375</sup> Aufbau und Struktur von Kapitalanlagegesellschaften erfolgen zunächst auf Basis der einschlägigen gesellschaftsrechtlichen Vorschriften. Darüber hinaus trägt das InvG zu einer Verbesserung der *Corporate Governance* bei, indem der für alle Rechtsformen pflichtgemäß zu bildende Aufsichtsrat mindestens ein von den Aktionären, den mit ihnen verbundenen Unternehmen und den Geschäftspartnern der Kapitalanlagegesellschaft unabhängiges Mitglied enthalten muss.<sup>376</sup> Dies trägt dem Umstand Rechnung, dass die an den durch die Kapitalgesellschaft verwalteten Sondervermögen beteiligten Kapitalgeber in der Regel nicht gleichzeitig eine Gesellschafterposition in der Kapitalanlagegesellschaft einnehmen.<sup>377</sup> Damit kommt es auch hier zur bereits in Kapitel 2.2.1.1 diskutierten *Prinzipal-Agent-Beziehung* zwischen den Fondsmanagement oder den Gesellschaftern der Kapitalanlagegesellschaft sowie den Kapitalgebern.

Mit Ausnahme von Kapitalanlagegesellschaften, welche unter das Mitbestimmungsgesetz fallen, werden die Mitglieder des Aufsichtsrates grundsätzlich durch die Gesellschafter der Kapitalanlagegesellschaft bestimmt. Die Tätigkeit des Aufsichtsrates hat sich dann aber primär am Interesse der Kapitalgeber auszurichten, indem alle Mitglieder des Aufsichtsrates ihrer Persönlichkeit und Sachkunde nach die Wahrung der Interessen der Kapitalgeber gewährleisten sollen.<sup>378</sup> Dem Grunde nach könnte die Besetzung der Aufsichtsratsmitglieder daher direkt durch die Kapitalgeber erfolgen, um den Aufsichtsrat mit Personen zu besetzen, welche die Vertretung dieser Interessen am besten gewährleisten. Dieser Vorgehensweise stehen allerdings gesellschaftsrechtliche sowie praktische Gründe entgegen. So müsste man sich zum einen auf geeignete Wahlverfahren einigen, in der die Kapitalgeber entweder direkt oder über einen Vertreter zur Wahl berechtigt werden. Dies wäre zwangsläufig mit zusätzlichen Verwaltungskosten verbunden. Zum anderen steht die aktive Beteiligung der Kapitalgeber gerade den Grundprinzipien des Investmentwesens entgegen, in dem die Vermögensverwaltung durch professionelle Vermögensverwalter übernommen wird und die Rolle der Kapitalgeber durch Passivität gekennzeichnet ist.<sup>379</sup>

<sup>374</sup> Vgl. § 6 Abs. 1 Satz 2 InvG.

<sup>375</sup> Vgl. § 11 InvG.

<sup>376</sup> Vgl. § 6 Abs. 2 und 3 InvG.

<sup>377</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 48 f.

<sup>378</sup> Vgl. § 6 Abs. 3 InvG.

<sup>379</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 221 f.

Die gesetzliche Regelung erscheint daher begründet, da die Unabhängigkeit von zumindest einem Mitglied des Aufsichtsrates im Sinne der Kapitalgeber gewährleistet wird, ohne zusätzlichen Verwaltungsaufwand aus Sicht der Kapitalgeber zu verursachen.<sup>380</sup> Die Verbesserung der *Corporate Governance* durch eine weitergehende Verpflichtung der Gesellschafter einer Kapitalgesellschaft zu einer mehrheitlich unabhängigen Besetzung des Aufsichtsrates wird in der wissenschaftlichen Literatur derzeit diskutiert.<sup>381</sup> Eine Überprüfung der persönlichen Eignung der Aufsichtsratsmitglieder durch die BaFin findet in diesem Zusammenhang nicht statt.

### 3.3.4.2 Erweiterte Transparenzkriterien

Im Rahmen der Anerkennung einer Kapitalanlagegesellschaft durch die BaFin muss ein tragfähiger Geschäftsplan vorgelegt werden, aus dem die Art der geplanten Geschäfte sowie der organisatorische Aufbau und die geplanten internen Kontrollverfahren hervorgehen.<sup>382</sup> Darüber hinaus muss der Antrag Angaben zur Beurteilung der Zuverlässigkeit sowie der fachlichen Eignung der Geschäftsleiter enthalten.<sup>383</sup> Sofern die Geschäftsleiter die erforderlichen Kriterien nicht erfüllen oder die Voraussetzungen zum ordnungsgemäßen Betrieb der Geschäfte nicht geschaffen wurden, kann die BaFin die Zulassung der Kapitalanlagegesellschaft gemäß InvG versagen.<sup>384</sup>

Auch während der operativen Tätigkeit der Kapitalanlagegesellschaft gibt das InvG entsprechende Verhaltensregeln und Organisationspflichten vor, welche durch die BaFin überwacht werden und zum Schutz der Kapitalgeber dienen sollen.<sup>385</sup> So sind der Erwerb einer bedeutenden Beteiligung<sup>386</sup> sowie die Erhöhung und die Verminderung einer bedeutenden Beteiligung an einer Kapitalanlagegesellschaft, welche die Schwellen von 20 Prozent, 30 Prozent oder 50 Prozent der Stimmrechte oder des Kapitals erreicht oder absenken, der BaFin anzuzeigen.<sup>387</sup> Im Fall des erstmaligen Erwerbs hat

<sup>380</sup> Die Unabhängigkeit eines Aufsichtsratsmitgliedes ist im Sinne des Gesetzgeber in erster Linie als wirtschaftliche Unabhängigkeit zu verstehen, die dann angenommen werden kann, wenn die Einnahmen eines Mitglieds des Aufsichtsrates aus seiner Tätigkeit für einen Gesellschafter der Kapitalanlagegesellschaft, ein mit dem Gesellschafter verbundenes Unternehmen oder einen Geschäftspartner der Kapitalanlagegesellschaft in den letzten vier Jahren vor seiner Bestellung im Durchschnitt 30 Prozent seiner Gesamteinnahmen nicht überschritten haben, vgl. dazu weiterführend Schäfer (2009a), S. 222 ff.

<sup>381</sup> Vgl. stellvertretend Schäfer (2009a), S. 231 f.

<sup>382</sup> Vgl. § 7a Abs. 1 Punkt 7 InvG.

<sup>383</sup> Vgl. § 7a Abs. 1 Punkte 3 und 4 InvG.

<sup>384</sup> Vgl. § 7b InvG.

<sup>385</sup> Vgl. zu den allgemeinen Verhaltensregeln § 9 InvG sowie zu den Organisationspflichten § 9a InvG.

<sup>386</sup> Eine bedeutende Beteiligung besteht, wenn unmittelbar oder mittelbar über ein oder mehrere Tochterunternehmen oder ein gleichartiges Verhältnis oder im Zusammenwirken mit anderen Personen oder Unternehmen mindestens 10 Prozent des Kapitals oder der Stimmrechte im Eigen- oder Fremdinteresse gehalten werden oder wenn auf die Geschäftsführung der Kapitalanlagegesellschaft ein maßgeblicher Einfluss ausgeübt werden kann, vgl. § 2 Abs. 20 InvG i.V.m. § 1 Abs. 9 KWG.

<sup>387</sup> Vgl. § 2a Abs. 1 und Abs. 6 InvG.

die Anzeige Angaben zur Beurteilung der Zuverlässigkeit des Erwerbers zu enthalten. Sofern der Erwerber den im Interesse der Gewährleistung einer soliden und umsichtigen Führung der Kapitalgesellschaft zu stellenden Ansprüchen nicht genügt, kann die BaFin den Erwerb, die Erhöhung oder die Ausübung der von ihm mittelbar oder unmittelbar gehaltenen Stimmrechte untersagen.<sup>388</sup> In diesem Fall übernimmt die BaFin stellvertretend für die Kapitalgeber die Überwachung hinsichtlich der Auswahl des Fondsmanagements.

Für Kapitalanlagegesellschaften gelten erweiterte Berichtspflichten, indem auf den Jahresabschluss sowie den Lagebericht ausschließlich die handelsrechtlichen Vorschriften für große Kapitalbeteiligungsgesellschaften anzuwenden sind.<sup>389</sup> Im Rahmen der Abschlussprüfung hat der Prüfer die wirtschaftlichen Verhältnisse, die Erfüllung der Anzeigepflichten an die BaFin sowie die Einhaltung der allgemeinen Verhaltensregeln, Organisationspflichten und Kapitalanforderungen zu prüfen.<sup>390</sup> Die detaillierten Berichtspflichten der Gesellschafter der Kapitalanlagegesellschaft im Zusammenhang mit den verwalteten Investmentvermögen sowie der Gestaltung von Verkaufsprospekten werden in den folgenden Abschnitten erläutert.

### 3.3.5 Investmentfonds

Ein Investmentfonds stellt ein Sondervermögen dar, welches von einer Kapitalanlagegesellschaft für Rechnung der Kapitalgeber nach Maßgabe des InvG sowie den zwischen der Kapitalanlagegesellschaft und den Kapitalgebern vereinbarten Vertragsbedingungen verwaltet wird und den Kapitalgebern das Recht zur Rückgabe der Anteile am Sondervermögen einräumt.<sup>391</sup> Die Anteile an Sondervermögen werden in Anteilsscheinen verbrieft, welche entweder auf den Inhaber oder den Namen lauten können.<sup>392</sup> Aufgrund dieser wirtschaftlichen und rechtlichen Trennung zwischen Kapitalanlagegesellschaft und Sondervermögen sieht der Gesetzgeber vergleichsweise detaillierte Vorschriften zur Verwaltung sowie zur Berichterstattung über die Vermögenswertes des Sondervermögens vor.

---

<sup>388</sup> Vgl. § 2a Abs. 2 und 4 InvG.

<sup>389</sup> Vgl. § 19d InvG i.V.m § 340a Abs 1 HGB.

<sup>390</sup> Vgl. § 19f InvG.

<sup>391</sup> Vgl. zu den Begriffsbestimmungen § 2 InvG. Das Sondervermögen ist vom Vermögen der Kapitalanlagegesellschaft getrennt zu halten, vgl. § 30 Abs. 1 InvG.

<sup>392</sup> Kapitalanlagegesellschaft und Depotbank müssen die Anteilsscheine unterzeichnen, vgl. § 33 Abs. 1 InvG.

### 3.3.5.1 Bildung von Sondervermögen

Der Gesetzgeber definiert eine Reihe von Sondervermögen, welche sich hinsichtlich der Vermögenswerte sowie der möglichen Anlagestrategien unterscheiden. Dazu zählen richtlinienkonforme Sondervermögen, Immobilien-Sondervermögen, Gemischte Sondervermögen, Altersvorsorgevermögen, Infrastruktur-Sondervermögen, Sonstige Sondervermögen, Mitarbeiterbeteiligungs-Sondervermögen, Spezial-Sondervermögen sowie Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (*hedge funds*).<sup>393</sup> Im Hinblick auf die Gestaltung von aktiven Beteiligungsgesellschaften und den damit verbundenen Anlagestrategien, werden im Folgenden richtlinienkonforme Sondervermögen, sonstige Sondervermögen sowie Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken ausführlich analysiert, da diese dem Fondsmanagement entsprechende Anlagefreiräume eröffnen.

#### *Richtlinienkonforme Sondervermögen*

Richtlinienkonforme Sondervermögen sind hinsichtlich der Auswahl der Anlageinstrumente im Wesentlichen auf börsennotierte Wertpapiere, Geldmarktinstrumente sowie Investmentanteile beschränkt.<sup>394</sup> Die Kreditaufnahme ist ausschließlich auf kurzfristige Kredite, ebenfalls bis zu einer maximalen Höhe von zehn Prozent des Sondervermögens, beschränkt.<sup>395</sup> Der Einsatz von Derivaten ist grundsätzlich erlaubt, darf aber das Marktrisikopotential des Sondervermögens höchstens verdoppeln.<sup>396</sup> Leerverkäufe sind grundsätzlich verboten.<sup>397</sup> Die Anlage des Sondervermögens ist an enge Anlagerestriktionen gebunden. So dürfen in Wertpapiere desselben Ausstellers nur bis zu fünf Prozent des Wertes des Sondervermögens investiert werden. Diese Grenze kann auf bis zu zehn Prozent angehoben werden, falls dies in den Vertragsbedingungen verankert wurde sowie der Gesamtwert der Wertpapiere dieses Ausstellers 40 Prozent des Wertes des Sondervermögens nicht übersteigt.<sup>398</sup> Darüber hinaus dürfen Aktien desselben Ausstellers nur erworben werden, sofern die damit verbundenen Stimmrechte nicht zehn Prozent der gesamten Stimmrechte des Ausstellers übersteigen.<sup>399</sup> Die Anlage in nicht-börsennotierte Wertpapiere darf höchstens bis zu zehn Prozent des Wertes des Sondervermögens betragen.<sup>400</sup> Die Bewertung sowie die Rücknahme der Anteile halt grundsätzlich börsentäglich zu erfolgen.<sup>401</sup>

<sup>393</sup> Mit Ausnahme von Spezial-Sondervermögen, die ausschließlich von nicht natürlichen Personen gehalten werden dürfen, gelten die übrigen Sondervermögen als Publikumssondervermögen, vgl. § 2 Abs. 2 InvG.

<sup>394</sup> Vgl. §§ 46-49 InvG; zu weiteren Einschränkungen beim Erwerb von Investmentanteilen vgl. § 50 InvG.

<sup>395</sup> Vgl. § 53 InvG.

<sup>396</sup> Vgl. § 51 InvG.

<sup>397</sup> Vgl. § 59 InvG.

<sup>398</sup> Vgl. § 60 Abs 1 InvG.

<sup>399</sup> Vgl. § 64 Abs. 1 InvG.

<sup>400</sup> Vgl. § 52 Satz 1 Punkt 1 InvG.

<sup>401</sup> Vgl. § 36 Abs. 1 Satz 2 InvG.

### *Sonstige Sondervermögen*

Sonstige Sondervermögen stellen auf Basis der Vorschriften für regelkonforme Sondervermögen erweiterte Anlagemöglichkeiten zur Verfügung.<sup>402</sup> So kann in jegliche Art von in- und ausländischen Unternehmensbeteiligungen investiert werden, sofern deren Verkehrswert ermittelt werden kann.<sup>403</sup> Allerdings ist auch hier die Anlage in nicht-börsennotierte Wertpapiere oder Beteiligungen begrenzt und lediglich bis zu einer Grenze von 20 Prozent, in Beteiligungen desselben Unternehmens nur bis zu einer Grenze von fünf Prozent des Wertes des Sonstigen Sondervermögens erlaubt.<sup>404</sup> Aufgrund der vergleichsweise eingeschränkten Handelbarkeit und verlängerten Veräußerungsfrist für diese Art von Anlagen sieht der Gesetzgeber Sonderregelungen für die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen vor. In den Vertragsbedingungen kann, abhängig vom Überschreiten eines bestimmten Betrages der zurückgegebenen Anteile festgelegt werden, dass die Rücknahme von Anteilen dann höchstens einmal halbjährlich und mindestens einmal jährlich erfolgen kann.<sup>405</sup> Die langfristige Kreditaufnahme sowie die Nutzung von Leerverkäufen sind für sonstige Sondervermögen nicht möglich.

### *Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken*

Das InvG unterscheidet zwischen Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (*single hedge funds*) sowie Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (*fund of hedge funds*). Grundsätzlich unterliegen Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken im Rahmen ihrer Anlagestrategie kaum Beschränkungen, das Fondsmanagement muss allerdings den Grundsatz der Risikomischung beachten.<sup>406</sup> Allerdings gibt das InvG keine Hinweise, welche Mindeststreuung der Anlagewerte dem Grundsatz der geforderten Risikomischung gerecht wird. Entsprechende Anlagegrenzen müssen sich daher unter der Beobachtung der BaFin in der Praxis erst herausbilden.<sup>407</sup> Allerdings besteht für Kapitalgeber grundsätzlich die Möglichkeit, im Rahmen des Gesellschaftsvertrages gewisse Einschränkungen hinsichtlich der Flexibilität des Fondsmanagements vorzunehmen.<sup>408</sup> Zusätzlich müssen die Vertragsbedingungen des Sondervermögens zumindest eine von zwei weiteren Bedingungen vorsehen. Zum einen betrifft dies die Erlaubnis zur unbeschränkten Aufnahme von Krediten für gemeinschaftliche Rechnung der Kapitalgeber oder über den Einsatz von Derivaten zur Steigerung des Investitionsgrades des Sondervermögens.<sup>409</sup> Zum anderen kann auch der Verkauf von Vermö-

<sup>402</sup> Vgl. § 90g InvG.

<sup>403</sup> Vgl. § 90h Abs. 1 Punkt 3 InvG.

<sup>404</sup> Vgl. § 90h Abs. 4 InvG.

<sup>405</sup> Vgl. § 90i Abs. 1 InvG.

<sup>406</sup> Vgl. § 112 Abs. 1 Satz 1 InvG.

<sup>407</sup> Vgl. Reiss (2006), S. 228.

<sup>408</sup> Vgl. Prokop (2008), S. 171; Reiss (2006), 227 f.

<sup>409</sup> Vgl. § 112 Abs. 1 Satz 2 Punkt 1 InvG.

gensgegenständen für gemeinschaftliche Rechnung der Kapitalgeber, die im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zum Sondervermögen gehören, erlaubt werden.<sup>410</sup> Somit können Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken neben der unbeschränkten Nutzung von Fremdkapital auch Leerverkäufe tätigen. Dies ermöglicht die Umsetzung der in Kapitel 2.3.4.2 beschriebenen international beobachtbaren Anlagestrategien von *Hedge Funds*.

Die Anlage in Beteiligungen an Portfoliounternehmen, die nicht an einer Börse zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen sind, kann in den Vertragsbedingungen vorgesehen werden, ist allerdings nur bis zu einer Grenze von maximal 30 Prozent des Wertes des Sondervermögens möglich.<sup>411</sup> Aufgrund der damit verbundenen Liquiditätseffekte auf Ebene des Fonds, kann das Recht der Kapitalgeber auf Rückgabe der Anteile am Sondervermögen eingeschränkt werden.<sup>412</sup> Die Anteilspreisermittlung sowie die Rücknahme von Anteilen können dann zu vertraglich bestimmten Rücknahmetermenen, jedoch mindestens einmal in jedem Kalendervierteljahr, erfolgen.<sup>413</sup> Anteilrückgaben sind der Kapitalanlagegesellschaft mindestens 40 Kalendertage vor dem jeweiligen Rücknahmetermin, zu dem auch der Anteilswert ermittelt wird, durch eine unwiderrufliche Rückgabeerklärung mitzuteilen.<sup>414</sup> Die Zahlung des Rücknahmepreises muss spätestens 50 Kalendertage nach dem Rücknahmetermin erfolgen.<sup>415</sup> Mit dieser Regelung werden Investitionen in illiquide Vermögensgegenstände, wie etwa *Private Equity-ähnliche* Investitionen oder Investments mit *Lock-up-Fristen*, deren Bewertung und Liquidation erst nach einer zeitlichen Verzögerung durchgeführt und somit die Auszahlung nicht zum Zeitpunkt der Anteilrückgabe erfolgen kann, berücksichtigt.<sup>416</sup> Der deutsche Gesetzgeber folgt mit diesem Ansatz zur Steuerung von Liquiditätsrisiken nicht dem international üblichen Modell der Sonderkonten (*side pockets*)<sup>417</sup>, sondern nutzt die Möglichkeit zur bedingten Verlängerung von allgemeinen Rücknahmefristen.<sup>418</sup> Dies schränkt die Möglichkeit zum Erwerb von *Private Equity-ähnlichen* Beteiligungen für *Hedge Funds* nach Maßgabe des InvG erheblich ein.

Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken sind Investmentvermögen, die in Anteile von inländischen oder ausländischen Zielfonds investieren, welche entweder *Single Hedge Funds* nach Maßgabe des InvG sind oder vergleichbaren Anforderungen

<sup>410</sup> Vgl. § 112 Abs. 1 Satz 2 Punkt 2 InvG.

<sup>411</sup> Vgl. § 112 Abs. 1 Satz 3 InvG.

<sup>412</sup> Vgl. § 112 Abs. 1 Satz 4 InvG.

<sup>413</sup> Vgl. § 116 Satz 1 InvG.

<sup>414</sup> Vgl. § 116 Satz 2 InvG.

<sup>415</sup> Vgl. § 116 Satz 3 InvG.

<sup>416</sup> Vgl. Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 206.

<sup>417</sup> Vgl. zur Gestaltung der Side-Pockets Kapitel 2.3.4.3.

<sup>418</sup> Vgl. zur rechtlichen Gestaltung von Hedge Funds in den USA Sousa de (2007), S. 41 ff.



hinsichtlich der Anlagepolitik unterliegen.<sup>419</sup> Im Gegensatz zu den *Single Hedge Funds*, die in Deutschland nicht öffentlich platziert werden dürfen, können Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken öffentlich vertrieben werden.<sup>420</sup> Somit steht den Privat- und Kleinanlegern in Deutschland ausschließlich die Möglichkeit des Erwerbs von Anteilen an *Fund of Hedge Funds* zur Verfügung. *Single Hedge Funds* sind im Rahmen eines so genannten *Private Placements* anzubieten.<sup>421</sup>

An Personen, die für die Anlageentscheidung von Sondervermögen und Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken verantwortlich sind, werden zusätzlich zur allgemeinen fachlichen Eignung für die Durchführung von Investmentgeschäften weitere Anforderungen gestellt. Der Gesetzgeber fordert an dieser Stelle explizit ausreichendes Erfahrungswissen und praktische Kenntnisse in Bezug auf die Anlage in Sondervermögen mit zusätzlichen und vergleichbaren ausländischen Investmentvermögen.<sup>422</sup> Dies spiegelt entsprechende Mindestanforderungen an die Qualifikation des Fondsmanagements wider.<sup>423</sup>

### 3.3.5.2 Kostentransparenz und Bewertung der Anteile

Den Kapitalgebern stehen im Rahmen der Vermögensverwaltung durch einen Investmentfonds keinerlei direkte Kontroll- oder Weisungsbefugnisse zu. Der Gesetzgeber sieht daher eine Informationspflicht der Kapitalanlagegesellschaften über die Ausübung der übertragenen Verwaltungsbefugnisse vor, um den Kapitalgebern ausreichende Informationen für entsprechende Kauf- und Verkaufsentscheidungen zur Verfügung zu stellen. Die investimentrechtlichen Transparenzanforderungen dienen daher im Wesentlichen zur Entscheidung über die Ausübung des Rückgaberechts, welches die einzige Sanktionsbefugnis der Kapitalgeber darstellt.<sup>424</sup> Neben den Kapitalgebern hat das Fondsmanagement weitere Informationspflichten gegenüber der BaFin sowie der Bundesbank zu erfüllen. Zu den wesentlichen Aspekten der Informationspflicht zählen die transparente Abbildung der Kostenstruktur sowie die Bewertung der Anteile des Investmentvermögens.

#### *Kosten und Kostentransparenz*

Im Rahmen des InvG kommt der transparenten Darstellung der Kosten eines Investmentvermögens ein hoher Stellenwert zu. Sie wird daher in einer eigenen Vorschrift

<sup>419</sup> Vgl. § 113 Abs.1 InvG.

<sup>420</sup> Vgl. § 117 Abs. 1 Satz 1 InvG.

<sup>421</sup> Erfolgt der Vertrieb von Anteilen im Wege des öffentlichen Anbietens, der öffentlichen Werbung oder in ähnlicher Weise, so gilt dies als öffentlicher Vertrieb, vgl. § 2 Abs. 11 InvG.

<sup>422</sup> Vgl. § 120 InvG.

<sup>423</sup> Vgl. Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 206.

<sup>424</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 247.

geregelt, welche sowohl für die regelmäßige Berichterstattung als auch die Erstellung von Verkaufsprospekten anzuwenden ist.<sup>425</sup> Die Forderung nach einer transparenten Darstellung der Kostenstrukturen darf dabei nicht mit der Forderung nach einer effizienten Kostenstruktur gleichgesetzt werden. Insofern reicht es nicht aus, lediglich die absolute Höhe der Kosten auszuweisen. Vielmehr müssen die Gebührenstrukturen ausgewiesen werden, welche zur Entstehung der Kosten führen. Nur diese Darstellung ermöglicht den Vergleich verschiedener Investmentfonds, deren Kostenstrukturen sich aufgrund eines unterschiedlichen Anlagestils unterscheiden.<sup>426</sup>

Zu den Kosten, welche durch die Kapitalgeber und Anteilsinhaber der Investmentvermögen zu tragen sind, zählen zunächst die Verwaltungsgebühren (*management fee*) des Fondsmanagements sowie allgemeine Verwaltungskosten, wie etwa Honorare für Abschlussprüfer und externe Berater.<sup>427</sup> Darüber hinaus zählen die Gebühren der Depotbank ebenfalls zu den Verwaltungskosten.<sup>428</sup> Einen weiteren Kostenblock stellen die Transaktionskosten dar, welche im Zusammenhang mit dem Erwerb und der Veräußerung von Vermögensgegenständen des Investmentvermögens entstehen.<sup>429</sup> Darüber hinaus sind im Zuge des Erwerbs oder des Verkaufs von Anteilen durch die Kapitalgeber häufig entsprechende Ausgabeauf- oder Rücknahmeabschläge zu entrichten.

Das InvG verpflichtet die Kapitalanlagegesellschaften zum einen anzugeben, nach welcher Methode, in welcher Höhe und aufgrund welcher Berechnung die Vergütungen und Aufwandserstattungen aus dem Sondervermögen an die Kapitalanlagegesellschaft, die Depotbank oder Dritte zu leisten sind.<sup>430</sup> Diese Informationen sind detailliert in den Vertragsbedingungen und im ausführlichen Verkaufsprospekt anzugeben und korrespondieren mit den detaillierten Berichtspflichten in den Jahresberichten im Rahmen der Darstellung der Ertrags- und Aufwandsrechnung.<sup>431</sup> Zum anderen sieht das InvG die Berechnung einer Gesamtkostenquote als eindimensionale Kennziffer vor, welche den Kapitalanlegern einen vergleichsweise unkomplizierten Vergleich verschiedener Investmentvermögen ermöglichen soll. Diese ist im vereinfachten Verkaufsprospekt sowie in den Jahresberichten auszuweisen.<sup>432</sup>

---

<sup>425</sup> Vgl. § 41 InvG.

<sup>426</sup> Vgl. Herring und Hunke (2001), S. 906.

<sup>427</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 259.

<sup>428</sup> Zu den wesentlichen Aufgaben der Depotbank zählen die Bewertung, Ausgabe und die Rücknahme der Anteile sowie die Verwahrung der Vermögensgegenstände des Investmentvermögens, vgl. zu den weiteren Aufgaben der Depotbank und deren Verhältnis zu den Kapitalgebern Reiss (2006), S. 147 ff.

<sup>429</sup> Vgl. § 41 Abs. 2 Satz 2 InvG.

<sup>430</sup> Vgl. § 41 Abs. 1 Satz 1 InvG.

<sup>431</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 260; zu den weitergehenden Informationspflichten im ausführlichen Verkaufsprospekt vgl. detailliert Kapitel 3.3.7.1 sowie zu den Jahresberichten Kapitel 3.3.5.3.

<sup>432</sup> Vgl. § 41 Abs. 2 Satz 1 InvG.

Die Gesamtkostenquote stellt mit Ausnahme der Transaktionskosten das Verhältnis aller bei der Verwaltung zulasten eines Sondervermögens angefallenen Kosten zum durchschnittlichen Nettoinventarwert des Sondervermögens innerhalb des vorangegangenen Geschäftsjahres dar und ist als Prozentsatz auszuweisen.<sup>433</sup> Neben den Transaktionskosten fließen auch etwaige Ausgabeaufschläge oder Rücknahmeabschläge, welche direkt von den Kapitalgebern zu entrichten sind, nicht in die Berechnung der Gesamtkostenquote ein. Aufgrund des teilweise erheblichen Umfangs der Transaktionskosten, stellt die Gesamtkostenquote daher im engeren Sinne nur eine Teilkostenquote dar.<sup>434</sup> Darüber hinaus handelt es sich aufgrund des Bezugs zum jeweils vergangenen Geschäftsjahre lediglich um einen historischen Wert, der grundsätzlich keine Zukunftsprognose erlaubt.<sup>435</sup> Trotz dieser Nachteile ermöglicht die Gesamtkostenquote den Kapitalanlegern einen schnellen Überblick über die Kostenstruktur eines Investmentvermögens sowie den unkomplizierten Vergleich mit anderen Investmentvermögen.<sup>436</sup> Insgesamt betrachtet, kann die Gesamtkostenquote zu einer Verbesserung der Transparenz eines Investmentvermögens für die Kapitalanleger beitragen.

### *Bewertung der Anteilswerte*

Sowohl der Rücknahmepreis als auch der Ausgabepreis der Anteile am Investmentvermögen sind zum einen jeweils gemeinsam bei jeder Ausgabe oder Rücknahme von Anteilen bekanntzugeben. Zum anderen müssen beide Preise grundsätzlich mindestens zweimal im Monat in einer hinreichend verbreiteten Wirtschafts- oder Tageszeitung oder in den in den Verkaufsprospekten bezeichneten elektronischen Informationsmedien veröffentlicht werden.<sup>437</sup> Zur Rücknahme von Anteilen an sonstigen Sondervermögen sowie Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken gelten die besonderen Vorschriften für diese Investmentvermögen. Aufgrund der ausschließlichen Möglichkeit zur Privatplatzierung der Anteile besteht für Einzel-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken keine Pflicht zur regelmäßigen Veröffentlichung von Ausgabe und Rücknahmepreisen.<sup>438</sup> Die Einzelheiten der Rückgabe von Anteilen am Sondervermögen werden in den Vertragsbedingungen geregelt. Grundsätzlich kann jeder Kapitalgeber die Auszahlung seines Anteils gegen Rückgabe des Anteils verlangen. Nur sofern außergewöhnliche Umstände vorliegen, kann die Rücknahme der Anteile durch die Kapital-

<sup>433</sup> Vgl. § 41 Abs. 2 Satz 2 InvG.

<sup>434</sup> Vgl. Reiss (2006), S. 192 f.

<sup>435</sup> Vgl. Herring und Hunke (2001), S. 908.

<sup>436</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 262.

<sup>437</sup> Gibt die Kapitalanlagegesellschaft oder die Depotbank den Ausgabepreis bekannt, so ist sie verpflichtet, auch den Rücknahmepreis bekannt zu geben; wird der Rücknahmepreis bekannt gegeben, so ist auch der Ausgabepreis bekannt zu geben, vgl. § 36 Abs 6 InvG.

<sup>438</sup> Vgl. § 112 Abs. 2 Satz 2 InvG; Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 205.

anlagegesellschaft ausgesetzt werden. Diese Option muss allerdings im Vorfeld vertraglich mit den Kapitalgebern vereinbart werden.<sup>439</sup>

Sofern entsprechende Börsenkurse vorliegen, sind die Kurswerte der zu einem Sondervermögen gehörenden Vermögensgegenstände abzüglich der aufgenommenen Kredite und sonstigen Verbindlichkeiten durch die Kapitalanlagegesellschaft zu ermitteln und daraus der Wert der einzelnen Anteile abzuleiten.<sup>440</sup> Falls für die Vermögensgegenstände keine handelbaren Kurse zur Verfügung stehen oder diese nicht börsennotiert sind, ist der Verkehrswert nach sorgfältiger Einschätzung mit Hilfe von geeigneten Bewertungsmodellen unter Berücksichtigung der aktuellen Marktgegebenheiten zu bestimmen.<sup>441</sup> Die Bewertung von nicht-börsengehandelten Schuldverschreibungen und Schuldscheindarlehen hat anhand der vereinbarten Preise für vergleichbare Schuldverschreibungen und Schuldscheindarlehen zu erfolgen. Das Gesetz lässt auch die Bewertung anhand der Kurswerte von Anleihen vergleichbarer Aussteller und entsprechender Laufzeit und Verzinsung, erforderlichenfalls mit einem Abschlag zum Ausgleich der geringeren Veräußerungsfähigkeit, zu.<sup>442</sup> Insofern gibt das InvG eine Bewertungshierarchie vor, an deren ersten Stelle die Nutzung von Börsenwerten steht, gefolgt von vergleichbaren Markttransaktionen sowie zuletzt die Anwendung von geeigneten Bewertungsmodellen. Auf detaillierte Bewertungsvorschriften, insbesondere zur Auswahl und Anwendung geeigneter Bewertungsverfahren, verzichtet das InvG.<sup>443</sup>

### *Darstellung der Wertentwicklung*

Die bisherige Wertentwicklung des Investmentvermögens gibt den Kapitalanlegern einen ersten Anhaltspunkt zur Unterstützung ihrer Kaufentscheidung oder zum Vergleich mit vergleichbaren Anlageprodukten. Die Kapitalgeber messen der bisherigen Wertentwicklung daher in der Regel eine große Bedeutung zu, weshalb ihr im Investmentwesen ein großer Stellenwert eingeräumt wird. Dies ist zum einen kritisch zu beurteilen, da die historische Wertentwicklung eines Investmentvermögens nur bedingte Rückschlüsse auf dessen zukünftige Wertentwicklung zulässt. Zum anderen wird die Wertentwicklung außer von der allgemeinen Marktentwicklung auch wesentlich von der Qualität des Fondsmanagements sowie von der Kostenstruktur beein-

<sup>439</sup> Vgl. § 37 Abs. 1 und 2 InvG.

<sup>440</sup> Alternativ kann die Ableitung der Anteilswerte auch durch die Depotbank unter Mitwirkung der Kapitalanlagegesellschaft übernommen werden, vgl. § 36 Abs. 1 InvG.

<sup>441</sup> Vgl. § 36 Abs. 3 Satz 1 InvG.

<sup>442</sup> Vgl. § 36 Abs. 3 Satz 2 InvG.

<sup>443</sup> Das InvG verweist an dieser Stelle auf die Ermächtigung des Bundesministeriums der Finanzen, durch Rechtsverordnung weitere Bestimmungen über die Bewertung der Vermögensgegenstände und die Anteilswertermittlung zu erlassen, vgl. § 36 Abs. 5 InvG.

flusst.<sup>444</sup> Das InvG sieht keine expliziten Regeln zur Berechnung und Darstellung der vergangenen Wertentwicklung vor. Die Fondsmanager greifen daher üblicherweise auf international anerkannte Richtlinien von Branchenverbänden zur entsprechenden Berichterstattung zurück. In Deutschland stehen dazu zum einen die Wohlverhaltensregeln des Bundesverbandes Investment and Asset Management (BVI) zur Verfügung, welche entsprechende Vorgaben zur Veröffentlichung von Wertentwicklungsdaten geben.<sup>445</sup> Darüber hinaus enthalten die *Global Investment Performance Standards (GIPS)* des *Chartered Financial Analyst Institute (CFA Institute)* detaillierte Vorgaben zur Berichterstattung von Investmentfonds. Die Anwendung dieser Richtlinien ist für das Fondsmanagement nicht verpflichtend sondern erfolgt in der Regel auf freiwilliger Basis, um die Qualität der Berichterstattung zu verdeutlichen.

Darüber hinaus stellt die *International Organization of Securities Commissions (ISOCO)* mit den *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards* zusätzliche Grundsätze zur Verfügung. Diese geben die Meinung der internationalen Aufsichtsbehörden wieder, sind aber weder für die BaFin noch für die regulierten Investmentvermögen verpflichtend anzuwenden.<sup>446</sup> Die *GIPS* des *CFA Institutes* werden im Rahmen der Ableitung der *Kommunikationsmatrix* aufgrund der einschlägigen Vorschriften für aktive Beteiligungsgesellschaften in Kapitel 3.4.5 eingehend diskutiert. Auf eine erschöpfende Analyse der genannten Richtlinien und Vorschriften zur Berechnung und Darstellung der historischen Wertentwicklung von Investmentvermögen wird an dieser Stelle verzichtet und stattdessen auf die weiterführende Literatur verwiesen.

### 3.3.5.3 Aufbau der Berichterstattung

Der Gesetzgeber sieht eine mindestens halbjährliche Berichterstattung über das Investmentsondervermögen durch die verwaltende Kapitalanlagegesellschaft an die Kapitalgeber sowie die BaFin vor.<sup>447</sup> Hinsichtlich der inhaltlichen Gestaltung unterscheidet das InvG zwischen Halbjahresberichten zur Mitte und Jahresberichten jeweils zum Schluss eines Geschäftsjahres. Der im Vergleich zum Halbjahresbericht ausführlichere Jahresbericht muss einen Bericht über die Tätigkeit der Kapitalanlagegesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr sowie alle wesentlichen Angaben erhalten, die es den Kapitalgebern ermöglichen, sich ein Urteil über diese Tätigkeit und die Ergeb-

<sup>444</sup> Vgl. zur Auswahl der entsprechenden Richtlinien und Standards Schäfer (2009a), S. 268.

<sup>445</sup> Wohlverhaltensregeln des BVI, abrufbar unter [www.bvi.de](http://www.bvi.de).

<sup>446</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 270.

<sup>447</sup> Vgl. grundsätzlich § 44 InvG.

nisse des Sondervermögens zu bilden.<sup>448</sup> In Tab. 3.2 werden die wesentlichen Inhalte von Jahres- und Halbjahresberichten gegenübergestellt.

Kategorie	Detailangaben	HJB	JB
<b>Vermögensstatus</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten</li> <li>▪ Art, Nennbetrag oder Zahl, Kurs und Kurswert</li> <li>▪ Anteil am Wert des SV von Wertpapiergruppen</li> <li>▪ Nennbetrag oder Zahl der Käufe und Verkäufe</li> <li>▪ Gesamtwert des Sondervermögens</li> <li>▪ Rechte Dritter an Vermögensgegenständen</li> </ul>	☒	☒
<b>Geschäftsverlauf</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Abgeschlossene, im Vermögensstatus nicht mehr enthaltene Finanztransaktionen</li> <li>▪ Pensionsgeschäfte und Wertpapier-Darlehen</li> <li>▪ Leerverkäufe gegliedert nach Art, Nennbetrag und Zahl, Verkaufszeitpunkt und erzielter Erlös</li> </ul>	☒	☒
<b>Umlaufende Anteile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der umlaufenden Anteile</li> <li>▪ Wert eines Anteils</li> </ul>	☒	☒
<b>Ertrags- und Aufwandsrechnung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Erträge aus Anlagen und sonstige Erträge</li> <li>▪ Verwaltungsaufwendungen inkl. Depotbank</li> <li>▪ Sonstige Aufwendungen und Gebühren</li> <li>▪ Nettoertrag</li> <li>▪ Erhöhungen u. Verminderungen d. Veräußerungsgeschäfte</li> </ul>		☒
<b>Gesamtkosten</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gesamtkostenquote</li> </ul>		☒
<b>Entwicklung während des Berichtszeitraums</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ausgeschüttete und wieder angelegte Erträge</li> <li>▪ Mehr- oder Minderwerte bei Vermögensgegenständen</li> <li>▪ Mittelzu- und abflüsse aus Anteilsverkäufen und Rücknahmen</li> </ul>		☒
<b>Ertragsverwendung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ KAG-Beschluss zur Ertragsverwendung</li> </ul>		☒
<b>Historischer Vergleich</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vergleichszeitraum drei Jahre</li> <li>▪ Wert des Sondervermögens / Wert eines Anteils</li> </ul>		☒

Tab. 3.2: Detailangaben für Halbjahres- und Jahresberichte gem. InvG

Die Veröffentlichung der Halbjahresberichte muss spätestens zwei Monate, die der Jahresberichte spätestens vier Monate nach dem jeweiligen Berichtstichtag im elektronischen Bundesanzeiger erfolgen.<sup>449</sup> Für Einzel-Sondervermögen mit zusätzlichen Risi-

<sup>448</sup> Vgl. § 44 Abs. 1 Satz 2 InvG.

<sup>449</sup> Vgl. § 45 Abs. 1 InvG.

ken besteht aufgrund des Verbots der öffentlichen Platzierung keine gesetzliche Verpflichtung zur Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresberichte.<sup>450</sup> In den Jahres- und Halbjahresberichten sind für jeden Posten Wertpapiere oder Schuldscheindarlehen die getätigten Käufe und Verkäufe nach Nennbetrag oder Zahl anzugeben.<sup>451</sup> Das InvG enthält allerdings keine Angaben zum Grad der Ausführlichkeit dieser Angaben. Dies lässt von einer summarischen Zusammenfassung einzelner Posten über die Saldierung von Käufen und Verkäufen bis hin zur detaillierten Angabe aller Transaktionen mit dem jeweiligen Ausführungsdatum erheblichen Interpretationsspielraum in der Umsetzung dieser Vorschrift.<sup>452</sup>

Die Veröffentlichung der Gesamtkostenquote in den Jahresberichten darf ohne den Hinweis auf den fehlenden Einbezug der Transaktionskosten erfolgen. In der Regel nimmt das Fondsmanagement diesen Hinweis freiwillig vor, um Missverständnisse mit den Kapitalanlegern zu vermeiden. Im Gegensatz dazu wird die Höhe der Transaktionskosten in der Regel in den Berichten nicht ausgewiesen.<sup>453</sup> Die Vorschriften zur regelmäßigen Berichterstattung der Investmentvermögen sind in erster Linie auf Publikumsfonds mit börsennotierten Wertpapieren ausgelegt. Die detaillierte Beschreibung der Portfoliounternehmen sowie die mit dieser Beteiligung im Detail beabsichtigten Anlageziele treten in den Hintergrund. Dieser Aspekt ist bei der Gestaltung einer transparenten Berichterstattung durch aktive Beteiligungsgesellschaften zu beachten.

### 3.3.6 Investmentaktiengesellschaften

Investmentaktiengesellschaften im Sinne des InvG sind Unternehmen, deren Unternehmensgegenstand auf die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel in bestimmten Vermögensgegenständen beschränkt ist und die den Kapitalgebern das Recht zur Rückgabe ihrer Aktien einräumen.<sup>454</sup> Die Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb wird durch die BaFin erteilt.<sup>455</sup> Auf Investmentaktiengesellschaften sind die Vorschriften des Aktiengesetzes grundsätzlich anzuwenden, soweit sich aus den Vorschriften des InvG

---

<sup>450</sup> Vgl. § 112 Abs. 2 S. 2 InvG; Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 205.

<sup>451</sup> Vgl. § 44 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 InvG.

<sup>452</sup> Vgl. Reiss (2006), S. 194.

<sup>453</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 260 f.; Reiss (2006), S. 193.

<sup>454</sup> Das InvG unterscheidet zwischen Investmentaktiengesellschaften und Spezial-Investmentaktiengesellschaften. Letztere sind Unternehmen, deren Aktien ausschließlich von nicht natürlichen Personen gehalten werden dürfen, vgl. zur Begriffsbestimmung § 2 Abs. 5 InvG.

<sup>455</sup> Vgl. § 97 Abs. 1 Satz 1 InvG.

nichts anderes ergibt.<sup>456</sup> Die Aufsicht über Investmentaktiengesellschaften erfolgt durch die BaFin.<sup>457</sup>

### 3.3.6.1 Geschäftsmodell und Anlagerestriktionen

Investmentaktiengesellschaften dürfen nur in der Rechtsform der Aktiengesellschaft mit einem Anfangskapital von mindestens 300.000 Euro gegründet werden. Das Kapital muss innerhalb von sechs Monaten nach Eintragung in das Handelsregister mindestens den Betrag von 1,24 Millionen Euro erreicht haben.<sup>458</sup> Die allgemeine Verwaltungstätigkeit sowie die Anlage und Verwaltung der Mittel kann entweder durch die Geschäftsleiter der Investmentaktiengesellschaft oder, im Falle von fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaften, durch die Benennung einer Kapitalanlagegesellschaft als Verwaltungsgesellschaft erfolgen.<sup>459</sup>

Auf die Tätigkeit der Investmentaktiengesellschaften finden im Hinblick auf die Anlagekriterien grundsätzlich die Vorschriften für Kapitalanlagegesellschaften und Sondervermögen Anwendung.<sup>460</sup> Dies bezieht sich im Wesentlichen auf die Vertragsbedingungen, nach denen sich das Rechtsverhältnis der Investmentaktiengesellschaft zu den Aktionären bestimmt.<sup>461</sup> Insbesondere werden die möglichen Anlagestrategien der Investmentaktiengesellschaften durch die für die verschiedenen Sondervermögen geltenden Anlagevorschriften eingegrenzt. So finden für die Anlage des Gesellschaftsvermögens die Vorschriften für richtlinienkonforme Sondervermögen<sup>462</sup>, gemischte Sondervermögen<sup>463</sup>, sonstige Sondervermögen<sup>464</sup>, Spezial-Sondervermögen<sup>465</sup> sowie Sondervermögen mit besonderen Risiken<sup>466</sup> unverändert Anwendung. Im Gegensatz dazu

<sup>456</sup> Vgl. § 99 Abs. 1 InvG. Zu den Ausnahmen zählen Vorschriften zur Satzung (§ 23 Abs. 5 AktG), zur Bilanz (§ 152 AktG) und zur Gewinn- und Verlustrechnung (§ 158 AktG), die Erklärung zum Corporate Governance Kodex (§ 161 AktG), die Maßnahmen zur Kapitalerhöhung (§§ 182 – 240 AktG) sowie die Vorschriften zur Kommanditgesellschaft auf Aktien (§§ 278 – 290 AktG).

<sup>457</sup> Vgl. § 5 InvG.

<sup>458</sup> Das InvG unterscheidet zwischen stimmberechtigten Unternehmensaktien, welche die Gründer der Gesellschaft übernehmen müssen, sowie stimmrechtslosen Anlageaktien, welche erst nach Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister an die Anleger ausgegeben werden, vgl. § 96 Abs. 1 und 5 InvG.

<sup>459</sup> Vgl. § 96 Abs. 4 InvG.

<sup>460</sup> Darüber hinaus gilt dies auch für die Auslagerung von wesentlichen Aufgaben (§ 16 InvG), die Werbung (§ 19a InvG), die unverzüglichen Anzeigen an die Bundesbank (§ 19c Abs. 1 Nr. 1 bis 3, 6 bis 10 und Abs. 2 und 3 InvG), Auskünfte und Prüfungen der Investmentaktiengesellschaft und der an ihr bedeutend beteiligten Inhaber (§ 19g InvG), Maßnahmen bei unzureichenden Eigenmitteln (§19i InvG) und bei Gefahr (§ 19j InvG) sowie hinsichtlich des Insolvenzantrages (§ 19k InvG), der Beauftragung einer Depotbank (§§ 20 bis 29 InvG), der Stimmrechtsausübung aus den zum Gesellschaftsvermögen gehörenden Aktien (§ 32 Abs. 2 InvG), der Einteilung in Aktienklassen und Teilgesellschaftsvermögen (§ 34 InvG).

<sup>461</sup> Vgl. § 99 Abs. 3 InvG i.V.m. § 43 InvG.

<sup>462</sup> Vgl. § 99 Abs. 3 InvG i.V.m. §§ 46 bis 65 InvG.

<sup>463</sup> Vgl. § 99 Abs. 3 InvG i.V.m. §§ 83 bis 86 InvG.

<sup>464</sup> Vgl. § 99 Abs. 3 InvG i.V.m. §§ 90g bis 90k InvG.

<sup>465</sup> Vgl. § 99 Abs. 3 InvG i.V.m. §§ 91 bis 95 InvG.

<sup>466</sup> Vgl. § 99 Abs. 3 InvG i.V.m. §§ 112 bis 120 InvG.



finden die Vorschriften zu Immobilien-Sondervermögen, Altersvorsorge-Sondervermögen sowie Mitarbeiterbeteiligungs-Sondervermögen keine Anwendung für Investmentaktiengesellschaften. Darüber hinausgehende, für Investmentaktiengesellschaften spezifische Anlagevorschriften sieht das InvG nicht vor.

### 3.3.6.2 Erweiterte Transparenzkriterien

Die Gestaltung der Transparenz von Investmentaktiengesellschaften erfolgt ebenso grundsätzlich auf Basis der Vorschriften für Kapitalanlagegesellschaften und Sondervermögen. Dies betrifft im Wesentlichen die Ermittlung des Aktienwertes sowie die Veröffentlichung des Ausgabe- und Rücknahmepreises<sup>467</sup>, die Rücknahme von Aktien sowie die Aussetzung der Rücknahme von Aktien<sup>468</sup>, die Vorschriften zu den Kosten und zur Kostentransparenz<sup>469</sup>, sowie die Vorschriften zum Vertrieb der Anteile an einer Investmentaktiengesellschaft.<sup>470</sup> Auch in diesem Fall gilt, dass die Anteile nicht öffentlich vertrieben werden dürfen, sofern die Satzung einer Investmentaktiengesellschaft eine den Einzel-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken vergleichbare Anlageform vorsieht.<sup>471</sup>

Die Vorschriften zur Rechnungslegung von Kapitalgesellschaften sind auch für Investmentaktiengesellschaften gültig und beziehen sich in erster Linie auf die Erstellung und Prüfung von Jahres- und Halbjahresberichten für das Gesellschaftsvermögen (vgl. Tab. 3.2).<sup>472</sup> Ferner sind auf den Jahresabschluss und den Lagebericht einer Investmentaktiengesellschaft die Vorschriften zur Führung von Handelsbüchern (§§ 238 bis 343a HGB) mit einigen Ausnahmen anzuwenden.<sup>473</sup> So ist die Bilanz in Staffelform aufzustellen, wobei sich Gliederung, Ansatz und Bewertung nach den Vorschriften für Sondervermögen von Kapitalanlagegesellschaften bestimmen.<sup>474</sup> Ebenso folgen die Gliederung und der Ausweis von Aufwendungen und Erträgen in der Gewinn- und Verlustrechnung, die Ergänzung der Anhangsangaben sowie des Lageberichts diesen Vorschriften.<sup>475</sup> Entsprechend finden die Vorschriften des Aktiengesetzes zur Bildung von Rücklagen, zur Bilanz sowie zur Gewinn- und Verlustrechnung keine Anwendung.<sup>476</sup>

<sup>467</sup> Vgl. § 99 Abs. 3 InvG i.V.m. § 36 InvG.

<sup>468</sup> Vgl. § 99 Abs. 3 InvG i.V.m. § 37 Abs. 2 und 3 InvG.

<sup>469</sup> Vgl. § 99 Abs. 3 InvG i.V.m. § 41 InvG.

<sup>470</sup> Vgl. § 99 Abs. 3 InvG mit Verweis auf §§ 121 und 123 Satz 1 Halbsatz 1, § 124 Abs. 1 Satz 1 bis 4 und Abs. 2 sowie die §§ 125 bis 127 InvG.

<sup>471</sup> Vgl. § 101 InvG.

<sup>472</sup> Vgl. § 99 Abs. 3 InvG i.V.m. § 44 InvG.

<sup>473</sup> Vgl. § 110 Abs. 1 InvG.

<sup>474</sup> Vgl. § 110 Abs. 2 Satz 1 und 2 InvG.

<sup>475</sup> Vgl. § 110 Abs. 3 bis 5 InvG.

<sup>476</sup> Vgl. § 110 Abs. 2 Satz 3 InvG. Zu den aktienrechtlichen Vorschriften vgl. §§ 150 bis 158 AktG.

Neben der Prüfung des Jahresabschlusses und des Lageberichts hat sich die Prüfung durch den Abschlussprüfer auch bei Investmentaktiengesellschaften darauf zu erstrecken, ob bei der Verwaltung des Vermögens der Investmentaktiengesellschaft die Vorschriften des InvG sowie die Bestimmungen der Satzung beachtet worden sind.<sup>477</sup> Die Offenlegung des Jahresabschlusses und des Lageberichts hat spätestens drei Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres zu erfolgen.<sup>478</sup>

Die Zulassung einer Investmentaktiengesellschaft setzt die Vorlage eines tragfähigen Geschäftsplans voraus, aus dem sich unter anderem der organisatorische Aufbau und die geplanten internen Kontrollverfahren der Investmentaktiengesellschaft ergeben.<sup>479</sup> Ebenso muss die Zuverlässigkeit und die zur Leitung der Gesellschaft erforderliche fachliche Eignung der Geschäftsleiter der Investmentaktiengesellschaft nachgewiesen werden.<sup>480</sup> Der Vorstand einer Investmentaktiengesellschaft besteht aus mindestens zwei Personen, die im ausschließlichen Interesse der Aktionäre und der Integrität des Marktes zu handeln haben sowie die Tätigkeit mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit ausüben haben.<sup>481</sup> Für die Bildung des Aufsichtsrates, dessen Mitglieder ihrer Persönlichkeit und ihrer Sachkunde nach die Wahrung der Interessen der Aktionäre gewährleisten sollen, gelten analog die Vorschriften zur Bildung des Aufsichtsrats bei Kapitalanlagegesellschaften.<sup>482</sup>

Der Erwerb einer bedeutenden Beteiligung an einer Investmentaktiengesellschaft muss, ebenso wie bei einer Kapitalanlagegesellschaft<sup>483</sup>, der BaFin angezeigt werden. In diesem Fall gilt die Meldepflicht allerdings nur, falls 50 Prozent der Stimmrechte oder des Kapitals erreicht oder überschritten werden oder die Investmentaktiengesellschaft unter die Kontrolle des Erwerbers der Beteiligung gerät.<sup>484</sup> Der Gesetzgeber bemüht sich also auch im Fall der Investmentaktiengesellschaft um die Qualität des verantwortlichen Fondsmanagements.

### 3.3.7 Verkaufsprospekte

Sowohl für durch Kapitalanlagegesellschaften verwaltete Sondervermögen als auch für Investmentaktiengesellschaften sind Verkaufsprospekte zu erstellen und dem interessierten Publikum zugänglich zu machen.<sup>485</sup> Die Verkaufsprospekte sollen den poten-

<sup>477</sup> Vgl. § 110a Abs. 2 und 3 InvG.

<sup>478</sup> Vgl. § 111a Abs. 1 InvG.

<sup>479</sup> Vgl. § 97 Abs. 1a Punkt 1 InvG.

<sup>480</sup> Vgl. § 97 Abs. 1 Satz 3 Punkt 3 InvG.

<sup>481</sup> Vgl. § 106 InvG.

<sup>482</sup> Vgl. § 106a InvG i.V.m. § 6 Abs. 2a InvG.

<sup>483</sup> Vgl. Kapitel 2.1.1.2.

<sup>484</sup> Vgl. § 99 Abs. 2 InvG.

<sup>485</sup> Vgl. § 42 InvG und § 99 Abs. 3 InvG.

ziellen Kapitalgebern ein möglichst genaues Bild über die Grundlagen der angebotenen Finanzanlage, wie etwa der wirtschaftlichen Entwicklungsfähigkeit des Fondsmanagements sowie der Qualität des beabsichtigten Portfolios, vermitteln.<sup>486</sup> Damit ergänzen und unterstützen die in den Verkaufsprospekten zur Verfügung gestellten Informationen die regelmäßige Berichterstattung des Fondsmanagements an die Kapitalgeber.<sup>487</sup> Die Angaben von wesentlicher Bedeutung sind sowohl im ausführlichen als auch vereinfachten Verkaufsprospekt auf dem neuesten Stand zu halten.<sup>488</sup> Dies geschieht in der Regel durch die Herausgabe eines neuen Prospekts oder mittels Ergänzung durch einen Nachtrag oder Anhang, bis die alten Exemplare verbraucht sind.<sup>489</sup> Das InvG unterscheidet grundsätzlich zwischen einem vereinfachten und einem ausführlichen Verkaufsprospekt und gibt entsprechende Gestaltungsvorschriften vor.

### 3.3.7.1 Ausführliche Verkaufsprospekte

Die Verkaufsprospekte müssen die erforderlichen Angaben enthalten, damit sich die Kapitalgeber über die Anlage und die damit verbundenen Risiken im Vorfeld ein begründetes Urteil bilden können.<sup>490</sup> Der ausführliche Verkaufsprospekt ist den potenziellen Kapitalgebern zusammen mit den Vertragsbedingungen oder der Satzung sowie dem letzten Halbjahres- oder Jahresbericht, zusammen gesetzlich als „Verkaufsunterlagen“ bezeichnet, kostenlos und unaufgefordert zur Verfügung zu stellen.<sup>491</sup> Das Risikoprofil, inklusive der speziellen Risiken des Sondervermögens, muss im ausführlichen Verkaufsprospekt eindeutig und leicht verständlich erläutert werden.<sup>492</sup> Im ausführlichen Verkaufsprospekt müssen Angaben über die gegebenenfalls bisherige Wertentwicklung des Investmentvermögens gemacht werden.<sup>493</sup> Aus diesem Grund muss die Veröffentlichung der bisherigen Wertentwicklung zusammen mit einem expliziten Warnhinweise erfolgen, dass die bisherige Wertentwicklung kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung darstellt.<sup>494</sup> Die wesentlichen gesetzlich geforderten Mindestangaben werden in Tab. 3.3 aufgeführt.

---

<sup>486</sup> Vgl. zu den Prospektspflichten für verschiedene Emittenten ausführliche Keunecke (2009), S. 37 f.

<sup>487</sup> Entscheidet sich der Kapitalgeber aufgrund der erhaltenen Informationen für einen Anteilskauf, so sind die Vertragsbedingungen, deren Mindestanforderungen ebenfalls durch den Gesetzgeber vorgegeben werden, vor Ausgabe der Anteile schriftlich festzulegen, vgl. § 43 Abs. 1 und 4 InvG.

<sup>488</sup> Vgl. § 42 Abs. 5 InvG.

<sup>489</sup> Vgl. Keunecke (2009), S. 405.

<sup>490</sup> Vgl. § 42 Abs. 1 Satz 2 InvG.

<sup>491</sup> Vgl. 121 Abs. 1 InvG.

<sup>492</sup> Vgl. ausführlich Keunecke (2009), S. 406 f.

<sup>493</sup> Vgl. § 42 Abs. 1 Satz 3 InvG.

<sup>494</sup> Vgl. § 42 Abs. 1 Satz 3 Nr. 26 InvG.

<b>Kategorie</b>	<b>Informationen</b>
<b>Allgemeine Angaben</b>	Datum der Herausgabe des Prospekt; Beratungsfirmen und Anlageberater
<b>Sondervermögens-spezifische Angaben</b>	Bezeichnung, Beginn und Laufzeit des Sondervermögens
	Art und Hauptmerkmale der Investmentanteile/Anteilsklassen
	Ausgabe- und Rücknahmebedingungen (inkl. Berechnungsgrundlage der Preise sowie Kosten und Gebühren)
	Ertragsermittlung und -verwendung
	Beschreibung von Anlagezielen und -politik; erhöhte Volatilität
	Zusätzliche Angaben zu Derivatgeschäften
	Regeln für die die Vermögensbewertung
	Bezugsstellen für (Halb-)Jahresberichte
	Bedeutsame Steuervorschriften für Anleger
	Geschäftsjahr und Ausschüttungshäufigkeit
	Auflösung und Übertragung des Sondervermögens
Name des Abschlussprüfers	
<b>Teilfonds</b>	Informationen zu Teilfonds (falls relevant)
<b>Börsen / Märkte</b>	Angaben zu Börsen und Märkten an denen die Anteile gehandelt werden
<b>Angaben zur Kapital-gesellschaft</b>	Firma, Rechtsform und Sitz (falls abweichend Ort der Hauptverwaltung)
	Angabe der weiteren Sondervermögen der KAG
	Mitglieder des Vorstands bzw. der Geschäftsführer und Aufsichtsräte
	Höhe des gezeichneten und eingezahlten Kapitals der KAG
	Namen der Gesellschafter mit mehr als 20% des Gesellschaftskapitals
<b>Depotbank</b>	Firma, Sitz und Rechtsform; Haupttätigkeit; haftendes Eigenkapital
<b>Maßnahmen zum laufenden Geschäft</b>	Getroffene Maßnahmen zur Zahlung an die Kapitalgeber, Rücknahme der Anteile; Verbreitung der Berichte und sonstige Informationen
<b>Wertentwicklung</b>	Ggf. bisherige Wertentwicklung des Sondervermögens
<b>Anlegerprofil</b>	Typisches Anlegerprofil, für welches das SV konzipiert wurde
<b>Risikomanagement</b>	Risikomanagementsysteme und jüngste Rendite-Risiko-Entwicklungen

Tab. 3.3: Informationen in ausführlichen Verkaufsprospekten gem. InvG

Bei aktiven Beteiligungsgesellschaften, welche regulierte Geschäftsmodelle nutzen, besteht die Problematik der Prospekterstellung darin, dass zum Zeitpunkt der Zeichnung der Anteile durch die Kapitalgeber in der Regel lediglich die zukünftige Anlagestrategie feststeht. In diesem Fall wird von *Blind Pools* gesprochen, welche zum Zeitpunkt der Prospektherausgabe noch keine oder nur wenige Beteiligungen in

Portfoliounternehmen eingegangen sind. Es können insofern nur vergleichsweise eingeschränkte Angaben gemacht werden.<sup>495</sup>

### 3.3.7.2 Vereinfachte Verkaufsprospekte

Im Gegensatz zum ausführlichen Verkaufsprospekt soll der vereinfachte Verkaufsprospekt insbesondere dem Durchschnittsanleger in leicht verständlicher Form eine Kurzdarstellung des Sondervermögens bieten sowie weitere Anlageinformationen, wirtschaftliche Informationen sowie Informationen zum Erwerb und der Veräußerung der Anteile enthalten.<sup>496</sup> Der vereinfachte Verkaufsprospekt tritt somit neben den ausführlichen Verkaufsprospekt um den Anlegerschutz zu verbessern, indem die für eine Anlageentscheidung wesentlichen Informationen in vergleichsweise leicht verständlicher Art und Weise präsentiert werden.<sup>497</sup> Die wesentlichen Inhalte eines vereinfachten Verkaufsprospekts werden in Tab. 3.4 aufgelistet.

<b>Kategorie</b>	<b>Informationen</b>
<b>Kurzdarstellung des Sondervermögens</b>	Datum der Auflage des Sondervermögens
	Laufzeit; Hinweis auf Anteilklassen und Teilfonds
	Verwaltende KAG; Depotbank; Abschlussprüfer; Initiator
<b>Anlageinformationen</b>	Definition der Anlageziele; Beschreibung der Anlagestrategie
	Beurteilung des Risikoprofils; Profil des typischen Kapitalgebers
	Bisherige Wertentwicklung des Investmentvermögens
<b>Wirtschaftliche Informationen</b>	Besteuerungsgrundlagen
	Ausgabe- und Rücknahmepreise
	Kosten und Gebühren (Gesamtkostenquote)
<b>Erwerb und Veräußerung der Anteile</b>	Voraussetzungen und Bedingungen des Erwerbs und der Veräußerung
	Häufigkeit sowie Modalitäten der Preisveröffentlichung
	Ertragsverwendung und Ausschüttungsmodalitäten
<b>Zusätzliche Informationen</b>	Hinweis auf Verfügbarkeit des ausführlichen Verkaufsprospekts
	Angabe der zuständigen Aufsichtsbehörde
	Kontaktstelle und Ansprechpartner seitens der KAG
	Ausgabedatum des Verkaufsprospekts

Tab. 3.4: Informationen in vereinfachten Verkaufsprospekten gem. InvG

<sup>495</sup> Vgl. Keunecke (2009), S. 331.

<sup>496</sup> Vgl. § 42 Abs. 2 InvG.

<sup>497</sup> Vgl. Keunecke (2009), S. 417.

Üblicherweise umfasst der vereinfachte Verkaufsprospekt vier Seiten und ist daher prinzipiell gut geeignet, den Kapitalgebern einen Überblick über die Vor- und Nachteile eines Investmentvermögens zu verschaffen.<sup>498</sup> Dadurch sollte insbesondere das vergleichsweise breite Publikum von Kapitalanlegern in Investmentfonds motiviert werden, den vereinfachten Verkaufsprospekt zu lesen und so eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen.<sup>499</sup> Im Bereich der Anlageinformationen muss der vereinfachte Verkaufsprospekt eine kurze Definition der Anlageziele des Sondervermögens beinhalten.<sup>500</sup> Darüber hinaus muss das Fondsmanagement eine kurze Beschreibung der Anlagestrategie sowie eine kurze Beurteilung dessen Risikoprofils des Sondervermögens geben.<sup>501</sup> Die Erläuterungen zu den Anlagezielen sowie zur Anlagestrategie müssen Angaben zu den Finanzinstrumenten, zu bestehenden Fokussierungen auf bestimmte Finanzinstrumente, Region oder Branchen, zum vorliegenden aktiven oder passiven Verwaltungsstil, zur ertrags- oder wachstumsorientierten Ausrichtung des Fonds und zu den verfolgten Risikominimierungsstrategien enthalten.<sup>502</sup>

Zu den wirtschaftlichen Informationen zählen im Wesentlichen Angaben über Ausgabe- und Rücknahmepreise sowie etwaige sonstige Kosten oder Gebühren, aufgeschlüsselt nach denjenigen, die vom Anleger zu entrichten sind und denjenigen, die aus dem Sondervermögen zu zahlen sind. Die Vorschriften zu Kosten und Kostentransparenz des § 41 InvG finden entsprechende Anwendung.<sup>503</sup> Dazu zählt insbesondere die Angabe einer Gesamtkostenquote, welche in diesem Fall nicht mit dem Hinweis auf den fehlenden Einbezug der Transaktionskosten veröffentlicht werden muss. Im Gegensatz dazu muss im Rahmen der Darstellung der bisherigen Wertentwicklung auf den mangelnde Projektion bisheriger Ergebnisse auf die Zukunft hingewiesen werden.<sup>504</sup> Sofern dies nicht ausdrücklich bestimmt ist, darf der vereinfachte Verkaufsprospekt keine weiteren als die in § 42 Abs. 2 InvG genannten und in Tab. 3.4 aufgeführten Informationen beinhalten.<sup>505</sup>

### 3.3.7.3 Verkaufsprospekte für Hedge Funds

Für Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken dürfen dem Publikum aufgrund der vermuteten Komplexität der Anlagestrategie nur ausführliche Verkaufsprospekte

<sup>498</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 251.

<sup>499</sup> Vgl. Kaune und Oulds (2004), S. 114 f.

<sup>500</sup> Vgl. § 42 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2a InvG.

<sup>501</sup> Vgl. § 42 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2b InvG.

<sup>502</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 258.

<sup>503</sup> Vgl. § 42 Abs. 2 Satz 1 Nr. 3b InvG.

<sup>504</sup> Vgl. § 42 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2c InvG.

<sup>505</sup> Vgl. § 42 Abs. 2 Satz 2 InvG.

zur Verfügung gestellt werden.<sup>506</sup> Neben den allgemeinen Angaben für ausführliche Verkaufsprospekte (vgl. Tab. 3.3) sind darüber hinaus weitere produkttypische Informationen zur Verfügung zu stellen, um die zusätzlichen Risiken entsprechend zu erläutern.<sup>507</sup> Die zusätzlichen Angaben für Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken, welche sich in erster Linie auf die Zielfonds beziehen, werden in Tab. 3.5 aufgelistet.<sup>508</sup> Auf die Möglichkeit, dass der Kapitalgeber nicht jederzeit von der Kapitalgesellschaft die Rücknahme von Anteilen und die Auszahlung des auf die Anteile entfallenden Vermögensanteils verlangen kann, muss im ausführlichen Verkaufsprospekt ausdrücklich hingewiesen werden.<sup>509</sup>

Kategorie	Informationen
Portfoliostruktur	Grundsätze zur Auswahl der Zielfonds
	Umfang ausländischer nicht beaufsichtigter Zielfonds
Charakteristik der Zielfonds	Anforderungen an die Geschäftsleitung der Zielfonds
	Umfang der Kreditaufnahme und der Leerverkäufe in den Zielfonds sowie Hinweise zu den damit verbundenen Risiken
	Angaben zur Gebührenstruktur der Zielfonds
Kosten- und Liquiditätsaspekte	Berechnungsgrundlage der Gesamtkosten für die Kapitalgeber
	Einzelheiten und Bedingungen der Rücknahme und der Auszahlung von Anteilen

Tab. 3.5: Zusätzliche Angaben für Verkaufsprospekte von Dach-Hedge Funds

Für die ausschließlich privat zu platzierenden Einzel-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken, muss der Verkaufsprospekt lediglich die Angaben zu den Einzelheiten und Bedingungen der Rücknahme und der Auszahlung von Anteilen enthalten.<sup>510</sup>

### 3.3.8 Vergleich der regulierten Geschäftsmodelle

Mit der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft, der Verwaltung eines Sondervermögens durch eine Kapitalanlagegesellschaft sowie der Investmentaktiengesellschaft stehen grundsätzlich drei regulierte Geschäftsmodelle zur Verfügung, deren Gestaltungsmerkmale als Grundlage für aktive Beteiligungsgesellschaften herangezogen werden können. Die Analyse der regulierten Geschäftsmodelle in den vorangegange-

<sup>506</sup> Vgl. § 117 Abs. 1 Satz 1 InvG.

<sup>507</sup> Vgl. Keunecke S. 418f.

<sup>508</sup> Vgl. § 117 Abs. 1 Satz 2 InvG.

<sup>509</sup> Vgl. § 117 Abs. 3 i.V.m. § 117 Abs 1 Satz 1 u. Satz 2 Nr. 6 InvG.

<sup>510</sup> Vgl. § 117 Abs. 3 Satz 1 InvG i.V.m. Abs. 2 Satz 2 Nr. 6 InvG.

nen Abschnitten zeigt die unterschiedlichen Anforderungen des Gesetzgebers an deren gesellschaftsrechtliche Strukturierung, die erweiterten Transparenzanforderungen sowie zur Berichterstattung über Vermögenswerte der Kapitalgeber. Die Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft erscheint aufgrund der sehr eng gefassten Anlagekriterien als Geschäftsmodell für aktive Beteiligungsgesellschaften ungeeignet und wird daher in die folgende Betrachtung nicht mehr miteinbezogen.

### 3.3.8.1 Corporate Governance-Kriterien

Vergleicht man die regulierten Geschäftsmodelle in einem ersten Schritt unter dem Aspekt der *Corporate Governance* aus dem Blickwinkel der Kapitalgeber, so sind eine Reihe von Gemeinsamkeiten feststellbar (vgl. Tab. 3.6). So bevorzugt der Gesetzgeber die Rechtsform der Kapitalgesellschaft. Dies ermöglicht den bereits etablierten gesellschafts- und handelsrechtlichen Rechtsrahmen für Aktiengesellschaften und Gesellschaften mit begrenzter Haftung zu nutzen. Darüber hinaus gibt der Gesetzgeber zusätzliche Vorgaben, um den Schutz der Kapitalgeber zu verbessern. Dazu zählen die Definition von Mindestkapitalanforderungen, die Bestellung eines unabhängigen Mitglieds des Aufsichtsrates sowie die Beurteilung der Eignung und teilweise Begrenzung der Stimmrechte einzelner Gesellschafter.

Kriterium	UBGes	KAG	InvAGes
Aufsichtsbehörde	Landesbehörde	BaFin	BaFin
Zulässige Rechtsformen	AG, GmbH, KG, KGaA	AG, GmbH	AG
Stamm- bzw. Grundkapital	min. 1 Mio. EUR	min. 300.000 EUR	min. 1,24 Mio. EUR
Zusammensetzung des Aufsichtsrats	–	mindestens ein unabhängiges Mitglied	mindestens ein unabhängiges Mitglied
Beteiligungsgrenze eines Gesellschafter	max. 40%	keine (Meldepflicht ab 20%, 30%, 50%)	keine (Meldepflicht ab 50%)
Beurteilung der Gesellschafter	–	ja, bei wesentlicher Beteiligung	ja, bei wesentlicher Beteiligung

Tab. 3.6: Corporate Governance-Kriterien regulierter Geschäftsmodelle

Da die Mitspracherechte der Kapitalgeber, insbesondere bei den Geschäftsmodellen des InvG, in der Regel erheblich beschränkt sind, kann ein unabhängiger Aufsichtsrat zu einer besseren Vertretung der Interessen der Kapitalgeber beitragen. Die Ansätze zur Unabhängigkeit einzelner Aufsichtsratsmitglieder sowie die Beurteilung der fachlichen Eignung gehen hier in die richtige Richtung. Aus Sicht der Kapitalgeber wäre



eine höhere Anzahl unabhängiger Aufsichtsräte wünschenswert. Entsprechende Ansätze werden zurzeit diskutiert.<sup>511</sup>

### 3.3.8.2 Transparenzkriterien auf Fondsebene

Bei einem Vergleich der Transparenzanforderungen an Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBG), Kapitalanlagegesellschaften (KAG) sowie Investmentaktiengesellschaften (InvAG) wird deutlich, dass diese zum einen im Vergleich zu nicht regulierten Geschäftsmodellen zusätzliche Transparenzanforderungen erfüllen müssen. Zum anderen unterscheiden sich die Transparenzanforderungen der betrachteten Geschäftsmodelle hinsichtlich mehrerer Kriterien (vgl. Tab. 3.8).

<b>Kriterien</b>	<b>UBG</b>	<b>KAG</b>	<b>InvAG</b>
Geschäftsplan	–	Voraussetzung für Anerkennung	Voraussetzung für Anerkennung
Eignung der Geschäftsleiter	–	Nachweispflicht für Anerkennung	Nachweispflicht für Anerkennung
Rechnungslegungsvorschrift HGB	min. mittelgroße Kapitalgesellschaften.	ausschl. große Kapitalgesellschaften.	–
Offenlegung JA	ja	ja	ja
Prüfungspflicht JA	ja	ja	ja
Erweiterter Prüfungsrahmen	ja	ja	ja

Tab. 3.7: Transparenzkriterien regulierter Geschäftsmodelle

Bereits im Verlauf der Gründung und Anerkennung der Gesellschaften müssen Kapitalanlagegesellschaften und Investmentaktiengesellschaften einen tragfähigen Geschäftsplan vorlegen sowie die Zuverlässigkeit und Eignung der Geschäftsleiter durch die Aufsichtsbehörden überprüfen lassen. Für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften sind diese Vorschriften nicht vorgesehen. Hier setzt der Gesetzgeber an einem wesentlichen Punkt der Fondsauswahl an, da ein tragfähiges wirtschaftliches Konzept sowie die Fähigkeiten des Fondsmanagements entscheidend zum späteren Erfolg einer aktiven Beteiligungsgesellschaft beitragen können.

<sup>511</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 222 ff.

An die Rechnungslegung der regulierten Geschäftsmodelle werden erweiterte Anforderungen gestellt, indem zumindest die handelsrechtlichen Vorschriften für mittelgroße Kapitalgesellschaften erfüllt werden müssen. Damit sind zwingend die Offenlegung der Jahresabschlüsse sowie die Prüfung durch einen Abschlussprüfer verbunden. Darüber hinaus sieht der Gesetzgeber zur Unterstützung der Überwachung durch die Aufsichtsbehörden einen erweiterten Prüfungsrahmen durch den Abschlussprüfer vor, indem die Einhaltung der einschlägigen Vorschriften, wie etwa die Einhaltung der Anlagerestriktionen sowie die Beteiligungsmöglichkeiten einzelner Kapitalgeber, in die Abschlussprüfung mit einbezogen werden.

### **3.3.8.3 Erweiterte Berichts- und Offenlegungspflichten**

Während der operativen Tätigkeit sieht das UBGG bis auf die erweiterte handelsrechtliche Berichtserstattung keine weitergehenden Berichtspflichten hinsichtlich der Vermögenswerte der Kapitalgeber vor. Im Gegensatz dazu schreibt das InvG darüber hinaus die Veröffentlichung von Verkaufs- und Rücknahmepreisen der Anteile sowie die Erstellung und Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresberichten und Verkaufsprospekten vor (vgl. Tab. 3.8). Der Gesetzgeber definiert Mindestanforderungen an diese Rechenschaftsberichte und Prospekte, welche Anhaltspunkte für die Gestaltung der Berichterstattung von aktiven Beteiligungsgesellschaften außerhalb des regulierten Rahmens zur Verfügung stellen. Aufgrund des Verbots des öffentlichen Vertriebs von Einzel-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken entfällt für diese Investmentvermögen die Pflicht zur Veröffentlichung von Ausgabe- und Rücknahmepreisen sowie von Jahres- und Halbjahresberichten.<sup>512</sup>

Bereits vor dem Erwerb der Anteile können sich die Kapitalgeber durch den ausführlichen oder vereinfachten Verkaufsprospekt informieren. Die Unterscheidung zwischen einem vereinfachten Verkaufsprospekt sowie einem ausführlichem Verkaufsprospekt ist grundsätzlich sinnvoll. Der einfache Verkaufsprospekt ermöglicht den Kapitalanlegern zunächst einen schnellen Überblick über die Kostenstruktur anhand der Gesamtkostenquote. Für eine detaillierte Informationsbeschaffung stehen dann der ausführliche Verkaufsprospekt sowie die Vertragsbedingungen zur Verfügung. Die regelmäßige Berichterstattung über das Investmentvermögen erfolgt mit Hilfe der Jahres- und Halbjahresberichte sowie der Veröffentlichung von Ausgabe- und Rücknahmepreisen. Der Gesetzgeber sieht also insbesondere für den Anwendungsbereich des InvG bereits weit reichende Transparenzpflichten von Kapitalanlagegesellschaften

---

<sup>512</sup> § 112 Abs. 2 Satz 2 InvG.

oder Investmentaktiengesellschaften vor. Die Vorgaben zur Kostentransparenz sind dabei besonders ausführlich formuliert.<sup>513</sup>

Kriterium	UBG	Richtlinienkonforme SV	Sonstige SV	SV mit zusätzlichen Risiken
Erweiterte Berichtspflichten	–	Jahres-/ Halbjahresberichte	Jahres-/ Halbjahresberichte	Jahres-/ Halbjahresberichte
Informationen zur Kostenstruktur	–	ja (Gesamtkostenquote)	ja (Gesamtkostenquote)	ja (Gesamtkostenquote)
Offenlegungspflicht der Berichte	–	ja	ja	nein
Veröffentlichung v. Anteilspreisen	–	börsentäglich	min. halbjährlich	min. vierteljährlich
Verkaufsprospekte	–	vereinfacht u. ausführlich	ausführlich	ausführlich
Offenlegung der Verkaufsprospekte	–	ja	ja	nein

Tab. 3.8: Vergleich der Berichterstattung regulierter Geschäftsmodelle

Trotz dieser investimentrechtlichen Transparenzpflichten bleiben allerdings einige Defizite, welche eine Diskussion um die Erweiterung der Berichtspflichten von regulierten Geschäftsmodellen rechtfertigen.<sup>514</sup> So erfüllt die Berichterstattung im Rahmen der Jahres- und Halbjahresberichte in der Praxis häufig nicht die Voraussetzung, um die Tätigkeit des Fondsmanagements durch die Kapitalanleger zu kontrollieren. Aufgrund ihres Umfangs und der damit verbundene Komplexität, können sich die Kapitalgeber in der Regel keinen schnellen Überblick über die bisherige Entwicklung des Investmentvermögens verschaffen.<sup>515</sup> Um diesen Umstand zu beheben, könnte der Gesetzgeber zum einen den Katalog der Mindestangaben sowie deren Detaillierungsgrad erweitern. So könnte die Aussagekraft der Gesamtkostenquote nach herrschender Meinung verbessert werden, indem die Transaktionskosten in die Berechnung mit einbezogen werden. Darüber hinaus sollen durch eine detaillierte Beschreibung der Berechnungsgrundlage der Gesamtkostenquote Interpretationsspielräume ausgeschlossen werden, um die Vergleichbarkeit verschiedener Investmentvermögen zu verbessern.<sup>516</sup>

Insgesamt betrachtet stellt die Angabe einer Gesamtkostenquote einen wichtigen Schritt zur Verbesserung der Transparenz sowie der Vergleichbarkeit verschiedener

<sup>513</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 280.

<sup>514</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 280.

<sup>515</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 253.

<sup>516</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 263.

Investmentvermögen dar. Dies setzt allerdings vergleichbare Standards zur Berechnung der Gesamtkostenquote voraus. Durch den Begriff Gesamtkostenquote wird die vollständige Berücksichtigung aller Kosten des Investmentvermögens suggeriert. Da allerdings die Transaktionskosten nicht einbezogen werden, handelt es sich in erster Linie um die Fixkosten des Investmentvermögens. Dies kann somit zu Missverständnissen auf Seiten der Kapitalgeber führen. Denn letztendlich handelt es sich bei der Gesamtkostenquote nur um eine Teilkostenquote.<sup>517</sup>

Zum anderen könnte die Berichterstattung an die Kapitalgeber verbessert werden, indem die Berichtsintervalle beispielsweise auf eine vierteljährliche Berichterstattung verkürzt werden.<sup>518</sup> Zu diesem Zweck könnte die Einführung einer aussagekräftigen Kurzberichterstattung erwogen werden, welche in regelmäßigen Abständen über die wesentlichen Entwicklungen des Investmentvermögens berichtet.<sup>519</sup> Im Rahmen dieser Kurzberichterstattung könnten den Kapitalgebern Informationen über die Investmentaktivitäten und Anlageerfolge im Berichtsjahr, die (Sektor-)Allokation des Fondsvermögens, Wertpapiere mit dem höchsten Anteil am Fondsvermögen sowie Vergleiche wesentlicher Kennzahlen mit den Vorjahren, wie etwa Fondsvermögen, Anteilspreis und Ausschüttungen, zur Verfügung gestellt werden. Dazu zählen auch Informationen über Verschmelzungen, Rücknahmeaussetzungen, Änderungen der Anlageziele oder des Risikoprofils sowie Veränderungen im Fondsmanagement.<sup>520</sup> Zur besseren Unterscheidung und Zuordnung der Informationen, sollten die jeweiligen Angaben nur in einer Berichtsform veröffentlicht werden, um eine klare Trennung zwischen Kurzberichterstattung sowie Verkaufsprospekten und Jahres- oder Halbjahresberichten zu erreichen.<sup>521</sup> Die Diskussion um eine Erweiterung der Berichtspflichten der regulierten Geschäftsmodelle verdeutlicht den Bedarf der Kapitalgeber nach einer verbesserten Informationsversorgung durch das Fondsmanagement.

Die quantitative und qualitative Verbesserung der Berichterstattung muss aber nicht zwangsläufig zu einer besseren Kontrolle der Kapitalanleger führen, da sich insbesondere die Mehrheit der Kleinanleger von Investmentvermögen nicht an diesem Prozess beteiligen. In diesem Zusammenhang sind bestimmte Wechselbeziehungen zu beachten. So muss das angestrebte Transparenzniveau zum einen mit dem eingeforderten Informationsbedürfnis der Kapitalgeber sowie zum anderen mit dem zusätzlich entstehenden Verwaltungsaufwand verglichen werden. Da der entstehende Verwaltungsaufwand zwangsläufig die Rendite der Kapitalgeber schmälert, muss eine vergleichs-

---

<sup>517</sup> Vgl. Reiss (2006), S. 192 f.

<sup>518</sup> Vgl. Reiss (2006), 204.

<sup>519</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 280.

<sup>520</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 253.

<sup>521</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 254.

weise Verbesserung des Transparenzniveaus nicht zwangsläufig im Interesse der Kapitalgeber liegen. Dies ist insbesondere im Kontext der zunehmenden Passivität einzelner Kapitalgeber von Publikumsfonds zu betrachten, welche die veröffentlichten Informationen keiner kritischen Analyse unterziehen.<sup>522</sup>

### 3.3.9 AIFM Direktive der Europäischen Kommission

Im Zuge der Aufarbeitung der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise plant die Europäische Union eine stärkere Regulierung der Verwalter alternative Investmentfonds. Der Entwurf dieser sogenannten *AIFM Direktive* wird derzeit zwischen Politik und Branchenvertretern von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* kontrovers diskutiert.

#### 3.3.9.1 Hintergrund und Zielsetzung

Nach Ansicht der Europäischen Kommission, kann den alternativen Anlageformen, allen voran *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*, kein wesentliches Verschulden an der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise zugesprochen werden. Dennoch wird auf Ebene der Europäischen Union eine stärkere Regulierung dieses Bereichs zur Verbesserung der Transparenz befürwortet. Dies wird in erster Linie mit den mit *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* in Verbindung gebrachten Risiken begründet, welche wiederum auf den hohen Einsatz von Fremdkapital zurückzuführen sind.<sup>523</sup> Darüber hinaus beinhaltet die regulatorische Debatte die wahrgenommenen Argumente hinsichtlich der hohen Gewinnerorientierung sowie kurzfristigen Ausrichtung einiger Vertreter von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*.<sup>524</sup>

Vor diesem Hintergrund veröffentlichte die Europäische Kommission am 30. April 2009 einen Vorschlag für eine Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds (*Directive on Alternative Investment Fund Managers* oder *AIFM Direktive*) um alle Akteure und Tätigkeiten auf den europäischen Finanzmärkten, welche erheblichen Risiken unterliegen, einer angemessenen

<sup>522</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 247 f.

<sup>523</sup> Vgl. AIFM Direktive (2009), S. 3.

<sup>524</sup> Vgl. Achleitner, Betzer und Gider (2009), S. 1.

Regulierung und Aufsicht zu unterwerfen.<sup>525</sup> Formuliertes Ziel der *AIFM Direktive* ist die Schaffung eines einheitlichen Rechtsrahmens auf Ebene der Europäischen Union, um die Risiken der alternativen Investmentfonds für ihre Kapitalgeber, Geschäftspartner, andere Marktteilnehmer und die Stabilität des Finanzsystems beobachten und überwachen zu können.<sup>526</sup> Nach Ansicht der Europäischen Kommission können diese Risiken anhand der national ausgerichteten Ansätze der Mitgliedsstaaten nicht zuverlässig und umfassend eingedämmt werden.<sup>527</sup>

Unter die geplante Regulierung fallen neben *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* auch Rohstofffonds, wenn sie bestimmte Größenklassen überschreiten.<sup>528</sup> Die Anwendung der Regelung setzt voraus, dass sich Fondsmanager nicht durch semantische Spitzfindigkeiten zur Bezeichnung der eigenen Position der geplanten Regulierung entziehen können. Die *AIFM Direktive* sieht eine undifferenzierte aufsichtsrechtliche Behandlung der verschiedenen alternativen Anlageformen vor. Dieser Ansatz stößt insbesondere bei den Vertretern von *Private Equity Funds*, mit dem Verweis auf das nach ihrer Ansicht im Vergleich zu *Hedge Funds* ausreichende Transparenzniveau, auf Widerstand. In diesem Zusammenhang verweisen die Vertreter der *Private Equity Funds* auf die mittlerweile etablierten Bewertungs- und Reportingstandards zur Gestaltung des *Investorreportings*.<sup>529</sup>

Für Fonds, die in Drittstaaten domizilieren und dort gemanagt werden, soll eine dreijährige Übergangsfrist gelten. Der Richtlinienvorschlag verlangt, dass Fondsmanager aus Drittländern die Einhaltung der gleichen Auflagen nachweisen müssen, um Fonds in der Europäischen Union an institutionelle Investoren verkaufen zu dürfen.<sup>530</sup> Auf Basis des aktuellen Vorschlags können daher nur europäische Fondsmanager ihre europäischen Fonds vermarkten. Neben den in Steueroasen domizilierten Fonds dürften

---

<sup>525</sup> Vgl. AIFM Direktive (2009), S. 2.; Der AIFM Direktive ging ein Bericht des Abgeordneten Klaus-Heiner Lehne mit Empfehlungen an die Kommission zur Transparenz institutioneller Investoren (Lehne Bericht) sowie ein weiterer Bericht des dänischen Abgeordneten Poul Nyrup Rasmussen mit Empfehlungen an die Kommission zu Hedge Funds und Private Equity Funds (Rasmussen Bericht) voraus. Während sich der Rasmussen Bericht explizit mit den Auswirkungen von Private Equity Funds und Hedge Funds auf die Finanzmärkte auseinandersetzte, befasste sich der Lehne Bericht in erster Linie mit der Notwendigkeit zur Veränderung des europäischen Gesellschaftsrechts. Beide Berichte aus dem Jahr 2008 fordern gesetzlichen Regelungen für Private Equity Funds und Hedge Funds sowie strengere Vorschriften zur Transparenz von Finanzmarktprodukten. Gleichzeitig wird die Europäische Kommission aufgefordert, entsprechende Richtlinien zu erarbeiten. Die Berichte sind abrufbar unter [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu).

<sup>526</sup> Vgl. AIFM Direktive (2009), S. 5.

<sup>527</sup> Vgl. AIFM Direktive (2009), S. 4.

<sup>528</sup> Die AIFM Direktive enthält zwei De-minimis Klauseln für die Verwalter von kleineren Fonds. Diese setzen sich aus einer grundsätzlichen Befreiung für Investmentfonds mit einem Vermögen von insgesamt unter 100 Million Euro und einer Anhebung auf 500 Million Euro für nicht hebel-finanzierte Fonds, deren Kapitalgeber in den ersten fünf Jahren nach Konstitution keine Kündigungsrechte ausüben können, zusammen, vgl. AIFM Direktive (2009), Artikel 2 (2).

<sup>529</sup> Vgl. Kapitel 3.4.1.3.

<sup>530</sup> Vgl. AIFM Direktive (2009), Artikel 35.

auch amerikanische Fondsmanager in Zukunft keine amerikanischen Fonds vermarkten. Weisen diese Fondsmanager allerdings nach, dass sie vergleichbare Vorschriften hinsichtlich Regulierung, Transparenz und Besteuerung einhalten, können die Fondsanteile weiterhin in der Europäischen Union vertrieben werden.<sup>531</sup>

### 3.3.9.2 Transparenzaspekte

Gemäß der *AIFM Direktive* gliedern sich die Berichts- und Offenlegungspflichten des Fondsmanagements in mehrere Bereiche. An zeitlich erster Stelle steht die Erfüllung der Zulassungsvoraussetzungen bei den zuständigen Behörden des Mitgliedsstaates, in dem der Fonds seinen Sitz hat. Nach erfolgter Zulassung unterscheidet die *AIFM Direktive* zwischen grundsätzlichen Informationspflichten gegenüber den Kapitalgebern sowie den zuständigen Behörden. Im Rahmen der Verwaltung von hebel-finanzierten Fonds sowie Fonds, welche einen beherrschenden Einfluss auf die Portfoliounternehmen ausüben können, sind weitere spezifische Informationspflichten zu erfüllen.

#### *Zulassungsverfahren*

Im Rahmen des Zulassungsverfahrens müssen die Fondsmanager die ausreichende Qualifikation zur Verwaltung des Fonds nachweisen. Dazu sind neben einem Geschäftsplan weitere detaillierte Informationen über die Charakteristika des Fonds bereitzustellen.<sup>532</sup> Diese umfassen Informationen über die geplanten Tätigkeiten, die Bezeichnung und Charakteristika der verwalteten Fonds, ihre Führungsstruktur, die Regelungen für die Bewertung und Verwahrung des Anlagevermögens sowie das Berichtswesen.<sup>533</sup> Darüber hinaus muss das Fondsmanagement über ein Anfangskapital und eine laufende Kapitalausstattung in Höhe von mindestens 125.000 Euro verfügen.<sup>534</sup>

#### *Informationspflichten gegenüber den Kapitalgebern*

Die Fondsmanager sollen ihren Kapitalgebern von Vertragsbeginn an regelmäßig ein Mindestmaß an Dienstleistungen und Informationen zu Verfügung stellen, um ein angemessenes Maß an Anlegerschutz zu gewährleisten.<sup>535</sup> Die Informationspflichten gegenüber den Kapitalgebern unterscheiden daher in Angebotsunterlagen, welche den Kapitalgebern vor der Investition in den Fonds zur Verfügung gestellt werden müssen,

<sup>531</sup> Vgl. Woolfe (2010), S. 1.

<sup>532</sup> Vgl. AIFM Direktive (2009), Artikel 5.

<sup>533</sup> Vgl. AIFM Direktive (2009), S. 9.

<sup>534</sup> Übersteigt der Wert der verwalteten Fonds 250 Million Euro, sind zusätzliche Eigenmittel in Höhe von 0,02 Prozent des Betrages, um den der Wert 250 Million Euro übersteigt, zu leisten, vgl. AIFM Direktive (2009), Artikel 14.

<sup>535</sup> Vgl. AIFM Direktive (2009), S. 9.

sowie die anschließende regelmäßige Berichterstattung über die Investitionstätigkeit des Fonds.<sup>536</sup> Die wesentlichen Berichtsinhalte der Angebotsunterlagen sowie der regelmäßigen Berichterstattung gemäß Artikel 19 und 20 der *AIFM Direktive* werden in Tab. 3.9 zusammengefasst. Abgesehen von der Vorlage eines Jahresberichts enthält die *AIFM Direktive* keine weiteren Vorschriften hinsichtlich der Frequenz der Berichterstattung. Diese Details sollten im Rahmen des Erlasses von Durchführungsmaßnahmen durch die Europäische Kommission geregelt werden.

Bericht	Inhalte
<b>Angebotsunterlagen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagestrategie /-ziele, Anlagebeschränkungen, Hebeleffekte und Risiken</li> <li>▪ Verfahren zur Änderung von Anlagestrategie und Anlagepolitik</li> <li>▪ Rechtlichen Auswirkungen der Vertragsbeziehung</li> <li>▪ Verwahrstelle, Bewertungsstelle, Abschlussprüfers</li> <li>▪ Bewertungsverfahren und Kalkulationsmodelle</li> <li>▪ Liquiditätsrisiken (z.B. bei Kündigung)</li> <li>▪ Erläuterung sämtlicher Entgelte, Gebühren und sonstiger Kosten</li> <li>▪ den letzten Jahresbericht.</li> </ul>
<b>Regelmäßige Berichterstattung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aktueller Jahresbericht mit geprüften Zahlenangaben (Vorlagefrist 4 Monate) <ul style="list-style-type: none"> <li>– Bilanz oder Vermögensübersicht</li> <li>– Aufstellung der Erträge und Aufwendungen des Geschäftsjahres</li> <li>– Bericht über die Tätigkeiten im abgelaufenen Geschäftsjahr</li> </ul> </li> <li>▪ Prozentualer Anteil der schwer zu liquidieren Vermögenswerte</li> <li>▪ Jegliche neuen Regelungen zur Steuerung der Liquidität Fonds</li> <li>▪ Aktuelles Risikoprofil des Fonds und Risikomanagement-Systeme</li> </ul>

Tab. 3.9: Informationspflichten gegenüber Kapitalgebern gem. AIFM Direktive

### *Informationspflichten gegenüber den zuständigen Behörden*

Um den Aufsichtsbehörden die Systemaufsicht zu erleichtern, muss das Fondsmanagement den zuständigen Behörden regelmäßig ihre größten Engagements, Haupthandelsmärkte und -instrumente, wichtigsten Erträge sowie Hauptrisikokonzentrationen mitteilen.<sup>537</sup> Diese Informationspflichten gehen über die Inhalte der regelmäßigen Berichterstattung an die Kapitalgeber hinaus, indem zusätzlich die wichtigsten Anlagekategorien sowie etwaige Leerverkäufe während des Berichtszeitraums offengelegt werden müssen.<sup>538</sup>

### *Zusätzliche Informationspflichten von hebel-finanzierten Fonds*

Nach Ansicht der Europäischen Kommission erlaubt der systematische Rückgriff auf einen hohen Fremdkapitalanteil die Anlagemärkte in einem Maße zu beeinflussen, das

<sup>536</sup> Vgl. AIFM Direktive (2009), Artikel 20.

<sup>537</sup> Vgl. AIFM Direktive (2009), S. 10.

<sup>538</sup> Vgl. AIFM Direktive (2009), Artikel 21.



ein Vielfaches über die Eigenmittel des Fonds hinausgehen kann.<sup>539</sup> Die *AIFM Richtlinie* sieht daher bei hebel-finanzierten Fonds zusätzliche Informationspflichten gegenüber den Kapitalgebern und den zuständigen Behörden vor.<sup>540</sup> Die Kapitalgeber müssen die Anleger darüber unterrichten, bis zu welchem Umfang Hebeleffekte eingesetzt werden können sowie über etwaige Rechte zur Wiederverwendung von Finanzsicherheiten oder sonstiger Garantien, die im Rahmen der Hebelfinanzierung gegeben wurden, informieren. Darüber hinaus sind die Kapitalgeber vierteljährlich über die Gesamthöhe der Hebelfinanzierung des Fonds im vorausgegangenen Quartal zu unterrichten. Die zuständigen Behörden können auf Basis weitergehender Informationen Begrenzungen der zulässigen Hebelfinanzierung festzulegen, wenn dies notwendig ist, um die Stabilität und Integrität des Finanzsystems zu gewährleisten.<sup>541</sup>

#### *Zusätzliche Informationspflichten von Fonds mit beherrschendem Einfluss*

Die Europäische Kommission will sicherstellen, dass Fonds den Unternehmen, die sie kontrollieren oder beherrschen, alle Informationen zur Verfügung stellen, die diese für die Beurteilung benötigen, wie sich dieser beherrschende Einfluss kurz- bis mittelfristig wirtschaftlich und sozial auf das Unternehmen auswirken kann.<sup>542</sup> Vor diesem Hintergrund sollten Fondsmanager, deren Fonds auf ein börsennotiertes oder anderes Unternehmen einen beherrschenden Einfluss ausüben können, zusätzlichen Informationspflichten unterliegen.<sup>543</sup> Neben den vorgesehen allgemeinen Offenlegungspflichten gegenüber dem beherrschten Portfoliounternehmen werden die zusätzlichen Informationspflichten auch im Jahresbericht des Fonds verankert. Und umfassen die Umsatzerlöse und Gewinne des beherrschten Portfoliounternehmens nach Geschäftssegmenten, die mit der Kapitalstruktur verbundenen Risiken, Arbeitnehmerbelange auf Ebene des Portfoliounternehmens sowie Angaben zu umfangreichen Veräußerungen von Vermögenswerten.<sup>544</sup> Nach Ansicht der Europäischen Kommission wird mit diesen spezifischen Regelungen gewährleistet, dass *Private Equity Funds* mit dem Fokus auf *Buyouts* öffentlich Rechenschaft über die Führung von Unternehmen ablegen, die im weiteren Sinne im öffentlichen Interesse liegen.<sup>545</sup>

<sup>539</sup> Vgl. AIFM Richtlinie (2009), S. 10.

<sup>540</sup> Ein systematischer Einsatz von Hebeleffekten nach Maßgabe der AIFM Richtlinie wird angenommen, wenn die Hebelfinanzierungen aus sämtlichen Quellen in zwei der vier vorangegangenen Quartale zusammengekommen den Wert des Eigenkapitals des Fonds übersteigen, vgl. AIFM Richtlinie (2009), Artikel 22.

<sup>541</sup> Vgl. AIFM Richtlinie (2009), Artikel 24.

<sup>542</sup> Vgl. AIFM Richtlinie (2009), Artikel 29.

<sup>543</sup> Als Beherrschungsvermutung gilt ein Stimmrechtsanteil von 30 Prozent der Stimmrechte an einem Emittenten oder eines nicht börsennotierten Unternehmens mit Sitz in der Europäischen Gemeinschaft, vgl. AIFM Richtlinie (2009), Artikel 26.

<sup>544</sup> Vgl. AIFM Richtlinie (2009), Artikel 29.

<sup>545</sup> Vgl. AIFM Richtlinie (2009), S. 10.

### 3.3.9.3 Bewertungsaspekte

Die verwalteten Vermögenswerte sowie die Fondsanteile müssen mindestens einmal jährlich sowie bei jeder Ausgabe oder Rücknahme von Anteilen durch einen Sachverständigen Dritten bewertet werden. Die Bewertung der Vermögenswerte sowie die Berechnung des Nettoinventarwerts (*net asset value*) der Anteile des Fonds werden nach den Vorschriften des Sitzlandes des Fonds geregelt.<sup>546</sup> Weitere Hinweise oder Erläuterungen zur Auswahl und Anwendung von spezifischen Bewertungsmethoden sind in der *AIFM Direktive* nicht enthalten.

Diese Vorschrift trifft insbesondere im Bereich der *Private Equity Funds*, mit in der Regel nicht-börsennotierten Portfoliounternehmen, auf heftige Kritik. Durch den damit verbundenen Verwaltungsaufwand zur Bewertung der Portfoliounternehmen, welcher letztendlich auf die Renditen der Kapitalgeber durchschlägt, werden Nachteile für in Europa angesiedelte Fonds erwartet, falls andere Staaten keine vergleichsweise strengen Vorschriften vorsehen. Es bleibt daher abzuwägen, ob der zusätzliche Informationsgewinn durch eine regelmäßige Bewertung der Portfoliounternehmen die damit verbundenen Kosten rechtfertigt. Die Trennung des Portfoliomanagements von der Bewertungsfunktion spiegelt die in den Wohlverhaltensregeln der *AIFM Direktive* vorgesehenen administrativen Maßnahmen wider, um Interessenskonflikte zwischen Fondsmanagement und Kapitalgebern zu vermeiden.<sup>547</sup>

### 3.3.9.4 Analyse und Kritikpunkte

Insbesondere die Branchevertreter von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* sehen in der geplanten *AIFM Direktive* eine Behinderung des freien Dialogs zwischen Fondsmanagement und Kapitalgebern. Der unumwundene Austausch von Information zwischen Fondsmanagern und Kapitalgebern könnte in Zukunft gestört werden, indem laufend überprüft werden muss, ob diese Information bereits an die Mitarbeiter der Beteiligungsgesellschaft kommuniziert wurden. Um drohenden Sanktionen aufgrund einer ungleichmäßigen Informationsverteilung zu entgehen, gehen die Branchevertreter davon aus, dass *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* in Zukunft zurückhaltender mit Informationen umgehen. Darunter könnte die bisher gezeigte Bereitschaft von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zur präzisen und flexiblen Weitergabe von Informationen an die Kapitalgeber leiden. Die Branchevertreter verweisen hier auf die standardisierte Berichterstattung in den regulierten öffentlichen Märkten, in denen den Aktionären unter großem Verwaltungsaufwand monolithische

<sup>546</sup> Vgl. AIFM Direktive (2009), Artikel 16.

<sup>547</sup> Vgl. AIFM Direktive (2009), Artikel 10.

und gleichförmige Informationen zur Verfügung gestellt werden, deren Aussagekraft mitunter angezweifelt werden kann. Im Falle der Kapitalgeber von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* handle es sich allerdings um erfahrene Investoren, welche einen individuellen und flexiblen Informationsaustausch fordern. Allerdings könnte die *AIFM Direktive* neue Schichten von Kapitalgebern zu Beteiligungen an *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* bewegen, die bisher eine gesetzliche Regulierung und ausreichende Transparenz dieser Anlageformen vermissten.<sup>548</sup>

Im Gegensatz zur tendenziell eher ablehnenden Haltung der Branchevertreter von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*, ergab eine im Oktober 2009 durchgeführte Umfrage unter den europäischen Mitgliedern des *CFA Institutes*<sup>549</sup> durch das *CFA Institute Centre for Financial Market Integrity* eine breite Zustimmung zur vorgeschlagenen *AIFM Direktive*.<sup>550</sup> Rund 94 Prozent der Befragten unterstützen die verpflichtenden Regeln der vorgeschlagenen *AIFM Direktive* und rund 80 Prozent sprachen sich für eine Bewertung der Vermögenswerte durch unabhängige Dritte aus. Allerdings sprachen sich auch rund 60 Prozent der Befragten für eine differenzierte Regulierung verschiedener Fondsformen innerhalb eines einheitlichen Rahmenkonzeptes aus und unterstützen damit die Forderungen der Branchevertreter von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*. Ebenso sprechen sich die Mehrheit der Befragten gegen eine Beschränkung der Nutzung von Fremdkapital sowie von Leerverkäufen durch die Aufsichtsbehörden aus. Nach Meinung von Vertretern des *CFA Institutes* verdeutlicht die Befragung, dass eine Regulierung im Bereich der alternativen Anlagen zusammen mit einer Verbesserung der Transparenzvorschriften grundsätzlich als sinnvoll erachtet wird. Allerdings sollte dies auf Basis einer ausgewogenen Berücksichtigung der Interessen der Kapitalgeber sowie der systematischen Risiken zur Verhinderung von zukünftigen Krisen erfolgen.<sup>551</sup>

Bei einem Vergleich der Transparenzaspekte der *AIFM Direktive* mit den Berichts- und Offenlegungspflichten von regulierten Geschäftsmodellen nach deutschem Investmentrecht können eine Reihe von Gemeinsamkeiten festgestellt werden. Dies betrifft insbesondere die Inhalte von Prospekten und Angebotsunterlagen sowie der regelmäßigen Berichterstattung des Fondsmanagements an die Kapitalgeber. Weitere Gemeinsamkeiten zeigen sich im Rahmen der Zulassung des Fondsmanagement, indem in beiden Regelwerken ein aussagekräftiger Geschäftsplan vorgelegt werden muss und die grundsätzliche Eignung des Fondsmanagement eine Zulassungsvoraus-

<sup>548</sup> Vgl. Cumming, Gill und Walz (2009), S. 19.

<sup>549</sup> Das CFA Institute ist eine weltweit anerkannte Vereinigung von zertifizierten Finanzanalysten, welches sich auch in der Standardisierung der Berichterstattung an die Kapitalgeber engagiert, vgl. dazu ausführlich die Ausführungen in Kapitel 3.4.1.3.

<sup>550</sup> Vgl. CFA-Institute (2009a), S. 3 ff.

<sup>551</sup> Vgl. CFA-Institute (2009b), S. 1.

setzung darstellt. Da insbesondere *Private Equity Funds* in Deutschland zwischen regulierten und freien Geschäftsmodellen wählen können, sieht die geplante *AIFM Direktive* für alle Geschäftsmodelle einen vergleichsweise umfassenden Regulierungsrahmen vor.<sup>552</sup>

### 3.3.9.5 Vorausgegangene privatwirtschaftliche Initiativen

Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Skepsis der Öffentlichkeit gegenüber der *Private Equity-Branche*, startete die *British Venture Capital Association (BVCA)* im Jahr 2007 eine Initiative zur Verbesserung der Transparenz von *Private Equity Funds* in Großbritannien.<sup>553</sup> Der mit großer internationaler Aufmerksamkeit verfolgte Richtlinienvorstoß wurde von Sir David Walker, einem ehemaligen Direktor der Bank of England, betreut. Daraus entstanden die im November 2007 veröffentlichten *Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity*, welche gemeinhin in der Praxis als „*Walker Guidelines*“ Einzug fanden.<sup>554</sup> Die Anwendung der *Walker Guidelines* und die damit verbundene Offenlegung der Berichtsinhalte ist von bestimmten Größenklassen der *Private Equity Funds* und deren Portfoliounternehmen abhängig.<sup>555</sup> Als unabhängige Kontrollinstanz zur jährlichen Überprüfung der Umsetzung der *Walker Guidelines* wurde die *Guidelines Monitoring Group* etabliert.<sup>556</sup>

Die *Walker Guidelines* sehen jeweilige Offenlegungspflichten für *Private Equity Funds*, deren Fondsmanagement sowie der Portfoliounternehmen vor. Auf Portfolioebene sollen britische Unternehmen, welche durch einen *Private Equity Fund* übernommen und kontrolliert werden, spätestens innerhalb von sechs Monaten nach dem Ende des Geschäftsjahres ihren Jahresabschluss veröffentlichen. Der Jahresabschluss soll zur Mitte des Geschäftsjahres um einen Zwischenbericht des Portfoliounternehmens ergänzt werden. Darüber hinaus sollen ausgewählte Daten an die *British Venture Capital Association (BVCA)* für statistische Zwecke übermittelt werden. Auf Fondsebene wird den *Private Equity Funds* beziehungsweise deren Fondsmanagement die Veröffentlichung eines Jahresberichts oder ein vergleichbare Darstellung von Informationen im Internet empfohlen. Zur Berichterstattung an die Kapitalgeber sowie zur Bewertung der Investments wird die Anwendung von etablierten Richtlinien empfohlen. Ebenfalls sollen ausgewählte Daten an die *BVCA* gemeldet werden. Und

<sup>552</sup> Vgl. Kapitel 3.3.8.

<sup>553</sup> Vgl. Gradow und Schönefelder (2009), S. 689 f.

<sup>554</sup> Vgl. *Walker Guidelines* (2007).

<sup>555</sup> Die Regelungen gelten für Portfoliounternehmen, welche mehr als 50 Prozent ihres Umsatzes in Großbritannien erwirtschaften, dort mindestens 1000 Mitarbeiter beschäftigen und deren Kaufpreis mindestens 300 Million britische Pfund beträgt. Bei Portfoliounternehmen, die vor der Übernahmen nicht an der Börse gelistet waren, liegt die Schwelle bei 500 Million britischer Pfund, vgl. *Walker-Guidelines* (2007), S. 5.

<sup>556</sup> Weiterführende Informationen zur *Guidelines Monitoring Group* unter [www.walker-gmg.co.uk](http://www.walker-gmg.co.uk).

schließlich sollte das Fondsmanagement die Mitarbeiter der Portfoliounternehmen zeitnah und effektiv über strategische Veränderungen unterrichten.<sup>557</sup>

Unter dem Vorbild der *Walker Guidelines* veröffentlichte der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften<sup>558</sup> (BVK), als Interessensvertretung der *Private Equity-Branche* in Deutschland im Jahr 2009 eigene *Transparenz-Richtlinien zur Publizität von Private Equity Gesellschaften*<sup>559</sup> und *Portfoliounternehmen*<sup>560</sup> (BVK *Transparenz-Richtlinien*) für seine Mitglieder.<sup>561</sup> Diese enthalten Empfehlungen für einheitliche Publizitätsregeln für in Deutschland tätige *Private Equity Funds* und Fondsmanager sowie deren Portfoliounternehmen.<sup>562</sup> Ziel ist es, deren Geschäftsaktivitäten für eine breite Öffentlichkeit nachvollziehbar zu machen, um so das Vertrauen der Zulieferer, Kunden und Mitarbeiter von Portfoliounternehmen sowie der Öffentlichkeit zu stärken.<sup>563</sup>

Bei den *BVK Transparenz-Richtlinien* handelt es sich nicht um rechtsverbindliche Handlungsvorgaben, sondern lediglich um Empfehlungen, von denen im Einzelfall abgewichen werden kann. Allerdings sind die Abweichungen jährlich nach Maßgabe der *BVK Transparenz-Richtlinien* zu veröffentlichen (Grundsatz des „*comply or explain*“). Die *BVK-Transparenz-Richtlinien* sollen insbesondere durch die Mitglieder des BVK im Rahmen einer freiwilligen Selbstverpflichtung eingehalten werden. Dies soll den Charakter der Selbstregulierung der *Private Equity-Branche* unterstreichen. Im Gegensatz dazu stellen die enthaltenen Grundsätze für die Portfoliounternehmen lediglich unverbindliche Anregungen dar.<sup>564</sup>

<sup>557</sup> Vgl. Walker Guidelines (2007), S. 5 f.

<sup>558</sup> Der BVK vertritt über 320 Mitglieder im Bereich des Private Equity. Dazu zählen Private Equity Funds, Fondsmanager sowie institutionelle Investoren. Ziel des BVK ist die Schaffung eines bestmöglichen Umfelds für Beteiligungskapital in Deutschland, vgl. [www.bvkap.de](http://www.bvkap.de).

<sup>559</sup> Die seitens des BVK verwandte Definition einer Private Equity-Gesellschaft umfasst die in dieser Arbeit verwandten Begriffe des Private Equity Funds sowie dessen Fondsmanagement.

<sup>560</sup> Dies entspricht dem dieser Arbeit zugrunde gelegten Begriff des Portfoliunternehmens.

<sup>561</sup> Bereits im Oktober 2008 hatten die Mitglieder der BVK-Fachgruppe Large Buy-Out entschieden, ihre Kommunikation gegenüber der deutschen Öffentlichkeit gemäß eigenen Transparenz-Richtlinien in Form einer freiwilligen Selbstverpflichtung einheitlich zu handhaben. Diese Initiative wurde auf einstimmigen Beschluss der BVK-Mitgliederversammlung im Rahmen der BVK Transparenz-Richtlinien am 22.4.2009 für alle BVK-Mitglieder als verbindlich übernommen, vgl. [www.bvkap.de](http://www.bvkap.de).

<sup>562</sup> Portfoliounternehmen fallen nur unter die Regelungen der BVK Transparenz-Richtlinien sofern ein Private Equity Funds oder mehrere Private Equity Funds gemeinsam unmittelbar oder mittelbar einen maßgeblichen Einfluss ausüben (mindestens 25 Prozent der Stimmrechte) und drei der folgenden vier Merkmale erfüllt sind: das Portfoliunternehmen ist eine Gesellschaft deutschen Rechts, hat einen Unternehmenswert (Enterprise Value) von mehr als 750 Million Euro, erwirtschaftet insgesamt mehr als 300 Million Euro seines Umsatzes in Deutschland und relativ betrachtet mehr als 30 Prozent seines Umsatzes in Deutschland oder beschäftigt mehr als 1.000 Arbeitnehmer (Voll-zeit) in Deutschland, vgl. BVK Transparenz-Richtlinien (2009), S. 2 f.

<sup>563</sup> Vgl. BVK Transparenz-Richtlinien (2009), S. 1.

<sup>564</sup> Vgl. BVK Transparenz-Richtlinien (2009), S. 1.

<b>BVK-Transparenzrichtlinie</b>	<b>Empfehlungen</b>
<b>Transparenz von Portfoliounternehmen durch zusätzliche Angaben im Jahresabschluss</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kontrollierende <i>Private Equity Funds</i> und deren Fondsmanagement</li> <li>▪ Zusammensetzung von Vorstand, Aufsichtsrat und vergleichbaren Gremien</li> <li>▪ Geschäftsbereiche und Standorte</li> <li>▪ Umsatzerlöse der letzten drei Geschäftsjahre</li> <li>▪ Anzahl der Arbeitnehmer</li> </ul>
<b>Form und Zeitpunkt der Veröffentlichung von Finanzberichten durch Portfoliounternehmen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Veröffentlichung des Jahresabschlusses innerhalb von 6 Monaten nach Ende des Geschäftsjahres</li> <li>▪ Veröffentlichung wesentlicher Kennzahlen des Jahresabschlusses auf eigener Internetseite</li> </ul>
<b>Transparenz von Private Equity Fund und Fondsmanagement</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Deutschsprachige Internetpräsenz</li> <li>▪ Veröffentlichung auf eigener Internetseite von <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Firmengeschichte und Investmentgrundsätze</li> <li>▪ Nennung der Portfoliounternehmen</li> <li>▪ Geschäftsführung und Investmentmanager</li> <li>▪ Informationen zu den Kapitalgebern</li> </ul> </li> <li>▪ Schriftlicher Bericht (Jahresbericht) über die Einhaltung der BVK-Transparenz-Richtlinien</li> </ul>
<b>Verhältnis von Private Equity Fund und Fondsmanagement zu Kapitalgebern</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Unterrichtung über tatsächliche Entwicklung und Werthaltigkeit des Beteiligungsportfolios</li> <li>▪ Einholen von angemessenen Informationen über Seriosität und Bonität der Kapitalgeber</li> <li>▪ Keine Aufnahme von Kapital aus zweifelhafter Herkunft</li> </ul>
<b>Kommunikation mit Arbeitnehmern</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Zeitnah und effektiv</li> <li>▪ Informationen zu wesentlichen strategischen Entscheidungen und Transaktionen</li> </ul>
<b>Deutscher Corporate Governance Kodex</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Einhaltung durch börsennotierte <i>Private Equity Funds</i> und börsennotierte Portfoliounternehmen</li> </ul>
<b>Informationsweitergabe an vertrauliche Datenbank des BVK</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Informationen auf Fondsebene (Fondsvermögen, Transaktionsdetails)</li> <li>▪ Informationen auf Portfolioebene (Bilanz und GuV-Kennzahlen)</li> </ul>

Tab. 3.10: Inhalte der BVK Transparenz-Richtlinien

Die *Private Equity Funds* legen dar, bei welchen Portfoliounternehmen sie beteiligt sind, wie sich die dortigen Gremien zusammensetzen, welche Rolle der *Private Equity Funds* in diesen Gremien einnimmt und welche Umsatzerlöse und Mitarbeiterzahl diese Unternehmen haben. Neben den Publizitätsregeln der *Private Equity Funds* und ihrer Portfoliounternehmen werden in den *BVK Transparenz-Richtlinien* auch Richtlinien zur Kommunikation der *Private Equity Funds* mit ihren Kapitalgebern sowie Arbeitnehmern der Portfoliounternehmen gegeben. Die Zusammenfassung der wesentlichen Empfehlungen der *BVK Transparenz-Richtlinien* in Tab. 3.10 zeigt, dass sich diese in erster Linie an eine breite Öffentlichkeit richten und nur bedingt zur Gestal-

tung einer ausführlichen Berichterstattung an die Kapitalgeber zugrunde gelegt werden können.

### 3.3.10 Ableitung der Regulierungsmatrix

Mit den regulierten Geschäftsmodellen verfolgt der Gesetzgeber verschiedene Strategien. So sollen die Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften sowie die Unternehmensbeteiligungsgesellschaften die Finanzierung von jungen und mittelständischen Unternehmen fördern. Die Vorgaben des Investmentgesetzes orientieren sich in erster Linie am Gedanken des Anlegerschutzes und zeigen dies anhand erweiterter Berichts- und Informationspflichten. Vor diesem Hintergrund unterscheiden sich die betrachteten regulierten Geschäftsmodelle hinsichtlich der Anlagemöglichkeiten für das durch die Kapitalgeber anvertraute Kapital teilweise erheblich.

Ein Vergleich der möglichen Anlagestrategien von Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, richtlinienkonformen Sondervermögen, sonstigen Sondervermögen sowie Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken in Tab. 3.11 verdeutlicht die wesentlichen Stellhebel. Die genannten Sondervermögen stehen dabei auch stellvertretend für die deckungsgleich erlaubten Anlagestrategien von Investmentaktiengesellschaften. Als erstes Differenzierungsmerkmal kann die individuelle Investitionssumme oder Beteiligungshöhe an einem Portfoliunternehmen herangezogen werden, welches wesentlich über die Möglichkeit zur Mehrheitsbeteiligung und somit über die maßgebliche Einflussnahme durch die aktive Beteiligungsgesellschaft entscheidet. Sowohl Unternehmensbeteiligungskapitalgesellschaften als auch richtlinienkonforme Sondervermögen und Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken unterliegen hier deutlichen Restriktionen, welche auf den Grundsatz der Risikomischung zurückzuführen sind. Hinsichtlich der Art und Weise sowie hinsichtlich der Kriterien zur Auswahl der Portfoliunternehmen (PU) gibt der Gesetzgeber keine weiteren Vorgaben vor.<sup>565</sup> Dies kann zwischen den Kapitalgebern sowie dem Fondsmanagement vertraglich geregelt werden. Enthalten die Vertragsbedingungen der Kapitalanlageverträge keine konkreten Angaben darüber, wie die Auswahl der zu erwerbenden Gegenstände innerhalb des zulässigen Anlagespektrums erfolgen soll, muss die KAG ebenfalls eine angemessene Mischung spekulativer und risikoarmer Alternativen vornehmen.<sup>566</sup>

Sondervermögen mit besonderen Risiken unterliegen den vergleichsweise geringsten Anlagebeschränkungen. Das Fondsmanagement muss allerdings auch in diesem Fall den Grundsatz der Risikomischung beachten.<sup>567</sup> Allerdings gibt das InvG keine Hin-

<sup>565</sup> Vgl. Reiss (2006), S. 229.

<sup>566</sup> Vgl. Reiss (2006), S. 230.

<sup>567</sup> Vgl. § 112 Abs. 1 Satz 1 InvG.

weise, welche Mindeststreuung der Anlagewerte dem Grundsatz der geforderten Risikomischung gerecht wird. Entsprechende Anlagegrenzen müssen sich daher unter der Beobachtung der BaFin in der Praxis herausbilden.<sup>568</sup>

<b>Kriterium</b>	<b>UBG</b>	<b>Richtlinienkonforme SV</b>	<b>Sonstige SV</b>	<b>SV mit zusätzlichen Risiken</b>
Anlagesumme in einzelnes PU	max. 30% d. Bilanzsumme	max. 5% d. Wertes d. SV	max. 5% d. Wertes d. SV	–
Individuelle Beteiligungsquote an PU	max. 49% d. Stimmrechte	max. 10% d. Stimmrechte	max. 10% d. Stimmrechte	–
Anlagesumme in börsennotierte PU	max. 30% d. Bilanzsumme	bis zu 100% d. Wertes d. SV	bis zu 100% d. Wertes d. SV	bis zu 100% d. Wertes d. SV
Charakteristik des börsennotierten PU	max. 250 Mio. Euro Bilanzsumme	–	–	–
Anlagesumme in nicht-börsennot. PU	bis zu 100%	max. 10% d. Wertes d. SV	max. 20% d. Wertes d. SV	max. 30% d. Wertes d. SV
Kreditaufnahme auf Fondsebene (langfr.)	unbegrenzt	verboten	verboten	unbegrenzt
Einsatz v. Derivaten	nein	ja	ja	ja
Leerverkäufe	nein	nein	nein	ja

Tab. 3.11: Vergleich der Anlagestrategien regulierter Geschäftsmodelle

Als zweites Kriterium dient die Differenzierung zwischen Beteiligungen an börsennotierten und nicht-börsennotierten Portfoliounternehmen. Diese Entscheidung ist mit entsprechenden Auswirkungen auf die voraussichtliche Haltedauer der Beteiligung, den damit verbundenen Transaktionskosten sowie der Wahrnehmung der aktiven Beteiligungsgesellschaft in der Öffentlichkeit verbunden. Als drittes Kriterium kann die Möglichkeit zur Kreditaufnahme auf Fondsebene herangezogen werden. Dies erlaubt zum einen die Ausweitung der für Investitionen zur Verfügung stehenden Mittel, erhöht andererseits aber auch das Risiko von Ertragsschwankungen der aktiven Beteiligungsgesellschaft. Als viertes Kriterium folgt schließlich die Möglichkeit zum Einsatz von Derivaten und Leerverkäufen. Dies erlaubt eine erhebliche Erweiterung der Anlagestrategien der aktiven Beteiligungsgesellschaft.

<sup>568</sup> Vgl. Reiss (2006), S. 228.



Der Vergleich in Tab. 3.11 verdeutlicht, dass die regulierten Geschäftsmodelle die Anlagemöglichkeiten des Fondsmanagement teilweise erheblich einschränken. Der Gesetzgeber versucht daher die Anwendung dieser Geschäftsmodelle durch steuerrechtliche Anreizsysteme zu fördern.<sup>569</sup> Aufgrund der Vielfalt der möglichen Anlagestrategien gestaltet sich die Zuordnung von einzelnen Kapitalgebern zu einer der Regulierung unterworfenen Gruppe schwierig und ist in der Praxis kaum trennscharf durchführbar.<sup>570</sup> Die Ableitung der Regulierungsmatrix (vgl. Tab. 3.12) auf Basis der Anlagestrategien der regulierten Geschäftsmodelle erfolgt daher indikativ und verlangt im Einzelfall eine genaue Überprüfung der Abgrenzungskriterien mit der beabsichtigten Anlagestrategie der aktiven Beteiligungsgesellschaft.

Regulierungsmatrix		long-only-Strategien		long-short-Strategien	
		nur EK auf Fondsebene	EK u. FK auf Fondsebene	nur EK auf Fondsebene	EK u. FK auf Fondsebene
nicht-börsennotiert	Mehrheitsbeteiligung	S1	S5	S9	S13
	Minderheitsbeteiligung	S2 UBG	S6 UBG	S10	S14
börsennotiert	Minderheitsbeteiligung	S3 RL konf. SV Sonstige SV	S7 SV m. zusätzlichen Risiken	S11 SV m. zusätzlichen Risiken	S15 SV m. zusätzlichen Risiken
	Mehrheitsbeteiligung	S4	S8 SV m. zusätzlichen Risiken	S12 SV m. zusätzlichen Risiken	S16 SV m. zusätzlichen Risiken

Tab. 3.12: Regulierungsmatrix der regulierten Geschäftsmodelle

In Tab. 3.12 wird deutlich, dass das regulierte Geschäftsmodell der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft in erster Linie für Minderheitsbeteiligungen an nicht-börsennotierten Portfoliounternehmen geeignet ist, welche auch mit Hilfe von Fremdkapital auf Fondsebene finanziert werden können. Im Gegensatz dazu, richten sich die betrachteten Geschäftsmodelle des InvG in erster Linie an börsennotierte Portfoliounternehmen. Aufgrund der unterschiedlichen Vorgaben für die jeweiligen Sondervermögen oder Investmentaktiengesellschaften können dann die verschiedenen An-

<sup>569</sup> Das dies in der Praxis nur bedingt gelingt, zeigt beispielsweise die zaghafte Entwicklung von Hedge Funds in Deutschland, die seit ihrer Zulassung in Deutschland keine wesentlichen Marktanteile gewinnen konnten, vgl. Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 208.

<sup>570</sup> Vgl. Langenbucher (2008), S. 3.

lagestrategien abgebildet werden. Im Falle der Umsetzung der geplante *AIFM Direktive* auf europäischer Ebene und der entsprechenden Verankerung im deutschen Investmentrecht ist diese Betrachtung entsprechend anzupassen.<sup>571</sup>

Das UBGG sowie das InvG stellen in Deutschland keine verdrängenden Spezialgesetze dar. Für Kapitalgeber und Fondsmanagement besteht daher die Möglichkeit, außerhalb des Regulierungsrahmens individuelle Geschäftsmodelle für aktive Beteiligungsgesellschaften aufgrund von privatwirtschaftlichen Vereinbarungen zu entwickeln. Dies ist insbesondere für Beteiligungen an nicht-börsennotierten Portfoliounternehmen gefordert. Diese Geschäftsmodelle sind dann von der behördlichen Erlaubnis- und Aufsichtspflicht befreit und hinsichtlich der Wahl der Rechtsform sowie der Anlagekriterien an keine Restriktionen gebunden. Darüber hinaus sind die erweiterten *Corporate Governance*- und Transparenzvorschriften der regulierten Geschäftsmodelle nicht verpflichtend anzuwenden. Die Untersuchung der Transparenz- und Berichtskriterien dieser freien Geschäftsmodelle ist Bestandteil des nächsten Kapitels. Dazu zählt insbesondere die Analyse von Bewertungsrichtlinien für die Beteiligungen an Portfoliounternehmen der aktiven Beteiligungsgesellschaften im Rahmen der Operationalisierung der *Kommunikationsmatrix*.

### **3.4 Operationalisierung der Kommunikationsmatrix**

Im Rahmen der Gestaltung des individuellen *Investorreportings* können spezifische Anforderungen an die Kommunikation zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern berücksichtigt werden. Aus Effizienzgründen beruht die inhaltliche Definition in der Regel auf den einschlägigen Richtlinien und Standards der internationalen Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*. Dazu wurden in den vergangenen Jahren eine Reihe von neuen Bewertungs- und Reportingrichtlinien veröffentlicht. Deren Inhalte und Zielsetzungen werden im Folgenden im Detail untersucht und darauf aufbauend die *Kommunikationsmatrix* abgeleitet. Für eine möglichst umfassende Abbildung der denkbaren Transparenzkriterien werden in die Untersuchung auch solche Richtlinien und Standards einbezogen, welche sich nicht ausschließlich mit der Gestaltung des *Investorreportings* befassen. In diesem Zusammenhang findet auch ein Vergleich mit den gesetzlichen Transparenzkriterien der regulierten Geschäftsmodelle statt.

---

<sup>571</sup> Vgl. Kapitel 3.3.9.

### 3.4.1 Zentrale Aspekte des Investorreportings

Das *Investorreporting* bietet dem Fondsmanagement eine sehr flexible Plattform, die spezifischen Informationsbedürfnisse der Kapitalgeber zu erfüllen. Dazu werden im Folgenden die grundsätzlichen Aufgaben und Zielsetzungen sowie die Auswahl- und Beurteilungskriterien des *Investorreportings* erläutert. Das Kapitel schließt mit einer Einordnung der internationalen Richtlinienkompetenzen, welche als Grundlage für die weiteren Analysen dieses Hauptkapitels dient.

#### 3.4.1.1 Aufgaben und Zielsetzungen

Das individuelle *Investorreporting* an die Kapitalgeber stellt neben den gesetzlichen Rechnungslegungspflichten sowie den aktien- und kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten einen wesentlichen Bestandteil der Berichtspflichten des Fondsmanagements dar (vgl. Abb. 3.2). Das *Investorreporting* richtet sich in der Regel exklusiv an die Kapitalgeber, um diesen ein umfassendes Bild über die wirtschaftliche Entwicklung der aktiven Beteiligungsgesellschaft zu vermitteln. Dies setzt die enge Abstimmung der Berichtsinhalte mit den spezifischen Anforderungen der Kapitalgeber voraus und führt in Abhängigkeit vom Geschäftsmodell einer aktiven Beteiligungsgesellschaft sowie der Charakteristik der Kapitalgeber zu unterschiedlichen Gestaltungsmöglichkeiten. Setzt sich der Kreis der Kapitalgeber beispielsweise vorrangig aus institutionellen Investoren zusammen, welche über vergleichsweise umfangreiche Kenntnisse zur Einschätzung der Chancen und Risiken von Anlagen in aktiven Beteiligungsgesellschaften verfügen, sind die vergleichsweise ausführlichen Vorschriften der regulierten Geschäftsmodelle zum Schutz von Kleinanlegern im Sinne des Investmentgesetzes gegebenenfalls nicht als Grundlage zur Gestaltung des Transparenzniveaus eines nicht regulierten Geschäftsmodells geeignet.

Dennoch können die *Corporate Governance*- und Transparenzkriterien von regulierten Geschäftsmodellen grundlegende Anhaltspunkte zur Gestaltung des Transparenzniveaus von nicht-regulierten Geschäftsmodellen geben. Darüber hinaus können aufgrund der Möglichkeit zur flexiblen Gestaltung der Berichtsinhalte zwischen Fondsmanagement und Kapitalgebern Elemente der handelsrechtlichen Berichterstattung in das *Investorreporting* mit einbezogen werden. In Abhängigkeit von der Frequenz und dem Umfang des *Investorreportings* können die gesetzlichen Berichtspflichten gegebenenfalls erweitert und an die spezifischen Informationsanforderungen der Kapitalgeber angepasst werden. Dies bezieht sich insbesondere auf die Auslegung und Anwendung von Wahlrechten im Rahmen der handelsrechtlichen Rechnungsvorschriften.

Die Inhalte des *Investorreportings* werden in der Regel vertraglich zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern vereinbart. Demzufolge erfolgt die Gestaltung des über die gesetzlich vorgeschriebenen Berichtspflichten hinausgehenden *Investorreportings* einer aktiven Beteiligungsgesellschaft im Spannungsfeld zwischen den individuellen Anforderungen der Kapitalgeber sowie der Bereitschaft des Fondsmanagements diese zu erfüllen. In vielen Fällen basiert die Forderung der Kapitalgeber nach einem bestimmten Transparenzniveau auf der Notwendigkeit zur Beschaffung von ausreichenden Informationen, um wiederum die an sie gestellten Berichtspflichten erfüllen zu können. Dies betrifft insbesondere Kapitalsammelstellen, wie etwa Pensionsfonds, Versicherungen oder Fondsgesellschaften, welche ebenfalls als Finanzintermediäre Kapital bei privaten Investoren einsammeln und dieses gebündelt in aktive Beteiligungsgesellschaft investieren.<sup>572</sup>

Darüber hinaus wird das Fondsmanagement im Hinblick auf die Auflage zukünftiger Fondsmodelle zu einer wettbewerbsfähigen Gestaltung des *Investorreportings* motiviert. Die Fondsmanager von aktiven Beteiligungsgesellschaften stehen im Rahmen des *Fundraising* in ständiger Konkurrenz um Anlagegelder. Neben den individuellen Renditeaussichten gewinnen in diesem Zusammenhang zunehmend die Qualität und die Quantität der Berichterstattung an Bedeutung. Das aktuell zur Verfügung gestellte *Investorreporting* bietet dann den bestehenden Kapitalgebern, welche auch zum potenziellen Kreis der zukünftigen Kapitalgeber zählen können, einen Anhaltspunkt zur Beurteilung des für zukünftige Fondsmodelle in Aussicht gestellten Transparenzniveaus.<sup>573</sup> Vor diesem Hintergrund lässt sich insbesondere während Krisenzeiten eine inhaltliche Erweiterung des *Investorreportings* beobachten. In diesen Phasen, wie etwa nach dem Zusammenbruch des Internetbooms im Jahr 2000, zeigen die Kapitalgeber eine hohe Sensibilität hinsichtlich der Bewertung der Portfoliounternehmen und fordern eine ausführliche Dokumentation, um potenzielle Abschreibungen einschätzen zu können.<sup>574</sup>

Das *Investorreporting* bietet dem Fondsmanagement eine sehr flexible Plattform, die individuellen Informationsbedürfnisse der Kapitalgeber losgelöst von den gesetzlichen Vorgaben zu erfüllen. In Abhängigkeit von der Anzahl und der Charakteristik der Kapitalgeber können daraus sehr unterschiedliche Ansprüche an die Gestaltung des *Investorreportings* gestellt werden. Ohnehin stellt die Erstellung der regelmäßigen Berichterstattung eine ressourcen- und zeitintensive Verwaltungsarbeit dar. Das Fondsmanagement ist daher letztendlich auch im Interesse der Kapitalgeber bestrebt, möglichst effiziente Reportingprozesse zu installieren. Insofern erfolgt die Optimie-

<sup>572</sup> Vgl. Cumming und Johan (2007), S. 3222.

<sup>573</sup> Vgl. Brown, Fraser und Liang (2008), S. 25.

<sup>574</sup> Vgl. Cumming, Gill und Walz (2009), S. 2.

rung des damit in Verbindung stehenden Verwaltungsaufwands unter der notwendigen Bedingung, eine ausreichende Informationsversorgung der Kapitalgeber zu gewährleisten. Um entsprechende Redundanzen zu vermeiden, setzt dies zunächst die genaue Kenntnis der Zielvorstellungen der Kapitalgeber an die Inhalte des *Investorreportings* voraus. Dabei können die notwendigen Abstimmungsarbeiten und Verhandlungen zur Gestaltung der Inhalte des *Investorreportings* mit den einzelnen Kapitalgebern wertvolle Managementressourcen binden, welche an anderer Stelle, wie etwa dem Aufbau des Beteiligungsportfolios, nicht mehr zur Verfügung stehen.

Vor diesem Hintergrund erscheint die Gestaltung des *Investorreportings* anhand allgemeingültiger Normen zweckmäßig, welche die Bedürfnisse der Kapitalgeber sowie des Fondsmanagement zufrieden stellen. Eine derartige Standardisierung der Berichterstattung ist allerdings an zahlreiche Voraussetzungen geknüpft und muss in mehreren Schritten erfolgen. So müssen in einem ersten Schritt geeignete Normen verfügbar sein, welche zur Gestaltung des *Investorreportings* für die verschiedenen Geschäftsmodelle von aktiven Beteiligungsgesellschaften zugrunde gelegt werden können. Zu diesem Zweck haben sich in den letzten Jahren insbesondere die internationalen Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* als Standardsetzer etabliert. In einem zweiten Schritt müssen die vorliegenden Standards mit den spezifischen Anforderungen eines Geschäftsmodells abgeglichen werden. Dies erfordert das genaue Verständnis der verschiedenen Geschäftsmodelle von aktiven Beteiligungsgesellschaften sowie der damit verbundenen Informationsbedürfnisse der Kapitalgeber.

Wurden geeignete Normen identifiziert und ausgewählt, muss in einem dritten Schritt eine ausreichende Akzeptanz für deren Anwendung bei den beteiligten Parteien geschaffen werden. Kapitalgeber und Fondsmanagement können die Anwendung zum einen vertraglich im Rahmen des *Investment Agreements* vereinbaren. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, dass sich das Fondsmanagement zur freiwilligen Einhaltung der Normen bereit erklärt. Beide Möglichkeiten setzen in einem vierten Schritt den Aufbau von ausreichender Fachkenntnis zur Anwendung der Normen durch das Fondsmanagement voraus. Gleiches gilt für das Verständnis der Berichtsinhalte auf Seiten der Kapitalgeber. Die Erstellung des *Investorreportings* erfordert in der Regel fundierte Kenntnisse auf den Gebieten der Unternehmensbewertung sowie der Performancemessung. Diese Aufgaben können nur von erfahrenen und geschulten Mitarbeitern ausgeführt werden. In Abhängigkeit von der Größe einer aktiven Beteiligungsgesellschaft stellt sich daher die Frage, ob spezielle Trainingsmaßnahmen für die Mitarbeiter, welche mit der Erstellung der Berichte an die Kapitalgeber befasst sind, durchgeführt werden. Die entstehenden Kosten müssen mit den damit verbundenen

Transparenzvorteilen abgewogen werden und bestimmen maßgeblich die Akzeptanzbereitschaft des Fondsmanagements sowie der Kapitalgeber.

Sobald sich Kapitalgeber und Fondsmanagement auf die Inhalte des *Investorreportings* geeinigt haben, muss deren korrekte Einhaltung über die gesamte Beteiligungsdauer hinweg gewährleistet werden. Dies kann zum einen über die Beauftragung unabhängiger Dritter, wie etwa Wirtschaftsprüfer erfolgen, welche in regelmäßigen Abständen die Richtigkeit und Vollständigkeit des *Investorreportings* überprüfen. Diese Tätigkeiten werden häufig im Rahmen der handelsrechtlichen Jahresabschlussprüfung durchgeführt. In Abhängigkeit von Art und Umfang der zusätzlich in Anspruch genommenen externen Prüfungsleistungen entstehen Kosten, welche sich letztendlich auf die Rendite der Kapitalgeber niederschlagen. Die Vor- und Nachteile einer intensiven externen Überprüfung des *Investorreportings* sind seitens der Kapitalgeber gegeneinander abzuwägen. In diesem Zusammenhang spielt das Vertrauen der Kapitalgeber in das Fondsmanagement eine entscheidende Rolle. Sämtliche Vereinbarungen und Zusagen sind nur unter der Voraussetzung wirksam, dass das Fondsmanagement zu richtigen und vollständigen Angaben bereit ist.

Das Vertrauen in die Ehrlichkeit des Vertragspartners ist ein wesentliches Merkmal der *Prinzipal-Agent-Beziehung* in der Finanzintermediation.<sup>575</sup> Vor diesem Hintergrund untersuchten *Brown, Goetzmann, Liang und Schwarz* (2009) die Qualität der Berichterstattung von *Hedge Funds* anhand von *Due Diligence-Berichten* im Rahmen des *Fundraisings* für neue Fondsmodelle.<sup>576</sup> Die identifizierten Falschangaben bezogen sich dabei im Wesentlichen auf die Höhe der Eigeninvestments der Fondsmanager in den betrachteten Fonds, die Darstellung der Fondsperformance sowie die korrekte Information über regulatorische oder rechtlichen Unregelmäßigkeiten in der Vergangenheit. In einigen Fällen ließen sich die Unregelmäßigkeiten auf ein mangelndes Verständnis der Fondsmanager für die internen Prozesse sowie die rechtlichen Grundlagen der Berichterstattung zurückführen. Darüber hinaus belegt die Untersuchung, dass die Berichterstattung von *Hedge Funds*, welche durch eine der vier großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (*Big Four*) geprüft werden, vergleichsweise weniger Unregelmäßigkeiten aufweisen.<sup>577</sup> Nach Ansicht von *Brown, Goetzmann, Liang und Schwarz* (2009), ist dies auf die strikten internen Risikomanagementprozesse der gro-

<sup>575</sup> Vgl. *Brown, Goetzmann, Liang und Schwarz* (2009), S. 1.

<sup>576</sup> Diese *Due Diligence-Berichte* werden durch die Kapitalgeber bei fachkundigen Beratern in Auftrag gegeben, um insbesondere die mit einem zukünftigen Fondsinvestment verbundenen operationellen Risiken einschätzen zu können, vgl. *Brown, Goetzmann, Liang und Schwarz* (2009), S. 2.

<sup>577</sup> Zu den sog. *Big Four* Wirtschaftsprüfungsgesellschaften zählen KPMG, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young sowie Deloitte & Touche, welche gemessen am Umsatzvolumen einen deutlichen Abstand zu den weiteren Wettbewerbern aufweisen.

ßen Wirtschaftprüfungsgesellschaften im Vorfeld der Annahme eines Prüfungsauftrages zur Überprüfung der Reputation des potenziellen Mandaten zurückzuführen.

### 3.4.1.2 Auswahl- und Beurteilungskriterien

Die Gestaltung des *Investorreportings* wird durch mehrere Faktoren beeinflusst, welche sich gegenseitig überlagern können. Zu den wichtigsten Faktoren zählen die beabsichtigte Anlagestrategie, die Charakteristik der Kapitalgeber sowie die Verhandlungspositionen von Fondsmanagement und Kapitalgebern zur Durchsetzung der individuellen Zielvorstellungen hinsichtlich der Transparenz der aktiven Beteiligungsgesellschaft. Diese Faktoren sind im Rahmen der Auswahl von Richtlinien und Standards, auf deren Basis die inhaltliche Gestaltung des *Investorreportings* erfolgen soll, zu berücksichtigen. Diese Auswahl erfolgt mit dem Ziel einer möglichst hohen Kongruenz zwischen den Zielvorstellungen des Fondsmanagements und den Kapitalgebern an die Inhalte des *Investorreportings* sowie den diesbezüglichen Vorgaben der Richtlinien und Standards. Das Ziel ist erreicht, sobald es neben den Vorgaben der ausgewählten Richtlinien und Standards keiner weiteren materiellen Anpassungen im Hinblick auf die Berücksichtigung der individuellen Zielvorstellungen des Fondsmanagement und der Kapitalgeber bedarf. Die damit gewährleistete Standardisierung bildet *ceteris paribus* eine wesentliche Voraussetzung für eine effiziente Umsetzung des *Investorreportings*.

Im Hinblick auf den Einfluss der Anlagestrategie, deren Differenzierungsmerkmale bereits im Rahmen der Operationalisierung der Strategiematrix erläutert wurden (vgl. Kapitel 3.3.3), ergeben sich im Bereich der aktiven Beteiligungsgesellschaften in erster Linie komplexe Themenstellungen im Bereich der Bewertung der Beteiligungen an den Portfoliounternehmen und den damit in Verbindung stehenden Finanzinstrumenten. Zunächst sind im Rahmen der Selektion und des anschließenden Erwerbs der Portfoliounternehmen entsprechende Erstbewertung durchzuführen. Zur Bestimmung der weiteren Wertentwicklung, insbesondere im Hinblick auf die aktive Managementleistung des Fondsmanagements, werden regelmäßige Folgebewertungen sowie letztendlich die Exitbewertung beim Verkauf der Portfoliounternehmen durchgeführt. In Abhängigkeit vom gewählten Geschäftsmodell sind insbesondere bei offenen Fondsmodellen zusätzliche Bewertungen der Anteile der Kapitalgeber an der aktiven Beteiligungsgesellschaft durchzuführen.<sup>578</sup> Darüber hinaus sind die Kapitalgeber an

---

<sup>578</sup> Vgl. zu den offenen Fondsmodellen Kapitel 2.3.2.3. Im Fall von geschlossenen Fondsmodellen werden Anteilsbewertungen nur in Ausnahmefällen, wie etwa im Falle des vorzeitigen Ausscheidens eines Kapitalgebers vor der vollständigen Liquidation aller Beteiligungen der aktiven Beteiligungsgesellschaft, durchgeführt, vgl. Kapitel 2.3.2.2 für die Gestaltung von geschlossenen Fondsmodellen.

zusätzlichen Informationen zur wirtschaftlichen Entwicklung der Portfoliounternehmen interessiert. Dies setzt voraus, dass die Portfoliounternehmen dem Fondsmanagement die gewünschten Informationen zur Verfügung stellen. Dies kann gerade bei jungen Portfoliounternehmen den Aufbau von bisher nicht vorhandenen Berichtsstrukturen erfordern.<sup>579</sup>

Die letztendlich seitens der Kapitalgeber realisierte Rendite wird neben der Wertentwicklung der Portfoliounternehmen durch weitere Gestaltungsparameter des Geschäftsmodells, wie etwa der Höhe der Kompensation des Fondsmanagements oder der Dauer der Kapitalbindung, beeinflusst. Die tatsächlich realisierten Gewinne oder Verluste der Kapitalgeber von geschlossenen Fondsmodellen können erst nach der vollständigen Veräußerung (*exit*) aller Portfoliounternehmen und anschließender Liquidation der aktiven Beteiligungsgesellschaft ermittelt werden. Bei offenen Fondsmodellen erfolgt dies anhand des realisierten Unterschiedsbetrags zwischen Anteilskauf und -verkauf. Diese Faktoren sind in der regelmäßigen Berichterstattung des Fondsmanagements zur Entwicklung der aktiven Beteiligungsgesellschaft an die Kapitalgeber zu berücksichtigen und bilden gleichzeitig die Grundlage zur Beurteilung der aktiven Managementleistung des Fondsmanagements. Diese Aspekte, deren Einfluss auf das *Investorreporting* in den folgenden Abschnitten im Rahmen der Operationalisierung der *Kommunikationsmatrix* im Detail analysiert werden, erfordern die Definition von geeigneten Vorgaben zur Durchführung von Unternehmens- und Anteilsbewertungen sowie zur Darstellung der aktiven Managementleistung auf den einzelnen Investmentebenen.<sup>580</sup>

Neben der Eignung der Richtlinien und Standards in Bezug auf die Erfüllung der inhaltlichen Anforderungen anhand der gewählten Anlagestrategie ist des Weiteren der Adressatenkreis des *Investorreportings* zu berücksichtigen. Hier können sich die Zielvorstellungen an die Transparenz einer aktiven Beteiligungsgesellschaft zwischen den verschiedenen Gruppen von Kapitalgebern deutlich unterscheiden. Insofern sind die Darstellung der Anlagestrategie und der damit verbundenen Risiken, der Ausweis der mit dem Geschäftsmodell verbundenen Kosten und Gebühren sowie die Angaben zur Beurteilung der aktiven Managementleistung mit den individuellen Zielvorstellungen sowie dem Erfahrungshintergrund der Kapitalgeber in Deckung zu bringen.<sup>581</sup>

Die fachliche und methodische Eignung der ausgewählten Richtlinien und Standards bildet eine wichtige Voraussetzung, damit die Inhalte des *Investorreportings* die

---

<sup>579</sup> Beuselinck, Deloof und Manigart (2008) stellen bei belgischen Portfoliounternehmen nach der Beteiligung eines Private Equity Funds eine signifikante Zunahme der Qualität der Berichterstattung fest, welche sie auf den Aufbau von neuen Berichtsstrukturen in den Portfoliounternehmen zurück führen.

<sup>580</sup> Vgl. Kapitel 2.3.1.2 zur Unterscheidung zwischen der Portfolio-, Fonds- und Kapitalgeberebene.

<sup>581</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 257.



grundsätzlichen an eine objektive Berichterstattung gestellten Kriterien der Verständlichkeit, der Vergleichbarkeit sowie der Vollständigkeit erfüllen. Für eine verständliche Darstellung der aktiven Managementleistung ist im Rahmen des *Investorreportings* der Blickwinkel der Kapitalgeber einzunehmen. Dazu sind komplexe Daten gegebenenfalls näher zu erläutern. Schätzwerte und Prognosen sind mit entsprechenden Warnhinweisen in Bezug auf deren Unsicherheit zur Beschreibung von zukünftigen Ergebnissen zu versehen. Kommt es im Zeitablauf zu Veränderungen in der Anlagestrategie, so ist darauf hinzuweisen und die Ergebniseffekte sind zu erläutern. Dies ermöglicht den Kapitalgebern anhand der Vergangenheitsdaten kohärente Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der aktiven Beteiligungsgesellschaft abzuleiten.<sup>582</sup> Diese Vorgehensweise setzt eine entsprechende Flexibilität der angewandten Standards und Richtlinien voraus, um verschiedene Anlagestrategien innerhalb des gleichen Rahmenwerks abbilden zu können. Ist dies nicht gewährleistet, bedingt eine Veränderung in der Anlagestrategie auch den Wechsel der zugrunde gelegten Standards und Richtlinien zur Gestaltung des *Investorreportings*.

Zur Beurteilung der aktiven Managementleistung des Fondsmanagements bietet sich der Vergleich mit anderen aktiven Beteiligungsgesellschaften an. Dies setzt voraus, dass Fachbegriffe einheitlich angewandt werden und Kennziffern auf standardisierten Berechnungsmethoden beruhen.<sup>583</sup> Dies bezieht sich insbesondere auf die Darstellung der Kostenstruktur des Geschäftsmodells, welche nur auf Basis einer einheitlichen Vorgehensweise zur Berechnung und Darstellung verglichen werden kann.<sup>584</sup> Das Kriterium der Vollständigkeit ist erfüllt, wenn die Berichterstattung alle wesentlichen Informationen zur Beurteilung der aktiven Managementleistung enthält. Die Erfüllung dieses Kriteriums ist eng mit der wahrheitsgemäßen Darstellung der Informationen verbunden. Die wahrheitsgemäße Verwendung von Daten bildet die Grundvoraussetzung zur ordnungsgemäßen Berechnung und Darstellung der gezeigten aktiven Managementleistung des Fondsmanagements. Wahrheitsgemäße Daten sind aktuell und enthalten alle Informationen, welche für das richtige Verständnis der gezeigten Sachverhalte notwendig sind. Dazu zählt die transparente Wahl von Beobachtungszeiträumen, um weder positive Ergebnisse besonders herauszustellen noch negative Ergebnisse zu verschleiern.<sup>585</sup> Diese Maßstäbe verdeutlichen die Bedeutung der internationalen Standardisierung der Gestaltung des *Investorreportings* von aktiven Beteiligungsgesellschaften.

---

<sup>582</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 273 f.

<sup>583</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 257 f.

<sup>584</sup> Vgl. dazu im Detail IOSCO (2004), S. 1.

<sup>585</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 257 f.

### 3.4.1.3 Internationale Richtlinienkompetenzen

Die Entwicklung von Richtlinien und Standards zur Verbesserung der Transparenz von aktiven Beteiligungsgesellschaften erfolgt im Wesentlichen auf Initiative von drei verschiedenen Interessensgruppen. Die erste Gruppe bilden die internationalen Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*, welche vorrangig die Interessen der Fondsmanager vertreten. Die zweite Gruppe bilden die Interessensvertretungen der Kapitalgeber, welche bisher jedoch in vergleichsweise geringem Umfang als *Standardsetter* aufgetreten sind. In der dritten Gruppe können übergeordnete Verbände und Vereinigungen im Bereich des professionellen *Asset Management* zusammengefasst werden. Die Vielfalt an Autoren und Perspektiven führte in den vergangenen Jahren zu einer ebenso großen Vielfalt an Richtlinien und Empfehlungen, welche prinzipiell zur Gestaltung des *Investorreportings* von aktiven Beteiligungsgesellschaften zugrunde gelegt werden können. Für eine möglichst umfassende Abbildung der möglichen Inhalte des *Investorreportings* werden in die Untersuchung daher auch solche Richtlinien und Standards einbezogen, welche sich nicht ausschließlich mit der Gestaltung des *Investorreportings* befassen. Dazu werden im Folgenden die Autoren der Standards und Richtlinien vorgestellt und deren Zielsetzungen erläutert.

#### *Initiativen der Fondsmanager von Private Equity Funds*

Im Bereich der *Private Equity Funds* vertritt die *European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)* federführend die Interessen der Fondsmanager in Europa. Die *EVCA* wurde 1983 gegründet und hat ihren Sitz in Brüssel.<sup>586</sup> Die Veröffentlichung von Richtlinien zur Gestaltung des *Investorreportings* begann allerdings zunächst auf nationaler Ebene mit den im Jahr 1991 durch die *British Venture Capital Association (BVCA)* erstmals veröffentlichten *Guidelines for the Valuation and Disclosure of Venture Capital Portfolios (BVCA Guidelines)*.<sup>587</sup> Erst im Jahr 2000 wurden mit den *EVCA Reporting Guidelines* die ersten länderübergreifenden Richtlinien veröffentlicht.<sup>588</sup> Diese wurden im Jahr 2001 durch die *EVCA Valuation Guidelines* komplettiert.<sup>589</sup> Eine inhaltliche Angleichung der bestehenden Richtlinien auf nationaler britischer Ebene sowie europäischer Ebene fand zu diesem Zeitpunkt noch nicht statt.<sup>590</sup> Die Anerkennung der Richtlinienvorschläge der *EVCA* auf nationaler Ebene erfolgte zunächst durch die *French Private Equity Association (AFIC)* im Rahmen der Übersetzung in

<sup>586</sup> Für weitergehende Informationen [www.evca.eu](http://www.evca.eu).

<sup>587</sup> Die *BVCA Guidelines* wurden in den Jahren 1993 und 1997 überarbeitet, vgl. *BVCA* (1998), S. 2.

<sup>588</sup> Vgl. *EVCA* (2000).

<sup>589</sup> Für eine inhaltliche Analyse der *EVCA Valuation Guidelines* (2001), vgl. Kaneyuki (2003), S. 506 ff.

<sup>590</sup> Für einen vergleichende Analyse der ersten Auflage der *EVCA Valuation Guidelines* sowie der zu diesem Zeitpunkt gültigen *BVCA Guidelines*, vgl. Knyphausen-Aufseß, Kittlaus und Seeliger (2003), S. 555.

die *AFIC Valuation and Reporting Guidelines* in Frankreich im Jahr 2002.<sup>591</sup> Seitdem konnte eine kontinuierliche Zunahme der Akzeptanz der Richtlinien der *EVCA* in Europa beobachtet werden.<sup>592</sup>

Die *EVCA Reporting Guidelines* wurden im Jahr 2006 in einer überarbeiteten Version veröffentlicht und sind seither unverändert gültig.<sup>593</sup> Im Gegensatz dazu wurden die *EVCA Valuation Guidelines* ebenfalls im Jahr 2006 durch die *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (IPEV Guidelines)* des *International Private Equity and Venture Capital Valuation Board (IPEV Board)* abgelöst.<sup>594</sup> Das *IPEV Board* wurde im Jahr 2005 durch die *EVCA*, *BVCA* und *AIFC* mit dem Ziel der internationalen Vereinheitlichung von Bewertungsrichtlinien im Bereich der *Private Equity Funds* gegründet.<sup>595</sup> Die *IPEV Guidelines* fanden seither international großen Anklang.<sup>596</sup> In ihrer aktuellen Fassung des Jahres 2009 wurden die *IPEV Guidelines* mittlerweile von mehr als 35 nationalen Branchenverbänden in und außerhalb Europas als maßgebliches Regelwerk akzeptiert.<sup>597</sup>

Neben den *EVCA Reporting Guidelines* veröffentlicht die *EVCA* eine Reihe weiterer Richtlinien und Verhaltensregeln. Diese umfassen den *EVCA Code of Conduct*<sup>598</sup>, die *EVCA Corporate Governance Guidelines*<sup>599</sup> sowie die *EVCA Governing Principles*<sup>600</sup>. Von diesen enthalten insbesondere die *EVCA Governing Principles* Vorschläge zur Transparenz sowie zum Aufbau der Berichterstattung an die Kapitalgeber. Diese werden im Rahmen der Analyse der *EVCA Reporting Guidelines* berücksichtigt.<sup>601</sup>

---

<sup>591</sup> Vgl. AFIC (2002).

<sup>592</sup> Zur Anwendung der *EVCA Reporting Guidelines* führten Hielscher, Zelger und Beyer (2003) eine repräsentative Studie unter deutschen *Private Equity Funds* durch. Darauf aufbauend untersuchten Achleitner, Beyer, Müller und Zelger (2004) die Anwendung der *EVCA Valuation Guidelines* sowie die Ausprägung von Bewertungsparametern bei 105 *Private Equity Funds* in Deutschland, Österreich und der Schweiz.

<sup>593</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009).

<sup>594</sup> Für eine inhaltliche Analyse der *IPEV Guidelines* in der Version des Jahres 2006, vgl. Askar und Knyphausen-Aufseß (2008), S. 106 ff.

<sup>595</sup> Weitere Informationen zum *IPEV Board* sind unter [www.privateequityvaluation.com](http://www.privateequityvaluation.com) abrufbar.

<sup>596</sup> Mathonet und Gauthier (2006) untersuchten die Anwendung der *IPEV Guidelines* bei mehr als 200 Europäischen *Private Equity Funds* und stellen eine Anwendungsquote von rund 80 Prozent fest.

<sup>597</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009).

<sup>598</sup> Der Ethik-Kodex der *EVCA* beruht auf den sechs Leitprinzipien „act with integrity“, „keep your promises“, „disclose conflicts of interest“, „act in fairness“, „maintain confidentiality“ und „do no harm to the industry“, um die Beziehungen zwischen dem Fondsmanagement, den Kapitalgebern sowie den Portfoliounternehmen zu regeln. Die Befolgung dieser Leitprinzipien ist für alle Mitglieder der *EVCA* verpflichtend und wird durch das *Professional Standards Committee* der *EVCA* überwacht und sanktioniert, vgl. *EVCA Code of Conduct* (2009), S. 2 ff.

<sup>599</sup> Die *Corporate Governance-Richtlinien* der *EVCA* gliedern sich in Regeln zur Investitionstätigkeit sowie zum Verhalten als Anteilseigner, Aufsichtsratsmitglied und Mitglied der Unternehmensleitung eines Portfoliounternehmens, vgl. *EVCA Corporate Governance Guidelines* (2009) S. 6 ff.

<sup>600</sup> Die Leitprinzipien der *EVCA* befassen sich mit den neuen Themengebieten „law“, „contract“, „integrity“, „skill, care and diligence“, „adequacy of resources“, „investors' interests“, „transparency“, „conflict of interest“ sowie „investors assets“. Diese werden anhand der exemplarischen Beantwortung von praxisnahen Fragestellungen erläutert, vgl. *EVCA Governing Principles* (2009).

<sup>601</sup> Vgl. Kapitel 3.4.3.

Das US-amerikanische Pendant zur *EVCA* oder dem *IPEV Board* im Hinblick auf die Veröffentlichung von Bewertungs- und Reportingrichtlinien stellt die *Private Equity Investment Guidelines Group (PEIGG)* dar. Die *PEIGG* wurde im Februar 2002 von Branchenvertretern aus dem Bereich der *Private Equity Funds* mit dem Zweck gegründet, die Transparenz und die Konsistenz des *Investorreportings* zu verbessern.<sup>602</sup> Diese Bemühungen resultierten in den erstmals im Jahr 2004 veröffentlichten *U.S. Private Equity Valuation Guidelines (PEIGG Valuation Guidelines)*.<sup>603</sup> Diese Bewertungsrichtlinien wurden im Jahr 2004 durch die *PEIGG Reporting and Performance Measurement Guidelines (PEIGG Reporting Guidelines)* als eigenständige Reportingrichtlinien ergänzt.<sup>604</sup> Inhaltlich entsprechen die Empfehlungen der *PEIGG* größtenteils den vergleichbaren Regelwerken der *EVCA*. Aufgrund der in Europa überwiegenden Anwendung der Bewertungs- und Reportingrichtlinien des *IPEV Board* sowie der *EVCA*, finden die Bewertungs- und Reportingrichtlinien der *PEIGG* in der Ableitung der *Kommunikationsmatrix* keine Berücksichtigung.

Der *Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK)* empfiehlt als Interessensvertretung der deutschen *Private Equity-Industrie* seinen Mitgliedern die Anwendung der *IPEV Guidelines*, der *EVCA Reporting Guidelines*, der *EVCA Governing Principles* sowie der *EVCA Corporate Governance Guidelines*. Nach Ansicht des *BVK* stellen die Richtlinien der *EVCA* im Hinblick auf die Zusammenarbeit mit internationalen Kapitalgebern und Portfoliounternehmen weltweit geforderte und anerkannte Standards dar.<sup>605</sup> Darüber hinaus veröffentlicht der *BVK* eine eigene *Transparenz-Richtlinie zur Publizität von Private Equity Gesellschaften und Portfoliounternehmen* (vgl. Kapitel 3.3.9.2). Der unter dem Namen des *BVK* veröffentlichte *Verhaltenskodex* rundet die empfohlenen Richtlinien und Vorschriften für die *Private Equity-Branche* in Deutschland ab und entspricht inhaltlich dem oben genannten *EVCA Code of Conduct*.

#### *Initiative der institutionellen Kapitalgeber von Private Equity Funds*

Die *Institutional Limited Partners Association (ILPA)* ist eine internationale Vereinigung von institutionellen Kapitalgebern von *Private Equity Funds*. Zu den weltweit rund 220 Mitgliedern zählen öffentliche Pensionsfonds, betriebliche Pensionskassen, Stiftungen, *Family Offices* und Versicherungsunternehmen. Zu den grundsätzlichen Zielen der *ILPA* zählt die Verbesserung der Beziehung und der Kommunikation zwischen den institutionellen Investoren.<sup>606</sup> Zu diesem Zweck veröffentlichte die *ILPA* im

<sup>602</sup> Weitere Informationen zur *PEIGG* sind unter [www.peigg.org](http://www.peigg.org) abrufbar.

<sup>603</sup> Vgl. *PEIGG Valuation Guidelines* (2007).

<sup>604</sup> Vgl. *PEIGG Reporting Guidelines* (2005).

<sup>605</sup> Vgl. [www.bvkap.de](http://www.bvkap.de).

<sup>606</sup> Weitere Informationen zur *ILPA* sind unter [www.ilpa.org](http://www.ilpa.org) abrufbar.

September 2009 mit den *ILPA Private Equity Principles (ILPA Principles)* einen eigenen Leitfaden zur Gestaltung des Verhältnisses zwischen Kapitalgebern und Fondsmanagern.<sup>607</sup> Darüber hinaus unterstützt die *ILPA* sowohl die Anwendung der *IPEV Guidelines* sowie der *PEIGG Reporting Guidelines*, fordert aber gleichzeitig die Bildung von international einheitlichen Standards zur Gestaltung des *Investorreportings* von *Private Equity Funds*.<sup>608</sup>

#### *Initiativen der Fondsmanager im Bereich der Hedge Funds*

Die im Jahr 1990 gegründete *Alternative Investment Management Association (AIMA)* ist ein globaler Wirtschaftsverband der *Hedge Fund-Industrie* mit rund 1.100 Mitgliedsfirmen aus mehr als 40 Ländern. Zu den Mitgliedern zählen Fondsmanager, *Prime Broker* sowie *Fondsadministratoren* von *Hedge Funds* und *Funds of Hedge Funds*, welche rund 70 Prozent des weltweit in *Hedge Funds* und *Fund of Hedge Funds* investierten Kapitals repräsentieren. Die Schwerpunkte der *AIMA* liegen in den Bereichen Ausbildung, Regulierung sowie in der Richtlinien- und Methodenentwicklung.<sup>609</sup> Dazu veröffentlichte die *AIMA* im Jahr 2007 für den europäischen Raum den *Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers (AIMA Managers Guide)* sowie den global ausgerichteten *Guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation (AIMA Valuation Guide)*. Der *AIMA Managers Guide* bietet eine grundlegende Einführung in die Aufgaben und Tätigkeiten des Fondsmanagements und behandelt unter anderem die Gestaltung des *Investorreportings* von *Hedge Funds*.<sup>610</sup> Der *AIMA Valuation Guide* enthält 15 Empfehlungen zur Bewertung der Investments von *Hedge Funds*.<sup>611</sup>

Die aktuellsten Branchenrichtlinien im Bereich der *Hedge Funds* bilden die *HFSB Standards* des *Hedge Funds Standards Board (HFSB)*.<sup>612</sup> Im Gegensatz zur *AIMA* stellt das *HFSB*, welches aus der *Hedge Funds Working Group (HFWG)* hervorgegangen ist, keinen Wirtschaftsverband dar, sondern basiert auf einem Zusammenschluss von Fondsmanagern und weiteren Akteuren aus dem Bereich der *Hedge Funds* mit europäischem Fokus.<sup>613</sup> Die erste Version der *HFSB Standards* wurde im Jahr 2008 noch von der *HFWG* mit dem Ziel veröffentlicht, eine zuverlässige Anleitung zu den Investmentaktivitäten von *Hedge Funds* zu geben und in der Vergangenheit identifizierte Defizite zu beseitigen.<sup>614</sup> Der *Bundesverband Alternative Investments (BAI)*, als Vertre-

<sup>607</sup> Vgl. *ILPA Principles* (2009).

<sup>608</sup> Vgl. [www.ilpa.org](http://www.ilpa.org).

<sup>609</sup> Weitere Informationen zur *AIMA* sind unter [www.aima.org](http://www.aima.org) abrufbar.

<sup>610</sup> Vgl. *AIMA Managers Guide* (2007).

<sup>611</sup> Vgl. *AIMA Valuation Guide* (2007).

<sup>612</sup> Weiterführende Informationen zum *HFSB* sind unter [www.hfsb.org](http://www.hfsb.org) abrufbar.

<sup>613</sup> Vgl. Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 209.

<sup>614</sup> Vgl. Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 208.

tung der deutschen Fondsmanager, hat diesen Standard seinen Mitgliedern im Mai 2008 vorgestellt.<sup>615</sup> Seitdem haben sich rund 60 internationale Fondsmanager schriftlich zur Einhaltung der *HFSB Standards* bereit erklärt. Die *HFSB Standards* wurden zuletzt im Jahr 2010 angepasst, um auch in Zukunft eine marktorientierte Selbstregulierung der *Hedge Funds-Industrie* einer gesetzlichen Regulierung vorzuziehen.

#### *Initiativen übergeordneter Verbände und Vereinigungen*

Das *Chartered Financial Analyst Institute (CFA Institute)*, vor 2004 bekannt als die *Association for Investment Management and Research (AIMR)*, bemüht sich seit 1995 als *Non-Profit-Organisation* mit weltweit rund 100.000 Mitgliedern um die Entwicklung von international gültigen Standards zur Berechnung und Darstellung der Anlageergebnisse von professionellen Vermögensverwaltern.<sup>616</sup> Zu diesem Zweck wurden zunächst die *AIMR Performance Presentation Standards* publiziert, welche im Jahr 1999 durch die ersten *Global Investment Performance Standards (GIPS)* abgelöst wurden. Die *GIPS* richteten sich zunächst an die Fondsmanager von klassischen Investmentvermögen. Für eine Ausweitung auf weitere Anlageklassen wurden die *GIPS* im Jahr 2005 überarbeitet und um zusätzliche Regelungen (*provisions*) für Immobilienvermögen und *Private Equity Funds* ergänzt. Letztere beruhen auf Ergebnissen des *VC/PE Subcommittee*, welches im Jahr 2000 durch das für die Weiterentwicklung der *GIPS* verantwortlich zeichnende *Investment Performance Council (IPC)* eingerichtet wurde. Im Jahr 2008 begann das *GIPS Executive Committee*, als Nachfolgegremium des *IPC*, mit der Überarbeitung der bestehenden Standards.<sup>617</sup> Dies mündete im März 2010 in der Veröffentlichung der aktuell gültigen Version der *GIPS*. Vor diesem Hintergrund gelten für *Hedge Funds* grundsätzlich die allgemeinen Regelungen der *GIPS*, welche für *Private Equity Funds* durch spezifische Regelungen erweitert werden.<sup>618</sup>

Neben den Branchenverbänden veröffentlicht insbesondere die *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* diverse Richtlinien und Standards zu aktuellen Themenstellungen des Kapitalmarkts.<sup>619</sup> Die im Jahr 1983 gegründete *IOSCO* ist eine internationale Vereinigung von nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden. Während die einzelnen Mitglieder in ihren Staaten, wie etwa die *BaFin* in Deutschland, verbindliche Regelwerke schaffen können, wurden der *IOSCO* keine vergleichbaren Kompetenzen übertragen. Insofern sind die Richtlinien und Standards der *IOSCO* weder für die Mitgliedsbehörden noch für die übrigen Marktteilnehmer verbindlich. Allerdings werden diese regelmäßig in der Umsetzung nationaler Vorschriften durch

<sup>615</sup> Vgl. Pressemitteilung des BAI vom 23.05.2008, abrufbar unter [www.bvai.de](http://www.bvai.de).

<sup>616</sup> Weiter Informationen zum CFA Institute sind unter [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org) abrufbar.

<sup>617</sup> Vgl. *GIPS* (2010), Preface.

<sup>618</sup> Vgl. *GIPS* (2010), S. 20.

<sup>619</sup> Weiterführende Informationen zur *IOSCO* sind unter [www.iosco.org](http://www.iosco.org) abrufbar.

die Aufsichtsbehörden berücksichtigt und sind somit für die Kapitalmarktteilnehmer von besonderem Interesse.<sup>620</sup> In Bezug auf die regulierten Geschäftsmodelle für *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* betrifft dies in erster Linie die in Deutschland ansässigen Kapitalanlagegesellschaften, welche der Überwachung durch die *BaFin* unterliegen.<sup>621</sup> Zu den jüngsten Veröffentlichungen der *IOSCO* im Bereich *der Hedge Funds* zählen die *ISOCO Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios (IOSCO Principles)* aus dem Jahr 2007. Die *IOSCO Principles* stellen neun allgemeine Leitsätze zur Bewertung der Investments von *Hedge Funds* zur Verfügung.<sup>622</sup> Angesichts des Fokus der *IOSCO Principles* auf regulierte Geschäftsmodelle, werden diese in den weiteren Analysen zur Gestaltung des freiwilligen *Investorreportings* von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* nicht berücksichtigt.

		Fokus auf . . .	
		Private Equity Funds	Hedge Funds
Initiative von . . .	Fondsmanager	EVCA Reporting Guidelines IPEV Guidelines	AIMA Managers Guide AIMA Valuation Guide HFSB Standards
	Kapitalgeber	ILPA Principles	
	Übergeordnete Verbände u. Vereinigungen	GIPS Private Equity Provisions	GIPS

Abb. 3.6: Richtlinienkompetenzen zur Gestaltung des Investorreportings

Die Richtlinien und Standards, welche im Rahmen der Operationalisierung der *Kommunikationsmatrix* Berücksichtigung finden, werden in Abb. 3.6 geordnet nach Autoren und Branchenfokus erfasst. Die aufgeführten Bewertungs- und Reportingrichtlinien der Branchenverbände der Fondsmanager wurden vornehmlich mit dem Ziel entwickelt, die Berichterstattung zwischen Fondsmanagement und Kapitalgebern transparent und nachvollziehbar zu gestalten. Die Branchenverbände erwarten sich durch die öffentlichkeitswirksame Ausschöpfung der eigenen Richtlinienkompetenz

<sup>620</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 91.

<sup>621</sup> Vgl. Kapitel 3.3.4.

<sup>622</sup> Vgl. IOSCO Principles (2007), S. 10 ff.

den Gesetzgeber davon abzuhalten, der Branche eigene Transparenzvorschriften von außen aufzuerlegen. Mit der geplanten Einführung der in Kapitel 3.3.9 diskutierten *AIFM Direktive* scheint Letzteres nur bedingt zu gelingen.

Zur Verstärkung ihrer Bemühungen streben verschiedene Gruppen von Branchenverbänden eine organisationsübergreifende Zusammenarbeit und Harmonisierung ihrer Richtlinien und Standards an. Dies zeigt sich insbesondere im Bereich der *Hedge Funds*, indem die *AIMA* sowie das *HFSB* in Zukunft eine Harmonisierung ihrer Regelwerke anstreben. Zu diesem Zweck wurde zusammen mit der *IOSCO* sowie der *Managed Funds Association (MFA)*<sup>623</sup> und dem *Asset Managers' Committee of the US President's Working Group (PWG)*<sup>624</sup> das Instrument der *Hedge Fund Matrix* entwickelt.<sup>625</sup> Anhand der *Hedge Fund Matrix* können die Richtlinien der Initiatoren inhaltlich miteinander verglichen werden. Dazu werden die einzelnen Richtlinienbestandteile thematisch geordnet gegenüber gestellt. Vor dem Hintergrund der steigenden Zahl von Richtlinien und Standards im Bereich der *Hedge Funds*, gewährt die *Hedge Funds Matrix* sowohl einen raschen oberflächlichen Vergleich der Standards als auch die Möglichkeit einer tiefergehenden Analyse. Eine vergleichbare Vorgehensweise der maßgeblichen Standardsetzer im Bereich der *Private Equity Funds* wie etwa zwischen *EVCA*, *PEIGG*, *ILPA*, und *CFA Institute* wäre wünschenswert.

### 3.4.2 International PE and VC Valuation Guidelines

Die *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (IPEV Guidelines)* stellen Empfehlungen zur Bewertung der Beteiligungen von *Private Equity Funds* nach dem Grundsatz des *Fair Value* dar. Die ermittelten Beteiligungswerte fließen anschließend in das *Investorreporting* an die Kapitalgeber ein. Dazu werden im Folgenden der Aufbau und die Struktur der Richtlinien analysiert sowie die vorgeschlagenen Bewertungsansätze diskutiert. Darüber hinaus werden aufgrund der engen Verzahnung der *IPEV Guidelines* mit den *EVCA Reporting Guidelines* die wesentlichen Implikationen für die Berichterstattung analysiert.

---

<sup>623</sup> Die MFA ist eine Vereinigung von Hedge Funds Managern mit US-amerikanischem Fokus. Die MFA ist Autor der Sound Practices for Hedge Funds Managers, welche grundsätzlich mit dem Regelwerk der *AIMA* vergleichbar sind, weitere Informationen zur MFA sind unter [www.managedfunds.org](http://www.managedfunds.org) abrufbar.

<sup>624</sup> Das Asset Managers' Committee der PWG veröffentlichte im Auftrag der US-amerikanischen Regierung den Asset Managers' Committee Report mit Best Practices für die Fondsmanager und Kapitalgeber von Hedge Funds. Weiterführende Informationen zum Asset Managers' Committee der PWG sind unter [www.amaicmte.org](http://www.amaicmte.org) abrufbar.

<sup>625</sup> Die Hedge Fund Matrix kann unter [www.hedgefundmatrix.com](http://www.hedgefundmatrix.com) online genutzt werden.



### 3.4.2.1 Aufbau und Struktur

Die zunehmende Bedeutung der Berichterstattung anhand *Fair Values* im Rahmen des *Investorreportings* sowie in der internationalen Rechnungslegung erfordert die Anwendung von konsistenten Bewertungsrichtlinien. Zu diesem Zweck wurden für *Private Equity Funds* federführend durch die *EVCA* die *IPEV Guidelines* entwickelt, deren Einhaltung zu einer *IFRS-konformen* Bewertung von Unternehmen oder Unternehmensteilen führen sowie den Anspruch von *Best Practice Standards* erfüllen sollen.<sup>626</sup> Der Aufbau der *IPEV Guidelines* gliedert sich in zwei Abschnitte (*sections*). Der erste Abschnitt befasst sich mit der methodischen Ableitung von Unternehmens- und Beteiligungswerten. Die dazu gegebenen Empfehlungen (*recommendations*) werden durch Erklärungen (*explanations*) ergänzt, welche entsprechende Unterstützung bei der Interpretation der Empfehlungen bieten sollen. Der zweite Abschnitt widmet sich der Anwendung der Richtlinien in speziellen Bewertungssituationen.

Die *IPEV Guidelines* unterscheiden zwischen dem Begriff des Bewertungskonzepts (*basis of valuation*) und der Bewertungsmethode (*valuation methodology*). Als Bewertungskonzept wird das Konzept des *Fair Value* zugrunde gelegt. Die Bestimmung des *Fair Value* erfolgt anhand einer oder mehrerer Bewertungsmethoden. Gemäß *IPEV Guidelines* stellt der *Fair Value* den Preis dar, zu dem eine ordentliche Transaktion zwischen vertragswilligen und unabhängigen Marktteilnehmern zum Bewertungsstichtag durchgeführt werden würde.<sup>627</sup> Als ordentliche Transaktion gilt eine Transaktion, für welche die Annahme gilt, dass diese bereits in einem gewissen Zeitraum vor dem Bewertungsstichtag am Markt bekannt war, um die für die zugrunde liegenden Vermögenswerte und Schulden üblichen und gebräuchlichen Marketingaktivitäten zu ermöglichen.<sup>628</sup> Der Bewertungsstichtag entspricht in diesem Fall dem Zeitpunkt der Berichterstattung.<sup>629</sup> Nach herrschender Meinung wird dem Konzept des *Fair Value* gegenüber den historischen Anschaffungs- und Herstellungskosten grundsätzlich eine höhere Entscheidungsrelevanz zugesprochen.<sup>630</sup> Der *Fair Value-Ansatz* der *IPEV Guidelines* ist daher aus Sicht der Kapitalgeber zu begrüßen.

Aufgrund des beabsichtigten Zusammenspiels der *IPEV Guidelines* mit den *EVCA Reporting Guidelines*, welche in Kapitel 3.4.3 analysiert werden, sollen die Bewertungsergebnisse in das *Investorreporting* an die Kapitalgeber einfließen. Dabei befassen sich die *IPEV Guidelines* ausschließlich mit der konzeptionellen Durchführung von Unternehmens- oder Anteilsbewertungen. Die inhaltliche Gestaltung des *Investor-*

<sup>626</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 7.

<sup>627</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 8.

<sup>628</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 9.

<sup>629</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 9.

<sup>630</sup> Vgl. Kussmaul und Weiler (2009), S. 170.

*reportings*, die Diskussion von Aspekten der *Corporate Governance* oder der Prüfung der ermittelten Wert durch einen Wirtschaftsprüfer oder eines unabhängigen Dritten sowie deren Qualifikation zählen nach Ansicht der Verfasser nicht zu den Aufgaben der *IPEV Guidelines*.<sup>631</sup> Gleichwohl geben die *IPEV Guidelines* Hinweise auf die Berücksichtigung von Bewertungsergebnissen im Rahmen des *Investorreportings*. Dies betrifft zum einen die Empfehlung, für jedes Finanzinstrument zu jedem Berichtszeitpunkt eine Ableitung des *Fair Values* vorzunehmen.<sup>632</sup> Zum anderen weisen die *IPEV Guidelines* darauf hin, dass die angewandten Bewertungsmethoden konsistent über mehrere Perioden hinweg angewandt werden sollen.<sup>633</sup> Diese Aspekte sind im Rahmen der Erstellung des *Investorreportings* zu beachten.

### 3.4.2.2 Finanzinstrumente und Bewertungsebenen

Hinsichtlich der Bewertung unterscheiden die *IPEV Guidelines* grundsätzlich zwischen börsennotierten und nicht-börsennotierten Finanzinstrumenten. Bei börsennotierten Finanzinstrumenten oder Beteiligungen (*quoted instruments*) bilden die zur Verfügung stehenden Marktpreise die vorrangige Basis zur Ableitung des *Fair Value*. Bei nicht-börsennotierten Beteiligungen (*unquoted investments*<sup>634</sup>), welche an keinem *aktiven Markt* gehandelt werden, sind entsprechende Annahmen hinsichtlich der Veräußerung zum Bewertungsstichtag zur Ableitung des *Fair Values* zugrunde zu legen.<sup>635</sup> Dazu empfehlen die *IPEV Guidelines* sechs unterschiedliche Bewertungsmethoden, wobei diejenige Methode angewandt werden soll, welche aufgrund der jeweiligen Bewertungssituation und angemessener Prämissensetzung am sinnvollsten erscheint. Die gleichzeitige Anwendung mehrere Methoden zur Plausibilisierung der erhaltenen Ergebnisse ist möglich.<sup>636</sup>

Im Rahmen der Bewertung von nicht-börsennotierten Beteiligungen wird zwischen dem Gesamtunternehmenswert (*enterprise value*) sowie letztendlich dem Wert einer Beteiligung oder eines Finanzinstruments (*value of investment*) unterschieden. Die Ableitung des *Fair Values* einer Beteiligung aus dem *Enterprise Value* erfolgt, über alle Bewertungsmethoden hinweg, mit Hilfe der in Tab. 3.13 dargestellten Vorgehensweise. Demnach ist in einem ersten Schritt der *Enterprise Value* des Portfoliounternehmens anhand einer oder mehrere geeigneter Bewertungsmethoden zu bestimmen.

<sup>631</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 7.

<sup>632</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 11.

<sup>633</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 15.

<sup>634</sup> Die Richtlinien unterscheiden explizit zwischen Quoted Instruments und Unquoted Investments, vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 11.

<sup>635</sup> Vgl. zu den Definitionskriterien eines aktiven Marktes Kapitel 3.4.2.3.

<sup>636</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 11.

Dieser ist in einem zweiten Schritt um zusätzlich vorhandene Vermögensgegenstände oder Schulden anzupassen oder zu bereinigen, um den angepassten Gesamtunternehmenswert (*adjusted enterprise value*) zu erhalten. Von diesem sind in einem dritten Schritt alle Finanzinstrumente abzuziehen, welche im Falle einer unterstellten Liquidation vorrangig vor dem zu bewertenden Finanzinstrument bedient werden, um den anteiligen Gesamtunternehmenswert (*attributable enterprise value*) zu erhalten. Ebenso sind auf dieser Stufe eventuelle Verwässerungseffekte von Finanzinstrumenten zu berücksichtigen. In einem vierten Schritt ist der anteilige Gesamtunternehmenswert auf die verbleibenden Finanzinstrumente des Portfoliounternehmens aufzuteilen, um den *Fair Value* des Finanzinstruments zu erhalten.<sup>637</sup>

<b>Bestimmung des Gesamtunternehmenswertes des Portfoliounternehmens</b>	<b>Enterprise Value of the Investee Company</b>
	+/- Surplus assets, excess liabilities, other contingencies and other relevant factors
<b>Berücksichtigung von vorrangigen Finanzinstrumenten</b>	<b>Adjusted Enterprise Value of the Investee Company</b>
	./ Financial instruments ranking ahead of the highest ranking instrument of the Fund in an liquidation scenario and taking into account the effect of any investment that may dilute the Fund's investment
<b>Bestimmung des anteiligen Fair Value der Beteiligung</b>	<b>Attributable Enterprise Value</b>
	Apportion between the company's relevant financial instruments according to their ranking and allocation of the amounts derived according to the Fund's holding in each financial investment
	<b>Fair Value of Financial Instrument</b>

Tab. 3.13: Fair Value-Bestimmung einer Beteiligung gem. IPEV Guidelines

Zur Ableitung des *Fair Value* einer Beteiligungen soll der Bewerter eine Bewertungsmethode anwenden, die im Licht der Natur, der Fakten und Umständen der Beteiligung und des Stellenwertes der Ableitung im Kontext des gesamten Beteiligungsportfolios als geeignet erscheint. Dabei sind angemessene Daten und Marktinformationen zugrunde zu legen sowie plausible Schätzungen und Annahmen zu treffen.<sup>638</sup> Die zwangsläufig in die Zukunft gerichteten Annahmen und Schätzungen sollen auf zum Bewertungsstichtag vorherrschenden Marktbedingungen beruhen, um einem Fremdvergleich (*arm's-length transaction*) Stand zu halten. Zur Beurteilung der Angemessenheit der Annahmen und Schätzungen können Ereignisse, welche sich nach dem Bewertungsstichtag ereigneten, in der Bewertung berücksichtigt werden, falls diese

<sup>637</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 12.

<sup>638</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 11.

zusätzliche Hinweise für die Bedingungen, welche am Bewertungsstichtag vorherrschen, liefern.<sup>639</sup> Obwohl die *IPEV Guidelines* auf eine entsprechende Sorgfalt hinweisen, raten diese nicht zu einer übertriebenen Vorsicht (*excessive caution*) bei der Bestimmung der Parameter.<sup>640</sup>

Sofern sich die Berichtswährung (*reporting currency*) von der Währung, in der Finanzinstrument bewertet wird, unterscheidet, soll die Umrechnung anhand des Geldkurses (*bid-price*) zum Bewertungsstichtag erfolgen.<sup>641</sup> Um die Konformität des *Fair Value-Konzept* mit dem der *IFRS* zu gewährleisten, wurden die Empfehlungen und Erläuterungen in den *IPEV Guidelines*, welche für Berichtsperioden ab dem 1. Juli 2009 anzuwenden sind, im Vergleich zur Vorgängerversion inhaltlich erweitert und präzisiert. So wird auf konkrete Empfehlungen zur Höhe von Bewertungsabschlägen (*marketability discounts*) verzichtet, welche gemäß *IFRS* prinzipiell im Sinne von Liquiditätsabschlägen für Finanzinstrumente, welche nicht an aktiven Märkten gehandelt werden, angewandt werden können.<sup>642</sup>

### 3.4.2.3 Bewertung börsennotierter Instrumente

Die Bewertung von Finanzinstrumenten, welche an aktiven Märkten (*active market*) gehandelt werden, soll ausschließlich anhand des festgestellten Geldkurses (*bid-price*) zum Bewertungsstichtag (*available market price*) erfolgen.<sup>643</sup> Ein Finanzinstrument gilt gemäß *IPEV Guidelines* dann als an einem aktiven Markt notiert, sofern bei Börsen, Händlern, Maklern, Industriegruppen, Preisagenturen oder Regulierungsbehörden jederzeit und regelmäßig Kurse abrufbar sind, welche auf Basis von tatsächlich und regelmäßig stattfindenden *arm's length* Markttransaktionen ermittelt werden. Die Definition der entsprechenden Handelsvolumina um Handelsfrequenzen, welche einen aktiven Markt für ein bestimmtes Finanzinstrument kennzeichnen, liegt im Ermessen des Bewerter.<sup>644</sup> Weitere Hilfestellung zur Definition von aktiven Märkten wird im Rahmen der *IPEV Guidelines* nicht gegeben.

Die eingeschränkte Hilfestellung der *IPEV Guidelines* hinsichtlich der Definition von aktiven Märkten ist verständlich, da dies in der Bewertungspraxis regelmäßig zu Schwierigkeiten und Konflikten führt. Die Nutzung von Börsenkursen zur Bestim-

<sup>639</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 12.

<sup>640</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 13.

<sup>641</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 14.

<sup>642</sup> Für börsennotierte Finanzinstrumente schließen die *IPEV Guidelines* Bewertungsabschläge bis auf wenige Ausnahmen grundsätzlich aus, vgl. Kapitel 3.4.2.3.

<sup>643</sup> Alternativ kann auch ein repräsentativer Wert zwischen Geld- und Briefkurs gewählt werden, sofern dieser konsistent angewandt wird, vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 23.

<sup>644</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 8.

mung von *Fair Values* orientiert sich an der Liquidität der gehandelten Finanzinstrumente. Aus ökonomischer Sicht stellt die Liquidität eines Marktes ein Indiz für dessen Effizienz dar.<sup>645</sup> Im Falle von Aktien können als Bezugsgröße zur Messung der Liquidität anhand des beobachtbaren Umsatzes entweder alle ausstehenden Aktien des Portfoliounternehmens oder lediglich der Streubesitz (*freefloat*) herangezogen werden.<sup>646</sup> Als Bezugsgröße dienen dann entweder alle ausstehenden Aktien oder lediglich das Volumen der im Streubesitz befindlichen Anteile.<sup>647</sup> Bei vergleichsweise wenigen oder seltenen Handelstransaktionen besteht die Gefahr, dass neue Informationen nicht in den Preisen berücksichtigt werden. Andererseits kann ein fehlender Handel auf ein Marktgleichgewicht hindeuten, da alle Marktteilnehmer den vorliegenden Kurs als angemessen erachten. Nach vorherrschender Meinung deuten geringe Handelsvolumina auf wenige liquide Märkte hin und erfordern die genaue Analyse der zugrunde liegenden Rahmenbedingungen.<sup>648</sup> Eine unreflektierte Übernahme von Börsenkursen als *Fair Values* von Finanzinstrumenten ist daher nicht geboten.

Neben der ökonomischen Diskussion wurden im Rahmen von Gerichtsverfahren Kriterien zur Definition der Liquidität von Aktien definiert. Diese basieren auf der Annahme, dass ein positiver Zusammenhang zwischen der Liquidität und der Ausgekraft des Börsenkurses besteht. Mangels einer eindeutigen ökonomischen Lösung des Zusammenhangs, welche prinzipiell den gerichtlichen Entscheidungen zugrunde gelegt werden könnte, lassen sich große Unterschiede in der bestehenden Rechtsprechung identifizieren.<sup>649</sup> Insgesamt wurden an deutschen Gerichten Bandbreiten von 2,5 bis 5 Prozent an Handelsvolumen der ausstehenden Aktien als notwendige Liquiditätskriterien definiert.<sup>650</sup> Neben dem Handelsvolumen ist auch der Anteil der Handelstage in die Betrachtung mit einzubeziehen. So setzt der Gesetzgeber zur Nutzung des Börsenkurses bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten voraus, dass in den letzten drei Monaten vor der Veröffentlichung des Angebots nicht an weniger als einem Drit-

<sup>645</sup> Vgl. Spremann und Gantenbein (2005), S. 11 f.

<sup>646</sup> Zum Streubesitz zählen alle Aktien, die nicht von Großaktionären gehalten werden, also vom breiten Publikum erworben und gehandelt werden können. Je höher der Streubesitzanteil ist, desto höher ist in der Regel die Handelbarkeit einer Aktie, vgl. [www.deutsche-boerse.de](http://www.deutsche-boerse.de).

<sup>647</sup> Vgl. Weber (2004), S. 299.

<sup>648</sup> Vgl. Reifschneider (2007), S. 24.

<sup>649</sup> Vgl. zur Untersuchung der Markteffizienz in Deutschland ausführlich Reifschneider (2007), S. 25 ff.

<sup>650</sup> Das BVerfG und der BGH betonen bei der Beurteilung des Börsenkurses die Bedeutung ausreichender Liquidität, ohne jedoch konkrete Vorgaben für Mindestanforderungen zu machen. Entsprechend variieren die festgelegten Grenzwerte: Während der BGH ein Handelsvolumen von 2,5 - 3,7 Prozent akzeptierte (vgl. BGH, Urteil v. 12.3.2001 – II ZB 15/00 (DAT/Altana)), forderte das OLG Düsseldorf eine Mindesthandelsvolumen von 5 Prozent, da sonst die Marktumstände nicht mehr richtig im Kurs reflektiert würden (OLG Düsseldorf, Urt. v. 31.1.2003 – 19 W 9/00 AktE). Dagegen sah das LG Dortmund bei einem Streubesitz von nur 4,8 Prozent die Preisbildung nicht gefährdet, da die betreffende Aktie regelmäßig gehandelt wurde (vgl. LG Dortmund, Urt. v. 18.11.2000 – 20 AktE 8/94), weiter Erläuterungen in Reifschneider (2007), S. 25 ff.

tel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind.<sup>651</sup> Diese Kriterien können dem Fondsmanagement sowie den Kapitalgebern Anhaltspunkte zur Beurteilung der Liquidität und somit des Vorliegens eines aktiven Marktes für eine Beteiligung liefern.

Die Anwendung von Bewertungsabschlägen (*marketability discounts*) ist bei börsennotierten Titeln grundsätzlich nicht vorgesehen. Eine Abweichung von dieser Regel sehen die *IPEV Guidelines* nur vor, sofern vertragliche, gesetzliche oder andere rechtliche Restriktionen einem Verkauf zum Bewertungsstichtag entgegen stehen. Die Höhe der individuellen Bewertungsabschläge bemisst sich dann anhand eines vergleichbaren Finanzinstruments, welches keine entsprechenden Verkaufsrestriktionen unterliegt.<sup>652</sup> Weitere Anhaltspunkte zur quantitativen Bemessung von Bewertungsabschlägen werden im Rahmen der *IPEV Guidelines* nicht zur Verfügung gestellt und liegen somit im Ermessen des Bewerter.

#### 3.4.2.4 Bewertung von nicht-börsennotierten Instrumenten

Liegen für ein Finanzinstrument die Voraussetzungen für einen *aktiven Markt* nicht vor, so soll die Ableitung des *Fair Values* gemäß *IPEV Guidelines* anhand einer oder mehrere alternativer Bewertungsmethoden erfolgen.<sup>653</sup> Dazu werden sechs unterschiedliche Bewertungsmethoden vorgeschlagen. Diese umfassen den Preis des letzten Investments (*price of recent investment*), Gewinnmultiplikatormethoden (*earnings multiples*), Nettovermögenswerte (*net assets*), Discounted Cashflow Verfahren auf Ebene des Portfoliounternehmens (*discounted cash flow or earnings of underlying business*) und auf Ebene der Beteiligung (*discounted cash flow or earnings from the investment*) sowie industriespezifische Bewertungsansätze (*industry valuation benchmarks*). Neben den folgenden Erläuterungen werden die wesentlichen Aspekte der einzelnen Bewertungsmethoden in Tab. 3.14 zusammengefasst.

##### *Price of Recent Investment*

Auf Basis der *Price of Recent Investment-Methode* kann die Bewertung einer Beteiligung (*investment*) zum einen anhand des ursprünglich bezahlten Kaufpreises der Beteiligung (*initial cost*) erfolgen. Zum anderen kann anhand zwischenzeitlich erfolgter Beteiligungen (*subsequent investments*) an dem Portfoliounternehmen, dessen Gesamtunternehmenswert und darauf aufbauend der *Fair Value* der Beteiligung zum Bewertungsstichtag abgeleitet werden. Um die bezahlten Kaufpreise von Drittparteien zugrunde zu legen, sind die jeweiligen Rahmenbedingungen zu überprüfen. So können

<sup>651</sup> Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV, mit weiteren Erläuterungen in Reifschneider (2007), S. 161.

<sup>652</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 23.

<sup>653</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 11.

unterschiedliche Verfügungsrechte, strategische Überlegungen zum Kauf oder vergleichsweise unbedeutende absolute Kaufpreiszahlungen den Vergleich erschweren oder keine ausreichende Vergleichsbasis zur Verfügung stellen.<sup>654</sup> Dies gilt auch im Zusammenhang mit Finanzierungsrunden, welche durch die bestehenden Anteilseigner durchgeführt werden. In diesem Zusammenhang ist der wirtschaftliche Hintergrund der Transaktion zu analysieren, um den bezahlten Kaufpreis als verlässlichen Indikator zur Bestimmung des *Fair Value* der Beteiligung heranzuziehen.<sup>655</sup>

<b>Bewertungsmethode</b>	<b>Erläuterung</b>
<b>Price of Recent Investment</b>	Bewertung anhand des ursprünglich bezahlten Kaufpreises ( <i>initial cost</i> ) oder eines signifikanten zwischenzeitlich erfolgten Erwerbs ( <i>subsequent investments</i> ) der Beteiligung.
<b>Earnings Multiples</b>	Bewertung anhand von Vergleichsunternehmen mit Hilfe von Börsen- oder Transaktionsmultiplikatoren (P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA).
<b>Net Assets</b>	Bewertung der einzelnen Vermögenswerte abzüglich Schulden (z.B. bei Immobiliengesellschaften oder im Liquidationsfall).
<b>Discounted Cash Flow or Earnings of Underlying Business</b>	Diskontierung der zukünftigen Zahlungsströme des Portfoliounternehmens mit Hilfe eines risikoadäquaten Kapitalisierungszinssatzes.
<b>Discounted Cash Flows from the Investment</b>	Diskontierung der zukünftigen Zahlungsströme, welche direkt dem Finanzinstrument zuzuordnen sind, mit Hilfe eines risikoadäquaten Kapitalisierungszinssatzes.
<b>Industry Valuation Benchmark</b>	Bewertung anhand spezifischer Bewertungsparameter einer Industrie, z.B. Preis pro Abonnement, falls in erster Linie der damit generierte Umsatz als Bewertungsgröße herangezogen werden kann.

Tab. 3.14: Bewertungsmethoden gem. IPEV Guidelines

<sup>654</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 15 f.

<sup>655</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 27.

Da der Unternehmens- oder Beteiligungswert in der Regel nicht über mehrere Perioden hinweg konstant ist, kann diese Methode nur für einen bestimmten Zeitraum nach dem Kauf- oder dem Verkauf einer Beteiligung angewandt werden. Dies zeigt sich insbesondere in Zeiten mit hoher Wertfluktuation, wie etwa während der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise, welche den Zeitraum zur Bewertung anhand des ursprünglichen Kaufpreises erheblich verkürzen können. Die Bestimmung dieses Zeitraums liegt gemäß *IPEV Guidelines* im Ermessen des Bewerter. Dieser sollte die Preisfindung der zurückliegenden Transaktion sorgfältig mit den am Bewertungsstichtag vorherrschenden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen vergleichen, um sich ein fundiertes Urteil über die Anwendbarkeit des ursprünglichen Kaufpreises zu bilden.

Sofern neben der *Price of Recent Investment-Methode* aufgrund der spezifischen Bewertungssituation keine weiteren alternativen Bewertungsmethoden angewandt werden können, kann die Plausibilisierung der ermittelten *Fair Values* anhand einer Einschätzung der mittlerweile erreichten Entwicklungsstufen (*milestones*) des Portfoliounternehmens im Vergleich zu anderen Unternehmen der Branche erfolgen. Dies soll dem Bewerter eine Einschätzung über die Gültigkeit der bezahlten Preise aus vergangenen Transaktionen erlauben.<sup>656</sup> Die Vorteile der *Price of Recent Investment-Methode* liegen zweifelsohne im direkten Bezug zu bezahlten Kauf- und damit im Idealfall zu Marktpreisen, welche auch im Rahmen einer *at arm's length transaction* zustande gekommen wären. Andererseits bietet insbesondere der Bezug zu Transaktionen mit Drittparteien sowie die Beurteilung der Angemessenheit von zurückliegenden Kaufpreisen zur Bestimmung des *Fair Value* anhand von erreichten oder nicht erreichten *Milestones* erheblichen Gestaltungsspielraum für den Bewerter. Dies gilt auch für die Festlegung der Gültigkeitsdauer der beobachteten Preise durch den Bewerter.

### *Earnings Multiple*

Die Anwendung von Gewinnmultiplikatoren (*earnings multiple*) setzt die Ableitung von nachhaltigen Gewinnen oder Cashflows voraus. Als Bezugsgrößen für mögliche Multiplikatoren schlagen die *IPEV Guidelines* den Jahresüberschuss, das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (*EBIT*) sowie das Ergebnis vor Zinsen, Steuern, und Abschreibungen auf materielle und immaterielle Vermögenswerte (*EBITDA*) vor. Allerdings geben die *IPEV Guidelines* den *EBITDA*-Multiplikatoren den Vorzug, um Finanzierungs-, Steuer- und Abschreibungseffekte zwischen den zu vergleichenden Unternehmen auszublenden. Als Multiplikatoren können grundsätzlich Marktmultiplikatoren (*market-based multiples*) von börsennotierten Vergleichsunternehmen oder Transaktionsmulti-

---

<sup>656</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 16 f.



pplikatoren anhand von vergleichbaren Unternehmenstransaktionen (*change in ownership*) zugrunde gelegt werden.<sup>657</sup> Die *IPEV Guidelines* sehen keine Präferenz für Markt- oder Transaktionsmultiplikatoren vor, sondern verweisen lediglich auf die Auswahl von Bewertungsmethoden, welche sich sehr stark am Marktgeschehen orientieren (*market-based measures*).<sup>658</sup>

Die Verwendung von Gewinnmultiplikatoren wird in erster Linie für etablierte Portfoliounternehmen empfohlen, welche eine aussagekräftige Berechnung von Unternehmenswerten anhand der angewandten Multiplikatoren erlauben. Die Vergleichsunternehmen sollten dabei ein ähnliches Risikoniveau sowie vergleichbare Gewinnaussichten wie das zu bewertende Unternehmen aufweisen.<sup>659</sup> Aufgrund der Präferenz der *IPEV Guidelines* zur Anwendung von marktbasierter im Vergleich zu fundamentalen Bewertungsmethoden kommt der Anwendung der Multiplikatormethode in der Praxis eine große Bedeutung zu. Durch den Ermessensspielraum des Bewerter zur Auswahl der Vergleichsunternehmen oder Vergleichstransaktionen sowie der Art der angewandten Multiplikatoren ist die Plausibilitätsprüfung der erzielten *Fair Values* anhand alternativer Bewertungsmethoden empfehlenswert.

#### *Net Assets*

Die Bewertung anhand der Nettovermögenswerte (*net assets*) kommt in erster Linie für Unternehmen in Betracht, deren Gesamtunternehmenswert sich überwiegend aus einzelnen Vermögensgegenständen zusammensetzt, welche sich nicht adäquat in der Ertragslage des Portfoliounternehmens widerspiegeln. Dazu zählen insbesondere Immobilien- oder Investmentgesellschaften. Darüber hinaus kann diese Methode zur Bewertung von Portfoliounternehmen angewandt werden, deren Liquidationswert über dem Fortführungswert liegt. Zur Bewertung der einzelnen Vermögensgegenstände sind wiederum geeignete Bewertungsmethoden auszuwählen.<sup>660</sup>

#### *Discounted Cash Flows or Earnings of Underlying Business*

Die *Discounted Cash Flow-Methoden* werden auch als fundamentale Bewertungsmethoden bezeichnet. Die Ableitung von *Fair Values* anhand fundamentaler Bewertungsmethoden beruht auf der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme (*cash flows*) auf den Bewertungsstichtag. Trotz der eindeutigen theoretischen Fundierung der Methoden, kann die Bestimmung der tatsächlichen Bewertungsparameter in der Praxis zu Schwierigkeiten und Diskussionsspielräumen führen. Zum ersten sind fundierte Annahmen zur voraussichtlichen Höhe und des Zeitpunkts der zukünftigen Zahlungs-

<sup>657</sup> Vgl. IPEV Guidelines S. 18.

<sup>658</sup> Vgl. IPEV Guidelines S. 15.

<sup>659</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 17 f.

<sup>660</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 20.

ströme zu treffen. Zum zweiten muss ein risikoadäquater Kapitalisierungszinssatz bestimmt werden, welcher die Risiken des Portfoliounternehmens adäquat widerspiegelt.<sup>661</sup> Neben der Bewertung anhand von Zahlungsströmen, erlauben die *IPEV Guidelines* alternativ auch die Bewertung anhand von Jahresüberschüssen (*earnings*).<sup>662</sup> Die Ausführungen der *IPEV Guidelines* zur Anwendung von fundamentalen Bewertungsmethoden beschränken sich auf eine rudimentäre Beschreibung der allgemeinen Vorgehensweise und Sachverhalte. Dies ermöglicht dem Fondsmanagement einen erheblichen Handlungsspielraum bei der technischen Umsetzung der Bewertung und erlaubt die Anwendung aller gängigen Verfahren von fundamentalen Bewertungsmethoden.<sup>663</sup> Da fundamentale Bewertungsverfahren in Theorie und Praxis zu den vergleichsweise aufwändigeren Verfahren zählen, werden der technische Umsetzungsgrad sowie die Qualität der Bewertungsergebnisse maßgeblich durch die bewertungstechnischen Kenntnissen und Erfahrungen des Bewerter determiniert.

Die Vorteile der fundamentalen Bewertungsmethoden liegen in der Flexibilität, auf Basis jedweder Art von Zahlungsströmen einen Unternehmenswert ableiten zu können. Dies erlaubt deren Anwendung auch in Fällen, in denen marktorientierte oder sonstige alternative Bewertungsverfahren nicht angewandt werden können. Dazu zählen beispielsweise Unternehmen in Restrukturierungsphasen oder junge Unternehmen in der Aufbauphase. Gleichzeitig erfordert dies entsprechende Annahmen und Einschätzungen des Bewerter hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens sowie der Ableitung eines risikoadäquaten Kapitalisierungszinssatzes. Diesen Nachteil der fundamentalen Bewertungsmethoden haben die *IPEV Guidelines* erkannt und schlagen die Anwendung dieser Methode in erster Linie zur Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse andere Bewertungsmethoden vor. Eine isolierte Anwendung dieser Methode soll gemäß *IPEV Guidelines* nur unter extremer Vorsicht und nur dann erfolgen, falls keine alternativen Bewertungsmethoden zur Verfügung stehen.<sup>664</sup>

#### *Discounted Cash Flow from the Investment*

Die *Discounted Cash Flow from the Investment-Methode* setzt für das einzelne Finanzinstrument direkt zuordenbare Zahlungs- oder Ertragsströme voraus. Die *IPEV Guidelines* empfehlen die Anwendung dieser Methode daher zum einen für Beteiligungen, deren Veräußerung zu im Wesentlichen bekannten Konditionen unmittelbar bevorsteht.<sup>665</sup> Zum anderen eignet sich die Methoden zur Bewertung von Fremdkapital-

<sup>661</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 19.

<sup>662</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 21.

<sup>663</sup> Zu den üblichen Verfahren zählen das Ertragswertverfahren, der Weighted Average Cost of Capital-Ansatz (WACC-Ansatz) sowie das Adjusted Present Value-Verfahren, vgl. zur Anwendung der Verfahren grundlegend die Werke von Drukarczyk und Schüler (2009), Ballwieser (2007) sowie Spremann (2004).

<sup>664</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 21.

<sup>665</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 21.

instrumenten (*debt or mezzanine debt*), deren Zahlungsströme von der zukünftigen Geschäftsentwicklung des Portfoliounternehmens weitestgehend unbeeinflusst bleiben.<sup>666</sup> Die Vor- und Nachteile dieser Methode sind größtenteils identisch zur Bewertung anhand der *Discounted Cash Flows or Earnings of Underlying Business*.

#### *Industry Valuation Benchmark*

Eine Reihe von Branchen hat sehr spezifische Bewertungsmaßstäbe. Dazu zählen beispielsweise der „Preis pro Bett“ bei Altersheimen oder der „Preis pro Abonnement“ bei Zeitschriften oder Bezahlfernsehsender. Diese Bewertungsmaßstäbe basieren in der Regel auf der Annahme, dass die Unterschiede in den Kostenstrukturen der Unternehmen innerhalb einer Branche vergleichsweise gering sind. Aufgrund des sehr hohen Aggregationsgrades dieser Wertmaßstäbe sollten diese in erster Linie zur Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse andere Bewertungsmethoden eingesetzt werden.<sup>667</sup> Die Vorgehensweise gleicht der Anwendung von Gewinnmultiplikatoren.

Die vorgeschlagenen Bewertungsmethoden stellen in Wissenschaft und Praxis anerkannte Methoden zur Bewertung von Unternehmen dar. Die Einschätzung der Angemessenheit zur Anwendung einer oder mehrerer dieser Bewertungsmethoden liegt grundsätzlich im Ermessen des Bewerter.<sup>668</sup> Dies setzt ein fundiertes Wissen des Bewerter zur fachgerechten Anwendung der Methoden voraus, da deren praktische Umsetzung in den *IPEV Guidelines* nur ansatzweise skizziert wird. Im Gegenzug erlauben die damit verbundenen Freiheiten, bei sachgerechter Anwendung durch den Bewerter, individuell auf die spezifische Unternehmenssituation einzugehen.<sup>669</sup> Durch den Vergleich der Ergebnisse mehrerer Bewertungsmethoden kann die Qualität der Bewertung verbessert und ein robuster *Fair Value* abgeleitet werden.<sup>670</sup>

Die Anwendung der Bewertungsmethoden in speziellen Bewertungssituationen, wie etwa bei internen Finanzierungsrunden (*insider funding rounds*), ausfallgefährdeten Märkten (*distressed markets*), Brückenfinanzierungen (*bridge financing*), Mezzanine-Darlehen (*mezzanine loans*), endfälligen Zinszahlungen (*rolled up loan interest*), indikativen Angebote (*indicative offers*) oder bei der Behandlung von Strukturierungseffekten (*impacts from structuring*), werden im zweiten Abschnitt der *IPEV Guidelines* gesondert erläutert.<sup>671</sup>

<sup>666</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 22.

<sup>667</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 22.

<sup>668</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 11.

<sup>669</sup> Vgl. Diller (2007), S. 82.

<sup>670</sup> Vgl. Diller (2007), S. 87.

<sup>671</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 27 – 30.

### 3.4.2.5 Rangfolge der Bewertungsmethoden

Zur Ableitung des *Fair Values* von an aktiven Märkten gehandelten Beteiligungen wird gemäß *IPEV Guidelines* ausschließlich der entsprechende Börsenkurs zum Berichtszeitpunkt zugrunde gelegt.<sup>672</sup> Die Auswahl der Bewertungsmethode zur Bestimmung des *Fair Values* eines nicht an einem aktiven Markt gehandelten Finanzinstruments liegt prinzipiell im Ermessen des Bewerter.<sup>673</sup> Dennoch sollte gemäß *IPEV Guidelines* bei der Auswahl denjenigen Bewertungsmethoden Vorrang eingeräumt werden, welche in erster Linie auf aus dem Markt abgeleiteten Rendite- und Risikokennziffern beruhen.<sup>674</sup> Vor diesem Hintergrund können die vorgeschlagenen Bewertungsmethoden in Abhängigkeit von der Charakteristik des zu bewertenden Portfoliounternehmens in primäre und sekundäre Bewertungsmethoden eingeteilt werden (vgl. Tab. 3.15).

<b>Charakteristik des Portfoliounternehmens</b>	<b>Primäre Bewertungsmethoden</b>	<b>Sekundäre Bewertungsmethoden</b>
Unternehmen ohne signifikante Umsätze, positive Erträge oder Cash Flows	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Price of Recent Investment</li> <li>▪ (Net Assets)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Comparable Company or Transaction</li> <li>▪ Industry Valuation Benchmark</li> <li>▪ Discounted Cash Flows</li> </ul>
Unternehmen mit Umsätzen aber ohne signifikante positive Erträge oder Cash Flows.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Price of Recent Investment</li> <li>▪ (Net Assets)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Multiples of Revenue</li> <li>▪ Discounted Cash Flows</li> <li>▪ Industry Valuation Benchmark</li> </ul>
Unternehmen mit Umsätzen, nachhaltigen Erträgen oder positiven Cash Flows	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Price of Recent Investment</li> <li>▪ Earnings Multiple</li> <li>▪ (Net Assets)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Discounted Cash Flows</li> <li>▪ Industry Valuation Benchmark</li> </ul>

Tab. 3.15: Auswahl der Bewertungsmethoden gem. IPEV Guidelines

Für Unternehmen ohne signifikante Umsätze, positive Erträge oder *Cash Flows*, empfehlen die *IPEV Guidelines* in erster Linie die Anwendung der *Price of Recent Investment-Methode*.<sup>675</sup> Alternativ kann nach vergleichbaren Unternehmen oder Transaktionen (*comparable company or transaction*) gesucht werden, aus denen sich ein

<sup>672</sup> Vgl. Kapitel 3.4.2.3.

<sup>673</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 11.

<sup>674</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 15.

<sup>675</sup> Vgl. IPEV Guidelines (2009), S. 16.

entsprechender *Fair Value* für das Portfoliounternehmen ableiten lässt.<sup>676</sup> In welcher Art und Weise diese Ableitung erfolgen soll, lassen die *IPEV Guidelines* allerdings offen. Eine weitere Alternative stellt gemäß *IPEV Guidelines* die Anwendung von industriespezifischen Bewertungsansätzen (*industry valuation benchmarks*) dar.<sup>677</sup> Für den Fall, dass sonst keine Bewertungsmethoden als geeignet erscheinen, können zur Bewertung von jungen Unternehmen auch *Discounted Cash Flow-Methoden* angewandt werden. Aufgrund der dafür notwendigen Annahmen hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung des Portfoliounternehmens und der damit verbundenen Bewertungsparameter soll dies allerdings nur mit extremer Vorsicht erfolgen.<sup>678</sup> Sobald ein Portfoliounternehmen über signifikante Umsätze verfügt, kann die Bewertung darüber hinaus anhand von Umsatzmultiplikatoren (*multiples of revenue*) erfolgen.<sup>679</sup> Bei Unternehmen mit Umsätzen, nachhaltigen Erträgen oder positiven Cash Flows empfehlen die *IPEV Guidelines* als primäre Bewertungsmethode neben der *Price of Recent Investment-Methode* in erster Linie die Anwendung von Gewinnmultiplikatoren (*earnings multiple*).<sup>680</sup>

Die Auswertung der *IPEV Guidelines* zeigt, dass die Bewertung eines Finanzinstruments aufgrund des ursprünglich bezahlten Kaufpreises oder einer zwischenzeitlich erfolgten Transaktion (*price of recent investment*) innerhalb eines begrenzten Zeitraums grundsätzlich zu bevorzugen ist.<sup>681</sup> Ebenso können die fundamentalen Bewertungsmethoden für jede Art von Zahlungsströmen als sekundäre Bewertungsmethode angewandt werden. Aufgrund ihrer Flexibilität eignen sie sich insbesondere zur Plausibilisierung der Ergebnisse der übrigen Bewertungsmethoden. Auf die isolierte Anwendung der *Discounted Cashflow-Methoden* als primäre Bewertungsmethode sollte allerdings aufgrund der damit verbundenen Annahmen und Schätzungen gemäß *IPEV Guidelines* weitestgehend verzichtet werden.<sup>682</sup>

Falls dem Bewerter mehrere Methoden als geeignet erscheinen, können die unterschiedlichen Bewertungsergebnisse für Plausibilitätszwecke genutzt werden. In jedem Fall sollen die ausgewählten Bewertungsmethoden konsistent von Periode zu Periode angewandt werden. Von dieser Prämisse soll nur abgewichen werden, sofern dadurch eine verbesserte Schätzung des *Fair Value* erreicht wird. Vor diesem Hintergrund sind häufige Wechsel in der Bewertungsmethode während der Laufzeit oder der Haltedauer

<sup>676</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 16.

<sup>677</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 16.

<sup>678</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 21.

<sup>679</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 17.

<sup>680</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 17.

<sup>681</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 16.

<sup>682</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 21.

eines Finanzinstruments nicht zu erwarten.<sup>683</sup> Allerdings erlauben die *IPEV Guidelines* in der Konsequenz dem Fondsmanagement einen breiten Spielraum hinsichtlich der Auswahl und der Anwendung von Bewertungsmethoden sowie der Bestimmung der Bewertungsparameter.<sup>684</sup> Dies kann zu einem starken Auseinanderfallen der Bewertungsergebnisse verschiedener Bewerter, wie etwa des Fondsmanagements oder externer Gutachter, führen.

### 3.4.2.6 Kongruenz mit den Vorschriften der IFRS

Neben dem *Investorreporting* sind die Beteiligungen der aktiven Beteiligungsgesellschaften an den Portfoliounternehmen für Zwecke der gesetzlichen Finanzberichterstattung regelmäßig zu bewerten. Dazu sind in Deutschland auf Ebene des Einzelabschlusses für alle Unternehmen verpflichtend die Vorschriften des HGB anzuwenden.<sup>685</sup> Darüber hinaus ist der Konzernabschluss von kapitalmarktorientierten Mutterunternehmen anhand der Vorschriften der *IFRS* aufzustellen.<sup>686</sup> Für einen möglichen Konzernabschluss nicht-kapitalmarktorientierter Unternehmen besteht ein Wahlrecht zwischen der Anwendung des HGB oder der *IFRS*.<sup>687</sup> Dies kann bei aktiven Beteiligungsgesellschaften zu einer mehrfachen Vermögenswertermittlung für die Zwecke des Einzel- und Konzernabschlusses sowie des *Investorreportings* führen.<sup>688</sup> Vor diesem Hintergrund erheben die *IPEV Guidelines* den Anspruch, dass deren konsequente Anwendung zu einer *IFRS-konformen* Ableitung von *Fair Values* für die Beteiligungen an den Portfoliounternehmen führt.<sup>689</sup>

#### *Vergleich des Fair Value-Begriffs von IFRS und IPEV Guidelines*

Die *IFRS* enthalten für eine einheitliche und übergreifende Erfassung der Wertkonzeption des *Fair Value*<sup>690</sup> keinen gesonderten Standard.<sup>691</sup> Vielmehr werden Ermittlungsvorschriften in einzelnen Standards gegeben, welche allerdings grundsätzlich deckungsgleich sind.<sup>692</sup> Demnach entspricht der *Fair Value jenem Betrag, zu dem zwi-*

<sup>683</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 15.

<sup>684</sup> Vgl. Cumming, Gill und Walz (2009), S. 11.

<sup>685</sup> Neben der Informationsfunktion sind an den handelsrechtlichen Einzelabschluss bestimmte Rechtsfolgen geknüpft, welche die zwingende Anwendung der Vorschriften des HGB erfordern. Dazu zählen insbesondere die Bemessung der Gewinnverteilung zwischen den Anteilseignern, die Ermittlung der steuerlichen Bemessungsgrundlage sowie weitere haftungsrechtliche Konsequenzen hinsichtlich der Erbringung der Einlage durch die Anteilseigner, vgl. Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (2008), S. 12 f.

<sup>686</sup> Vgl. dazu Kapitel 3.1.2.

<sup>687</sup> Vgl. § 315a Abs. 3 HGB.

<sup>688</sup> Vgl. Kussmaul und Weiler (2009), S. 164.

<sup>689</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 7.

<sup>690</sup> In der deutschen Übersetzung wird gleichbedeutend der Begriff des beizulegenden Zeitwerts angewandt.

<sup>691</sup> Allerdings bemüht sich das IASB um einen einheitlichen Standard und veröffentlichte dazu am 28. Mai 2009 einen Exposure Draft „Guidance on Fair Value Measurement“, vgl. [www.iasb.org](http://www.iasb.org).

<sup>692</sup> Vgl. Kussmaul und Weiler (2009), S. 168.

schen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartner ein Vermögenswert getauscht oder eine Schuld abgelöst beziehungsweise übertragen werden könnte.<sup>693</sup> Damit ist unter dem *Fair Value* gemäß IFRS ein Marktwert oder Verkehrswert zu verstehen, der sich im Rahmen einer marktüblichen aber hypothetischen Transaktion zwischen voneinander unabhängigen und dabei sachverständigen Marktpartnern einstellt.<sup>694</sup> Dieser Definition entspricht sinngemäß die Definition des *Fair Value*-Begriffs der IPEV Guidelines.<sup>695</sup> Dies schafft die theoretische Grundlage zur einheitlichen Ableitung von Beteiligungsbuchwerten für das Investorreporting gemäß IPEV Guidelines sowie für die Finanzberichterstattung gemäß IFRS.

### Methoden zur Bilanzierung von Beteiligungen

Die Bewertung und Darstellung von Beteiligungen im IFRS-Konzernabschluss wird primär durch die mit der Beteiligung verbundenen Möglichkeiten zur Einflussnahme oder zur Beherrschung (*control*) des Portfoliounternehmens determiniert.<sup>696</sup> Dazu unterscheiden die IFRS in folgender Reihenfolge mit zunehmenden Mitspracherechten des Anteilseigners zwischen der Bilanzierung von Beteiligungsunternehmen (*investment*), assoziierten Unternehmen (*associate*), Gemeinschaftsunternehmen (*jointly controlled entity*) sowie Tochterunternehmen (*subsidiary*). Die Beteiligung an einem Beteiligungsunternehmen, mit der definitionsgemäß keine oder nur geringe Einflussmöglichkeiten verbunden sein können, wird im IFRS-Konzernabschluss als Finanzinstrument bewertet.<sup>697</sup> Gemäß IAS 39 werden Finanzinstrumente in die vier Bewertungskategorien erfolgswirksam zum *Fair Value* bewertete finanzielle Vermögenswerte oder finanzielle Verbindlichkeiten (*financial assets or financial liabilities at fair value through profit or loss*), bis zur Endfälligkeit gehaltene Finanzinvestitionen (*held-to-maturity investments*), Kredite und Forderungen (*lans and receivables*) sowie zur Veräußerung verfügbare finanzielle Vermögenswerte (*available for sale financial assets through equity*) eingeordnet.<sup>698</sup>

Sofern die noch zu diskutierenden Regeln für assoziierte Unternehmen, Gemeinschaftsunternehmen oder Tochterunternehmen nicht anzuwenden sind, fallen die Beteiligungen von aktiven Beteiligungsgesellschaften in der Regel in die beiden Bewertungskategorien *Financial Assets at Fair Value through Profit and Loss (FVTPL)* sowie *Available for Sale Financial Assets through Equity (ASE)*. In der Kategorie

<sup>693</sup> Vgl. IFRS 2.BC85; IAS 16.6; IAS 18.7; IAS 21.8; IAS 32.11; IAS 38.8; IAS 39.9; IAS 40.5; IAS 41.8.

<sup>694</sup> Vgl. Kussmaul und Weiler (2009), S. 168.

<sup>695</sup> Vgl. zum Fair Value-Begriff der IPEV Guidelines Kapitel 3.4.2.1.

<sup>696</sup> Vgl. zur Idee des Stufenkonzepts Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (2008), S. 752 ff.

<sup>697</sup> Vgl. Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (2008), S. 754.

<sup>698</sup> Vgl. Kussmaul und Weiler (2009), S. 167.

*FVTPL* werden die Beteiligungen grundsätzlich zum *Fair Value* bewertet. Die laufenden Wertveränderungen der Beteiligungen, unabhängig davon ob realisiert oder unrealisiert, werden erfolgswirksam in den sonstigen betrieblichen Erträgen oder in den Abschreibungen erfasst. Nur wenn die Beteiligungen nicht auf einem aktiven Markt gehandelt werden und deren *Fair Value* nicht zuverlässig geschätzt werden kann, sind diese Hilfsweise mit dem niedrigeren Wert aus Anschaffungskosten oder dem *Fair Value* zu bilanzieren.<sup>699</sup> Beteiligungen, welche zum Verkauf stehen und daher der Kategorie *AVS* zugeordnet werden, sind ebenfalls mit ihrem *Fair Value* in der Bilanz anzusetzen. Im Gegensatz zur Kategorie des *FVTPL* werden Wertveränderungen allerdings nicht erfolgswirksam in der Gewinn- und Verlustrechnung, sondern erfolgsneutral direkt im Eigenkapital erfasst.<sup>700</sup>

In Bezug auf die Einflussnahme folgen den Beteiligungsunternehmen die assoziierten Unternehmen, welche dem bilanzierenden Unternehmen einen *maßgeblichen Einfluss* gewähren.<sup>701</sup> Die Beteiligungen an assoziierten Unternehmen werden grundsätzlich nach der *Equity-Methode* bilanziert.<sup>702</sup> Auf der nächsten Stufe folgen Gemeinschaftsunternehmen, welche von zwei oder mehreren ökonomisch selbständigen Partnerunternehmen gemeinschaftlich geführt werden.<sup>703</sup> Für die Bilanzierung von Gemeinschaftsunternehmen sehen die *IFRS* ein grundsätzliches Wahlrecht zwischen der Anwendung der *Equity-Methode* oder der *Quotenkonsolidierung* vor.<sup>704</sup>

Für die Kapitalgeber sind die im Rahmen einer *at equity* oder *Quotenkonsolidierung* im Konzernabschluss einer Beteiligungsgesellschaft zur Verfügung gestellten Informationen nur von geringer Relevanz.<sup>705</sup> Dies hat der Gesetzgeber erkannt und Wagniskapital-Organisationen (*venture capital organisation*), aktiv gemanagte Investmentfonds (*mutual fund*), passiv gemanagte Investmentfonds (*unit trust*) oder ähnliche Unternehmen sowohl bei Beteiligungen an assoziierten Unternehmen als auch im Falle von Gemeinschaftsunternehmen von der Anwendung dieser Vorschriften befreit. Stattdessen erfolgt die Bilanzierung dieser Beteiligungen anhand der

<sup>699</sup> Vgl. IAS 39.46; Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (2008), S. 543 f.

<sup>700</sup> Vgl. IAS 39.46; Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (2008), S. 546 f.

<sup>701</sup> Verfügt ein Anteilseigner direkt oder indirekt über mehr als 20 Prozent der Stimmrechte, so wird der maßgebliche Einfluss widerlegbar vermutet (IAS 28.6). Ein maßgeblicher Einfluss kann sich beispielsweise auch aufgrund einer Sperrminorität begründen, wodurch der Anteilseigner einen erheblichen Einfluss auf die Geschäftspolitik des assoziierten Unternehmens ausüben kann, vgl. Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (2008), S. 754.

<sup>702</sup> Die Equity-Methode basiert auf der jährlichen Fortschreibung des Beteiligungswertansatzes entsprechend dem Anteil am Jahreserfolg des assoziierten Unternehmens, ein Jahresüberschuss erhöht, ein Jahresfehlbetrag vermindert den Wertansatz, vgl. Küting und Weber (2008), S. 361.

<sup>703</sup> Vgl. Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (2008), S. 753.

<sup>704</sup> Vgl. zum Wahlrecht IAS 31.30. Anhand der Quotenkonsolidierung werden Vermögenswerte, Schulden, Erträge und Aufwendungen des Gemeinschaftsunternehmens beteiligungsproportional in den Konzernabschluss des Partnerunternehmens einbezogen, vgl. Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (2008), S. 760.

<sup>705</sup> Vgl. Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (2008), S. 755.



bereits erläuterten Vorgehensweise des *IAS 39* zum *Fair Value* als Finanzinstrumente.<sup>706</sup> Die *IFRS* enthalten keine genaue Definition von Wagniskapital-Organisationen oder Investmentfonds, womit aktive Beteiligungsgesellschaften grundsätzlich diesem Investorenkreis zugeordnet werden können.

Allerdings gilt diese Ausnahmeregelung nicht für Beteiligungsgesellschaften, welche über eine Beherrschungsmöglichkeit (*control*) über das Portfoliounternehmen verfügen.<sup>707</sup> Vielmehr weisen die *IFRS* explizit daraufhin, dass auch Investoren wie etwa *Private Equity Funds* oder Investmentfonds, hinsichtlich der von ihnen kontrollierten Portfoliounternehmen die Konsolidierungspflicht zu prüfen haben.<sup>708</sup> Liegen die entsprechenden Voraussetzungen vor, ist das Portfoliounternehmen vollständig im Konzernabschluss zu berücksichtigen. Somit steht im *IFRS-Konzernabschluss* einer Beteiligungsgesellschaft, abhängig von der jeweiligen Beteiligungsquote, die Kommunikation von *Fair Values* einer Beteiligung der vollständigen Konsolidierung des Portfoliounternehmens gegenüber.

#### *Bestimmung des Fair Value von Finanzinstrumenten*

Die Ableitung von *Fair Values* der als Finanzinstrumente im *IFRS-Konzernabschluss* ausgewiesenen Beteiligungen an den Portfoliounternehmen folgt der sogenannten *Fair Value-Hierarchie* der *IFRS*.<sup>709</sup> Demnach hat zunächst eine marktbasierete Begutachtung anhand der sich auf einem aktiven Markt ergebenden Preise für die Beteiligungen zu erfolgen.<sup>710</sup> Um die Kriterien eines aktiven Marktes zu erfüllen, wird die Homogenität der gehandelten Vermögenswerte, die jederzeitige Existenz von vertragswilligen Käufern und Verkäufern für den betrachteten Vermögenswert sowie die öffentliche Verfügbarkeit der Preise vorausgesetzt.<sup>711</sup> Sofern keine aktuellen Werte eines aktiven Marktes vorliegen, können stellvertretend die letzten vorliegenden Werte verwandt werden.<sup>712</sup> Erst wenn eine Marktbetrachtung nicht möglich ist, da die Beteiligung an keinem aktiven Markt gehandelt wird, sehen die *IFRS* die Anwendung anerkannter Bewertungsverfahren, wie etwa auf Basis von Marktdaten geschätzte Werte oder die Berechnung von Barwerten zukünftiger Zahlungsströme, vor.<sup>713</sup>

<sup>706</sup> Vgl. Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (2008), S. 755.

<sup>707</sup> Eine Beherrschungsmöglichkeit (Control) ist nach IAS 27.4 dann gegeben, wenn das Mutterunternehmen die Möglichkeit und die Absicht hat, die Finanz- und Geschäftstätigkeit des Tochterunternehmens so zu bestimmen, dass es aus dessen Aktivitäten einen Nutzen ziehen kann. Dies wird gem. IAS 27.13 immer dann vermutet, wenn ein Mutterunternehmen direkt oder indirekt über mehr als die Hälfte der Stimmrechte verfügt, vgl. Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (2008), S. 147.

<sup>708</sup> Vgl. IAS 27.16; Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (2008), S. 146.

<sup>709</sup> Vgl. Ballwieser, Küting und Schildbach (2004), S. 529 f.

<sup>710</sup> Vgl. IAS 39.AG71.

<sup>711</sup> Vgl. IAS 38.8; Kussmaul und Weiler (2009), S. 168.

<sup>712</sup> Vgl. IAS 39.AG72.

<sup>713</sup> Vgl. IAS 39.AG74; Kussmaul und Weiler (2009), S. 169.

Die Definition aktiver Märkte der *IPEV Guidelines* stimmt sinngemäß mit dieser Definition der *IFRS* überein.<sup>714</sup> Ebenso folgen die *IPEV Guidelines* der aufgezeigten Bewertungshierarchie von Finanzinstrumenten, indem die Bewertung von börsennotierten Instrumenten zunächst anhand von Börsenkursen erfolgen soll. Erst wenn keine aktiven Märkte vorhanden sind, kommen auch gemäß *IPEV Guidelines* alternative Bewertungsmethoden zum Einsatz, wobei anhand der situationsabhängigen Empfehlung zur Auswahl bestimmter Bewertungsmethoden den marktorientierten Bewertungsmethoden grundsätzlich Vorrang eingeräumt wird. Dies ermöglicht die prinzipielle Zuordnung der empfohlenen Bewertungsmethoden der *IPEV Guidelines* zu den Hierarchiestufen der *IFRS* (vgl. Tab. 3.16).

IAS 39 Finanzinstrumente		IPEV Guidelines
<b>Aktiver Markt</b>		
1.	Notierte Preise identischer Finanzinstrumente	Geldkurs zum Bewertungsstichtag
2.	Notierte Preise zeitnaher Transaktionen identischer Finanzinstrumente	Börsenkurs der jüngsten Transaktion vor dem Bewertungsstichtag
<b>Kein aktiver Markt</b>		
3.	Jüngste Transaktion zwischen sachverständigen, vertragswilligen und unabhängigen Geschäftspartnern	<i>Price of Recent Investment</i>
4.	Aktuelle <i>Fair Values</i> eines anderen, im Wesentlichen identischen Finanzinstruments	<i>Earnings Multiples</i>
5.	Bewertungsmodelle	<i>Discounted Cash Flows</i>

Tab. 3.16: Vergleich der Fair Value-Hierarchie von IFRS und IPEV Guidelines

Die gezeigte Kongruenz des *Fair Value-Begriffs* sowie der Bewertungshierarchie zwischen den *IPEV Guidelines* sowie den *IFRS* bildet die Grundlage zum Ausweis von einheitlichen Beteiligungsbuchwerten im *Investorreporting* sowie in der Finanzberichterstattung gemäß *IFRS*.<sup>715</sup> Allerdings weisen die *IPEV Guidelines* im Vergleich zu

<sup>714</sup> Vgl. Kapitel 3.4.2.3.

<sup>715</sup> Diese Aussage gilt ausschließlich für die Anwendung der IPEV Guidelines (2009), da deren Vorgängerversion in bestimmten Fällen die pauschale Anwendung von Marktabschlägen (marketability discounts) auf die ermittelten Unternehmenswerte empfahl, vgl. IPEV Guidelines (2006), S. 10. Diese Vorgehensweise steht nicht im Einklang mit den Vorschriften der IFRS.

den *IFRS* einen weitaus geringeren Umfang und Detaillierungsgrad auf. Dies erlaubt auf Basis der gezeigten Kongruenz die Abbildung von *IFRS-konformen Fair Values* von als Finanzinstrumenten gehaltenen Beteiligungen im *Investorreporting*, um die Vorgaben der *IPEV Guidelines* vollständig zu erfüllen. Im umgekehrten Fall sind die alleine auf Basis der *IPEV Guidelines* ermittelten *Fair Values* kritisch auf die Einhaltung der vergleichsweise detaillierteren Vorgaben der *IFRS* zu überprüfen.<sup>716</sup>

Die grundsätzliche Konformität von *IPEV Guidelines* und *IFRS* hinsichtlich der Vorgehensweise zur Bewertung von Beteiligungen ist sowohl aus Sicht des Fondsmanagements als auch der Kapitalgeber vorteilhaft. Für das Fondsmanagement stehen dabei in erster Linie Effizienzgewinne im Vordergrund, da einheitliche Bewertungsstandards den Verwaltungsaufwand reduzieren helfen und somit zu schlankeren administrativen Strukturen führen können. Die Kapitalgeber profitieren neben einer möglichen Partizipation an den reduzierten Verwaltungsaufwendungen in erster Linie von der direkten Vergleichbarkeit des *Investorreportings* mit der gesetzlichen Finanzberichterstattung gemäß *IFRS*. Um die beabsichtigte Konformität der *IPEV Guidelines* mit den *IFRS* auch in Zukunft zu gewährleisten, weisen die Verfasser der *IPEV Guidelines* daraufhin, dass Änderungen der *IFRS* zu einer entsprechenden Überprüfung der *IPEV Guidelines* führen werden.<sup>717</sup>

### *Konsolidierung von Portfoliounternehmen*

Im Wege der Vollkonsolidierung werden anstelle des Beteiligungsbuchwertes die einzelnen Aktiva und Passiva des beherrschten Portfoliounternehmens in den Konzernabschluss der Beteiligungsgesellschaft einbezogen.<sup>718</sup> Die Zugangsbewertung der einzelnen Vermögenswerte, Schulden und Eventualverbindlichkeiten der Portfoliounternehmen erfolgt gemäß *IFRS 3* zwingend zum *Fair Value*.<sup>719</sup> Im Hinblick auf aktive Beteiligungsgesellschaften führt dies zu einer konsolidierten Darstellung von Portfolio- und Fondsebene. Im Gegensatz dazu sind die Kapitalgeber einer Beteiligungsgesellschaft in erster Linie an der individuellen Wertentwicklung der Portfoliounternehmen interessiert. Insofern steht diese Gesamtbetrachtung der Vermögenswerte und Schulden, was vor allen Dingen bei Industrieunternehmen von Vorteil sein kann, im Widerspruch zur beschriebenen Intermediärfunktion der Beteiligungsgesellschaft.

<sup>716</sup> Untersuchungen zeigen, dass Private Equity Funds, welche die *IPEV Guidelines* anwenden, in der Regel auch die Vorgaben des *IAS 39* erfüllen, vgl. Mathonet und Gauthier (2006), S. 61.

<sup>717</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 7.

<sup>718</sup> Vgl. zur Aufstellung und Darstellung von Konzernabschlüssen *IAS 27* i.V.m. *IFRS 3.6*.

<sup>719</sup> Die Zugangsbewertung erfolgt gem. *IFRS 3.14* anhand der Erwerbsmethode (*Purchase Method*). Dazu sind die Anschaffungskosten der Beteiligung zu identifizieren und diese auf die Vermögenswerte und Schulden des erworbenen Portfoliounternehmens im Rahmen einer Kaufpreisverteilung (*Purchase Price Allocation*) zu verteilen, vgl. *IFRS 3.16*. Dies führt in der Regel zur Identifikation und Bewertung von selbsterstellten immateriellen Vermögenswerten, welche bisher in der Bilanz des Portfoliounternehmens nicht ausgewiesen wurden, vgl. *IDW RS HFA 16*, S. 3.

Vor diesem Hintergrund stellt die Konsolidierungspflicht von Portfoliounternehmen, auf die eine Beherrschungsmöglichkeit ausgeübt werden kann, ein insbesondere zwischen den Branchenvertretern von *Private Equity Funds* und dem Gesetzgeber seit langem kontrovers diskutiertes Thema dar. Aus Sicht der Branchenvertreter stellen konsolidierte Jahresabschlüsse für die Kapitalgeber keine geeignete Basis zur Beurteilung der Rentabilität einer Beteiligungsgesellschaft dar. Nach ihrer Ansicht sind die gemäß den *IFRS* erstellten konsolidierten Jahresabschlüsse der Beteiligungsgesellschaften seit Einführung der Konsolidierungspflicht von Portfoliounternehmen gemäß *IAS 27* im Januar 2005 nur von eingeschränkter Bedeutung für Kapitalgeber und Fondsmanagement.<sup>720</sup> Vor diesem Hintergrund enthalten die *IPEV Guidelines* verständlicher Weise keine Vorgaben zur Konsolidierung von Portfoliounternehmen, um im Rahmen des *Investorreportings* ausschließlich die Abbildung von *Fair Values* zu gewährleisten.

Nach der Erstkonsolidierung der Portfoliounternehmen sind laufende Wertminderungen gemäß *IFRS 36* festzustellen (*impairment test*) und zu erfassen. Eine Wertminderung liegt vor, sofern der Buchwert (*carrying amount*) den erzielbaren Betrag (*recoverable amount*) eines Vermögensgegenstandes oder einer Zahlungsmittel generierenden Einheit übersteigt.<sup>721</sup> Der *Recoverable Amount* ist gemäß *IAS 36.6* der höhere Wert aus dem *Fair Value* abzüglich von Verkaufskosten (*fair value less cost to sell*) und dem Nutzungswert (*value in use*).<sup>722</sup> Im Gegensatz zum *Fair Value less Cost to Sell*, welcher auf einer theoretischen Veräußerung des Vermögensgegenstandes basiert, unterstellt der *Value in Use* den Verbleib des Vermögensgegenstandes im Unternehmen und stellt den Barwert der aus der künftigen Nutzung erzielbaren Cashflows dar.<sup>723</sup>

Die Bewertung von Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen gehört seit Jahrzehnten zu den in Theorie und Praxis intensiv diskutierten betriebswirtschaftlichen Themengebieten. Aus diesem Grund entwickelte das *Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW)* als Verbandsorgan des Berufsstandes der Wirtschaftsprüfer entsprechende Standards zur Durchführung von Unternehmensbewertungen. Diese sollten in Abhängigkeit vom Anlass und dem Zweck einer Unternehmensbewertung eine einheitliche Vorgehensweise innerhalb des Berufsstandes zu gewährleisten.<sup>724</sup> Vor diesem Hintergrund werden insbesondere die bewertungstechnischen Fragestellungen zu diesem

<sup>720</sup> Vgl. beispielhaft IPEV Board (2009), S. 1 f.

<sup>721</sup> Vgl. IAS 36.8. Eine zahlungsmittelgenerierende Einheit ist die kleinste identifizierbare Gruppe von Vermögenswerten, die Mittelzuflüsse erzeugen, die weitestgehend unabhängig von den Mittelzuflüssen anderer Vermögenswerte oder anderer Gruppen von Vermögenswerten sind, vgl. IAS 36.6.

<sup>722</sup> Vgl. IAS 36.6.

<sup>723</sup> Vgl. IAS 36.6.

<sup>724</sup> Vgl. [www.idw.de](http://www.idw.de).

Themenkomplex, neben den Vorgaben in den einschlägigen Rechnungslegungsstandards, ergänzend in der *IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung: Bewertungen bei Abbildung von Unternehmenserwerben und bei Werthaltigkeitsprüfungen nach IFRS (IDW RS HFA 16)* zusammengefasst.<sup>725</sup> Der *IDW RS HFA 16* gibt insbesondere praktische Hilfestellung bei der Auswahl geeigneter Bewertungsmethoden sowie der Ableitung der zugrunde gelegten Bewertungsparameter, indem die Vorgaben des *IFRS 3* sowie des *IAS 36* aufgegriffen und konkretisiert werden. Die Vorgaben des *IDW RS HFA 16* zur Bewertung von Vermögenswerten und Zahlungsmittel generierenden Einheiten auf Basis des *IAS 36* anhand des Konzepts des *Fair Value in Use less Costs to Sell* sowie des *Value in Use* werden in Tab. 3.17 zusammengefasst. Aufgrund der unterschiedlichen Bewertungsperspektiven ergeben sich in der Wertfindung insbesondere Unterschiede hinsichtlich der Berücksichtigung von Synergien<sup>726</sup> sowie von Erweiterungsinvestitionen und Restrukturierungsmaßnahmen.<sup>727</sup>

<b>Kriterium</b>	<b>Fair Value less Cost to Sell</b>	<b>Value in Use</b>
Bewertungsmethode	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Marktpreise (vorrangig)</li> <li>▪ DCF-Verfahren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ DCF-Verfahren</li> </ul>
Bewertungsperspektive	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Marktteilnehmer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bilanzierendes Unternehmen</li> </ul>
Einbezug von Synergien	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Unechte Synergien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Echte und unechte Synergien</li> </ul>
Berücksichtigung von Erweiterungsinvestitionen und Restrukturierungsmaßnahmen	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Maßnahmen, die typisierte Marktteilnehmer annehmen würden</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Keine Erweiterungsinvestitionen</li> <li>▪ Keine Restrukturierungsmaßnahmen</li> </ul>
Kapitalkosten	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ WACC inkl. Berücksichtigung von Unternehmenssteuern bei typisierter Finanzierungsstruktur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ WACC inkl. Berücksichtigung von Unternehmenssteuern bei typisierter Finanzierungsstruktur</li> </ul>

Tab. 3.17: Wertkonzeptionen des IAS 36 mit Erläuterungen IDW RS HFA 16

<sup>725</sup> In Ergänzung zu den Rechnungslegungsstandards werden vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) Stellungnahmen herausgegeben, welche die Auffassung des Berufsstandes der Wirtschaftsprüfer zu Fragen der Rechnungslegung enthalten. Diese Verlautbarungen sind für deutsche Wirtschaftsprüfer verbindlich und finden daher in der Praxis umfängliche Berücksichtigung. Für weiterführende Informationen zu den Aufgaben des IDW sowie dessen Verlautbarungen vgl. [www.idw.de](http://www.idw.de).

<sup>726</sup> Die sich durch einen wirtschaftlichen Verbund ergebenden Synergieeffekte können entweder durch jeden Marktteilnehmer realisiert werden (unechte Synergieeffekte) oder sind nur durch den speziellen, sich aufgrund der Bewertungssituation ergebenden Verbund realisierbar (echte Synergien), vgl. IDW S1, S. 10.

<sup>727</sup> Vgl. für weiterführende Erläuterungen IDW RS HFA 16.

Die beschriebenen Konsolidierungsvorschriften gelten ausschließlich für den *IFRS-Konzernabschluss*. Falls für Informationszwecke ein *IFRS-Einzelabschluss* erstellt wird, werden diese Beteiligungen als Anteile an einem Tochterunternehmen (*investments in subsidiaries*) entweder nach der Anschaffungskostenmethode (*at cost*) oder gemäß *IAS 39* als Finanzinstrumente bilanziert.<sup>728</sup> Im Falle der Bewertung zu *Fair Values* gemäß *IAS 39* kann dann wiederum die gezeigte Konformität der Wertkonzeption zwischen *IPEV Guidelines* und *IFRS* zugrunde gelegt werden.

### 3.4.2.7 Divergenz mit den Vorschriften des HGB

Die Kapitalgeber sind grundsätzlich mit der Darstellung von *Fair Values* in den Einzelabschlüssen der Beteiligungsgesellschaften einverstanden. Allerdings stellt dies die Fondsmanager von längerfristig orientierten Anlagestrategien oder dem Anlagefokus in nicht-börsennotierte Gesellschaften vor zusätzliche bewertungstechnische Herausforderungen. Insbesondere um den Ausweis von nicht-realisierten Wertzuwächsen der Beteiligungen zu vermeiden, welche sich unter Umständen in zukünftigen Jahren nicht vollständig realisieren lassen, bevorzugen diese Fondsmanager den Ausweis der Beteiligungen zu Anschaffungskosten. Dieser Ansatz entspricht grundsätzlich der Vorgehensweise zur Erstellung von Einzelabschlüssen im deutschen Handelsrecht. Für die Aufstellung des handelsrechtlichen Konzernabschlusses gelten nach in Kraft treten des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes (BilMoG) am 29. Mai 2009 grundsätzlich zu den *IFRS* vergleichbare Vorschriften.<sup>729</sup> Die damit verbundene Vorgehensweise sowie die entsprechenden Informationsnachteile für die Kapitalgeber von Beteiligungsgesellschaften wurden bereits im Rahmen der Beschreibung der Vorschriften des *IFRS-Konzernabschluss* erläutert und werden an dieser Stelle nicht weiter vertieft.

#### *Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten*

Im Rahmen des handelsrechtlichen Einzelabschlusses bilden zunächst die Anschaffungskosten der Beteiligung den Ausgangspunkt und gleichzeitig die Obergrenze der Bewertung.<sup>730</sup> Liegen Gründe für eine Wertminderung der Beteiligung vor, sind außerplanmäßige Abschreibungen vorzunehmen, um die Beteiligung mit dem niedrigeren Wert anzusetzen, welcher aufgrund der Wertminderung am Abschlussstichtag beizulegen ist.<sup>731</sup> Entfällt der Grund für die Wertminderung, führen Wertaufholungen in späteren Perioden zu erfolgswirksamen Zuschreibungen, wobei die Anschaffungskos-

<sup>728</sup> Vgl. IAS 27.38; Pellens, Fülbier, Gassen und Sellhorn (2008), S. 687.

<sup>729</sup> Vgl. Hayn, Graf Waldersee und Benzel (2009), S. 190 ff.

<sup>730</sup> Vgl. § 253 Abs. 1 Satz 1 HGB.

<sup>731</sup> Vgl. § 253 Abs. 3 HGB.

ten immer die Wertobergrenze darstellen.<sup>732</sup> Im Einzelabschluss werden die Beteiligungen an den Portfoliounernehmen daher grundsätzlich zu Anschaffungskosten oder zum niedrigeren beizulegenden Wert ausgewiesen. Wertzuwächse, welche über die ursprünglichen Anschaffungskosten hinaus gehen, dürfen nach handelsrechtlichen Vorschriften nicht abgebildet werden.<sup>733</sup>

Vor diesem Hintergrund entscheiden sich gerade konservative Fondsmanager zur Anwendung der Vorschriften des deutschen Handelsgesetzbuches und ziehen die Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten der Bewertung zu *Fair Values* gemäß *IFRS* vor. Diese Alternative steht insbesondere nationalen Beteiligungsgesellschaften ohne Bezug zum Kapitalmarkt zur Verfügung, für welche die Anwendung der internationalen Rechnungslegungsvorschriften nicht zwingend vorgeschrieben ist. Ohnehin ist zur Bemessung des ausschüttungsfähigen Gewinns sowie als Grundlage zur Unternehmensbesteuerung für in Deutschland ansässige Gesellschaften in jedem Fall ein Einzelabschluss gemäß HGB aufzustellen.<sup>734</sup>

Sofern keine Anzeichen für Wertminderungen vorliegen, stellt die Bewertung zu fortgeführten Anschaffungskosten für das Fondsmanagement einen wesentlich geringeren Arbeitsaufwand im Vergleich zur regelmäßigen Bestimmung des beizulegenden Zeitwertes dar. Darüber hinaus kann bei langfristigen Beteiligungen die Kommunikation von zwischenzeitlichen Wertschwankungen an die Kapitalgeber vermieden werden. Zumal diese Wertschwankungen noch nicht realisiert wurden und sich beim Verkauf des Portfoliounernehmens anders darstellen können. Allerdings trägt diese Vorgehensweise aus Sicht der Kapitalgeber nicht zu einer transparenten Darstellung der Portfoliounernehmen im Jahresabschluss bei. Die alleinige Ermittlung des beizulegenden Zeitwertes im Falle von Wertminderungen führt zu unvollständigen Informationen über die Wertentwicklung der Portfoliounernehmen, da die kontinuierliche, vollständig an Marktwerten orientierte Darstellung der Wertentwicklung der Portfoliounernehmen nicht stattfindet.

Im Gegensatz dazu beruhen die *IPEV Guidelines* grundsätzlich auf dem Konzept des *Fair Value* und sehen die Verwendung der Anschaffungskosten (*cost*) als Näherungswert für den *Fair Value* einer Beteiligung nur für einen sehr begrenzten Zeitraum nach dem Beteiligungserwerb vor.<sup>735</sup> Dies führt bei einer positiven Wertentwicklung der Beteiligung zu einer sukzessiven Abbildung von Wertsteigerungen im *Investorreporting* anhand der *IPEV Guidelines*. Im Gegensatz dazu werden im handelsrechtlichen

<sup>732</sup> Vgl. § 253 Abs. 5 HGB.

<sup>733</sup> Aus dem Anschaffungskostenprinzip ergeben sich implizit die fortgeführten Anschaffungskosten als Obergrenze für Zuschreibungen, vgl. Hayn, Graf Waldersee und Benzel (2009), S. 79.

<sup>734</sup> Vgl. Kussmaul und Weiler (2009), S. 164.

<sup>735</sup> Vgl. *IPEV Guidelines*, S. 15 f.

Einzelabschluss die Anschaffungskosten als Wertobergrenze der Beteiligung ausgewiesen. Hingegen sind bei einer negativen Wertentwicklung der Beteiligung sowohl im *Investorreporting* als auch im handelsrechtlichen Einzelabschluss entsprechende Abwertungen vorzunehmen. In diesem Fall ist zu vergleichen, inwiefern das Wertkonzept des *Fair Values* der *IPEV Guidelines* mit dem Wertkonzept des beizulegenden Werts gemäß Handelsrecht übereinstimmt.

#### *Ermittlung des beizulegenden Wertes*

Die Vorgehensweise zur Ermittlung des beizulegenden Werts einer Beteiligung ist im Handelsrecht nicht gesetzlich geregelt.<sup>736</sup> Ein gegebenenfalls vorhandener Börsenwert stellt einen wichtigen Orientierungswert dar, welcher aber im Einzelfall nur bedingt als tauglicher Wertmaßstab herangezogen werden kann.<sup>737</sup> Nach herrschender Meinung ist der beizulegende Wert einer Beteiligung in der Regel aus dem Ertragswert auf Basis einer Unternehmensbewertung abzuleiten.<sup>738</sup>

<b>Kriterium</b>	<b>IDW S 1</b>	<b>IDW RS HFA 10</b>
Bewertungsanlass	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Unternehmerische Initiativen</li> <li>▪ Externe Rechnungslegung</li> <li>▪ Gesellschaftsrechtliche Vorschriften</li> <li>▪ Vertragliche Vereinbarungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Prüfung der Werthaltigkeit von Beteiligungen im HGB</li> </ul>
Bewertungsmethoden	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ DCF-Verfahren (vorrangig)</li> <li>▪ Marktpreisorientierte Verfahren zu Plausibilisierungszwecken</li> <li>▪ Börsenkurs als Untergrenze</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ DCF-Methoden</li> </ul>
Bewertungsperspektive	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anteilseigner</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bilanzierendes Unternehmen</li> </ul>
Einbezug von Synergien	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nur unechte Synergien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Unter Fortführungsgesichtspunkten: echte und unechte Synergien</li> <li>▪ Fall des geplanten Verkaufs: nur unechte Synergien</li> </ul>
Kapitalkosten	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Je nach Überschussgröße kapitalmarkttheoretische Ableitung, inkl. typisierter Ertragsteuerbelastung der Anteilseigner</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Je nach Überschussgröße kapitalmarkttheoretische Ableitung, in der Regel vor Ertragsteuerbelastung auf Anteilseignerebene</li> </ul>

Tab. 3.18: Vergleich der Vorschriften von IDW S1 und IDW RS HFA 10

<sup>736</sup> Vgl. Ellrott, Kozikowski, Förchle und Winkeljohann (2010), § 253 Tz. 307.

<sup>737</sup> Vgl. IDW (2006), E Tz. 410.

<sup>738</sup> Vgl. Ellrott, Kozikowski, Förchle und Winkeljohann (2010), § 253 Tz. 308; IDW (2006), E Tz. 410; Hayn, Graf Waldersee und Benzel (2009), S. 76.



Aus Sicht des Berufsstandes der Wirtschaftsprüfer kommen für die Ableitung von handelsrechtlichen Wertansätzen insbesondere die Stellungnahmen *IDW S1 Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen* (IDW S1) sowie *IDW RS HFA 10 Anwendung der Grundsätze des IDW S1 bei der Bewertung von Beteiligungen und sonstigen Unternehmensanteilen für die Zwecke eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses* (IDW RS HFA 10) zur Anwendung.<sup>739</sup> Der *IDW S1* kommt in erster Linie zur objektiven Ermittlung von Unternehmenswerten im Rahmen von unternehmerischen Initiativen, zur Umsetzung von gesellschaftsrechtlichen oder anderen gesetzlichen Vorschriften sowie von vertraglichen Vereinbarungen zur Anwendung.<sup>740</sup> Der *IDW RS HFA 10* spezifiziert die Grundsätze des *IDW S1* für die Anwendung zur handelsrechtlichen Beteiligungsbewertung im Einzelabschluss.<sup>741</sup> Diese bewertungstechnischen Vorgaben finden aufgrund der mittlerweile höchstrichterlichen Anerkennung der Standards sowie des bindenden Charakters bei der Erstellung von handelsrechtlichen Jahresabschlüssen eine breite Anwendung in der Berichterstattung.

Ein Vergleich der Vorschriften des *IDW S1* sowie des *IDW RS HFA 10* in Tab. 3.18 zeigt die unterschiedlichen Bewertungsperspektiven beider Standards, welche sich in den zugrunde zu legenden Bewertungsparameter niederschlagen.<sup>742</sup> Die wesentlichen Unterschiede liegen in der ausschließlichen Beschränkung des *IDW RS HFA 10* auf *DCF-Methoden*. Der *IDW S1* erlaubt darüber hinaus für Plausibilitätsprüfungen die Anwendung von marktorientierten Verfahren. Weitere wesentliche Unterschiede liegen in der Berücksichtigung von Synergien aufgrund von Unternehmensverbänden sowie der Berücksichtigung von typisierten Ertragsteuern auf Ebene der Anteilseigner.<sup>743</sup> Insgesamt stellen beide Standards eine detaillierte Anleitung zur Ermittlung von Unternehmenswerten zur Verfügung, welche an dieser Stelle nicht im Detail analysiert werden können. Vielmehr sollen im Folgenden die wesentlichen Unterschiede zu den *IPEV Guidelines* dargestellt werden.

#### *Vergleich von IPEV Guidelines und IDW S1 / IDW RS HFA 10*

Der Ausweis identischer Werte im *Investorreporting* gemäß *IPEV Guidelines* sowie in der handelsrechtlichen Berichterstattung im Falle der Abwertung einer Beteiligung unter die fortgeführten Anschaffungskosten oder, bei bereits erfolgten Abschreibungen, unter den bisher ausgewiesenen handelsrechtlichen Beteiligungsbuchwert

<sup>739</sup> Ein unmittelbarer Bezug des *IDW S1* sowie des *IDW RS HFA 10* zum *IDW RSA HFA 16* ist in diesem Zusammenhang nicht gegeben, da die Inhalte des *IDW RS HFA 16* ausschließlich auf internationalen Rechnungslegungsstandards basieren.

<sup>740</sup> Dazu zählen u.a. die Bestimmung von Abfindungszahlungen im Rahmen von abzuschließenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen oder Squeeze-Outs, vgl. *IDW S1* (2008), S. 4.

<sup>741</sup> Vgl. *IDW RS HFA 10* (2005), S. 1.

<sup>742</sup> Vgl. zur Anwendung des *IDW S1* ausführlich Zeidler, Schöniger und Tschöpel (2008), S. 276 ff.

<sup>743</sup> Vgl. dazu im Detail *IDW S1* (2008) sowie *IDW RS HFA 10* (2005).

erfordern die Kongruenz der zugrunde gelegten Wertkonzepte. Ein Vergleich der wesentlichen Kriterien von *IPEV Guidelines* und des zur handelsrechtlichen Bewertung von Beteiligungen anzuwendenden *IDW RS HFA 10* in Verbindung mit den Vorgaben des *IDW S1* in Tab. 3.19 offenbart hingegen wesentlichen Unterschiede zwischen beiden Wertkonzepten. Diese finden sich zum einen hinsichtlich der Auswahl der anzuwendenden Bewertungsmethoden. Während die *IPEV Guidelines* marktorientierten Methoden absoluten Vorrang einräumen, sind diese im Bereich des *IDW S1* lediglich zur Plausibilitätsprüfung vorgesehen und im *IDW RS HFA 10* vollkommen ausgeschlossen.

Kriterium	IPEV Guidelines	IDW S1 / IDW RS HFA 10
Hierarchie der Methodenwahl	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Marktorientierte Methoden werden gegenüber fundamentalen Methoden bevorzugt</li> <li>▪ Fundamentale Bewertungsmethoden dienen zur Plausibilisierung der Ergebnisse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Fundamentale Bewertungsmethoden stehen im Mittelpunkt</li> <li>▪ Marktorientierte Methoden dienen zur Plausibilisierung der Ergebnisse</li> </ul>
Qualität der Handlungsanweisungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aggregierte Beschreibung der Methoden.</li> <li>▪ Methodenwahl in Abhängigkeit vom Bewertungsobjekt.</li> <li>▪ Fokussierung auf PE/VC Beteiligungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Konkrete Handlungsanweisungen zur Bewertung von Unternehmen und Beteiligungen</li> <li>▪ Spezifische Vorgaben zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes, zur Berücksichtigung von Synergien und Steuereffekten</li> </ul>
Ermessen des Bewerbers	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Hohe Freiheitsgrade bei der Ableitung der Bewertungsparameter</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Enge Definition der Bewertungsparameter u.a. auf Basis weiterer IDW Verlautbarungen</li> </ul>
Stichtagsprinzip	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pauschale Aussage zur Berücksichtigung von Ereignissen nach dem Berichtszeitpunkt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Strenges Stichtagsprinzip (Wurzeltheorie)</li> </ul>
Anwendungsvorschriften	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anwendung auf freiwilliger Basis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Beachtung durch Wirtschaftsprüfer und konsequente Anwendung im Handelsrecht</li> </ul>

Tab. 3.19: Vergleich der IPEV Guidelines mit IDW S1 / IDW RS HFA 10

Weitere Wertunterschiede können sich in der Berücksichtigung von nach dem Bewertungsstichtag erlangten Informationen ergeben. Dies ist insbesondere bei einem zeitlichen Auseinanderfallen des Bewertungsstichtags, in der Regel des Berichtsdatums, und des Zeitpunkts der Durchführung der Unternehmensbewertung relevant.<sup>744</sup>

<sup>744</sup> Vgl. IDW (2007), Tz. A 52.

Im *IDW S1* wurde diesbezüglich ein strenges Stichtagsprinzip festgeschrieben, aufgrund dessen nur derjenige Informationsstand berücksichtigt werden darf, welcher bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.<sup>745</sup> Dies erfordert im Einzelfall die Unterscheidung zwischen wertaufhellenden und wertbeeinflussenden Informationen, welche dem Bewerter erst nach dem Bewertungsstichtag bekannt wurden.<sup>746</sup> Im Zusammenhang mit der Anwendung des *IDW S1* können aufgrund der nach höchstrichterlicher Rechtsprechung begründeten Wurzeltheorie nur wertaufhellende Informationen und Entwicklungen berücksichtigt werden, deren Wurzeln bereits in der Zeit vor dem Bewertungsstichtag gelegt wurden.<sup>747</sup> Analog können gemäß der *IPEV Guidelines* diejenigen Ereignisse nach dem Bewertungsstichtag berücksichtigt werden, welche zusätzliche Hinweise zu den bereits am Bewertungsstichtag existierenden Verhältnissen liefern.<sup>748</sup> Allerdings kann diese pauschale Aussage der *IPEV Guidelines*, im Vergleich zur fundierten Auslegung des Stichtagsprinzips des *IDW S1*, im Einzelfall zu einer unterschiedlichen Auslegung und damit abweichender Wertfindung führen.

Insgesamt sind die Bewertungsvorschriften des *IDW S1* sowie des *IDW RS HFA 10* wesentlich umfangreicher und gehen in den Erläuterungen tiefer als die vergleichsweise kurz gefassten Vorgaben der *IPEV Guidelines*. Vor diesem Hintergrund ist die Anwendung der *IPEV Guidelines* zur Ableitung des beizulegenden Werts einer Beteiligung nach handelsrechtlichen Gesichtspunkten nur sehr eingeschränkt möglich und im Einzelfall kritisch zu überprüfen. Dies kann *ceteris paribus* zu einer unterschiedlichen Darstellung von Beteiligungswerten im *Investorreporting* gemäß *IPEV Guidelines* sowie der handelsrechtlichen Berichterstattung führen.

### 3.4.3 EVCA Reporting Guidelines

Die *EVCA Reporting Guidelines* bilden zusammen mit den *IPEV Guidelines* eine Einheit zur Gestaltung des *Investorreportings*. Deren Anwendung ist für die Mitglieder der *EVCA* nicht verpflichtend vorgeschrieben. Allerdings besteht für die Kapitalgeber die Möglichkeit, die Anwendung der *EVCA Reporting Guidelines* zusammen mit den Vorgaben der *IPEV Guidelines* verbindlich im *Investment Agreement* mit dem Fondsmanagement zu vereinbaren. Darüber hinaus geben die *Governing Principles* der

<sup>745</sup> Vgl. *IDW S1* (2008), S. 7 f.

<sup>746</sup> Bei wertaufhellenden Informationen handelt es sich um Tatsachen, deren Verursachung vor dem Bilanzstichtag liegen. Demgegenüber treten bei wertbegründenden Tatsachen die wertverändernden Verhältnisse erst nach dem Bewertungsstichtag ein, vgl. Bertram, Brinkmann, Kessler und Müller (2009), S. 188.

<sup>747</sup> Vgl. *IDW* (2007), Tz. A 53.

<sup>748</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 12.

*EVCA* weitere Empfehlungen zu den Bestandteilen der Dokumentation eines *Private Equity Funds*.

### 3.4.3.1 Aufbau und Struktur

Nach Auffassung der *EVCA* sollen die *EVCA Reporting Guidelines* die allgemein übliche Vorgehensweise zur Gestaltung des *Investorreportings* darstellen. Die *EVCA Reporting Guidelines* richten sich in erster Linie an geschlossene Fondsmodelle, können aber gleichwohl auch von offenen Fondsmodellen, welche direkte Investments in Portfoliounternehmen tätigen, genutzt werden.<sup>749</sup> Hinsichtlich der Berichtsinhalte unterscheiden die *EVCA Reporting Guidelines* zwischen zwei Arten von Vorgaben. Zum einen werden Mindeststandards (*requirements*) definiert. Diese müssen seitens des Fondsmanagement zwingend eingehalten werden, um die Übereinstimmung (*compliance*) des eigenen *Investorreportings* mit den Vorgaben des Regelwerks beanspruchen und kommunizieren zu können. Zum anderen werden zusätzliche Empfehlungen (*recommendations*) gegeben, um die Berichterstattung zu vervollständigen.<sup>750</sup> Daneben steht es dem Fondsmanagement frei, den Kapitalgebern über die Anforderungen der *EVCA Reporting Guidelines* hinaus, weitere Informationen zur Verfügung zu stellen, um deren spezifischen Informationsbedürfnissen gerecht zu werden.<sup>751</sup> Sofern die Vorgaben der *EVCA Reporting Guidelines* gesetzlichen Vorschriften, Regulierungsvorgaben oder bestehenden vertraglichen Vereinbarungen entgegenstehen, so ist Letzteren entsprechender Vorrang einzuräumen.<sup>752</sup> Vor diesem Hintergrund sollen die *EVCA Reporting Guidelines* insbesondere eine Ergänzung und gegebenenfalls Verbesserung der gesetzlichen Finanzberichterstattung (*statutory accounts*) gewährleisten.<sup>753</sup>

Die *EVCA Reporting Guidelines* gliedern sich in drei Teilbereiche. Der erste Teilbereich befasst sich mit den grundlegenden Anforderungen an das *Investorreporting*, indem konkrete Berichtsinhalte zur Darstellung der Fondsebene (*fund reporting*), der Portfolioebene (*portfolio reporting*), der Eigenkapitalkonten (*capital account*) sowie der Kompensation des Fondsmanagements (*fees and carried interests*) definiert werden. Darauf aufbauend werden im zweiten Teilbereich Vorschläge zur Gestaltung des *Investorreportings* anhand standardisierter Berichtvorlagen (*templates*) gegeben. Dazu stellen die *EVCA Reporting Guidelines* einen ausführlichen Musterbericht zur Verfügung.<sup>754</sup> Aufgrund der breiten Akzeptanz der Vorgaben der *EVCA* wird dieser

<sup>749</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 3.

<sup>750</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 3.

<sup>751</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 3.

<sup>752</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 3.

<sup>753</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 4.

<sup>754</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 12 ff.

Musterbericht zumeist in dieser oder leicht modifizierter Form in der Praxis verwandt. Der dritte Teilbereich erläutert die Vorgehensweise zur Erfolgsmessung der Tätigkeit des Fondsmanagements (*performance measurement*). Die *EVCA Reporting Guidelines* sehen dazu insbesondere die Berechnung von Multiplikatoren (*multipliers*) sowie die Anwendung der internen Zinsfußmethode (*internal rate of return*) zur Renditeberechnung auf den verschiedenen Investmentebenen (*levels*) vor. Die Darstellung der Portfoliounternehmen sowie das *Performance Measurement* basieren insbesondere auf Ergebnissen der Bewertung der Portfoliounternehmen, welche anhand der Vorgaben der *IPEV Guidelines* durchgeführt werden sollen.<sup>755</sup>

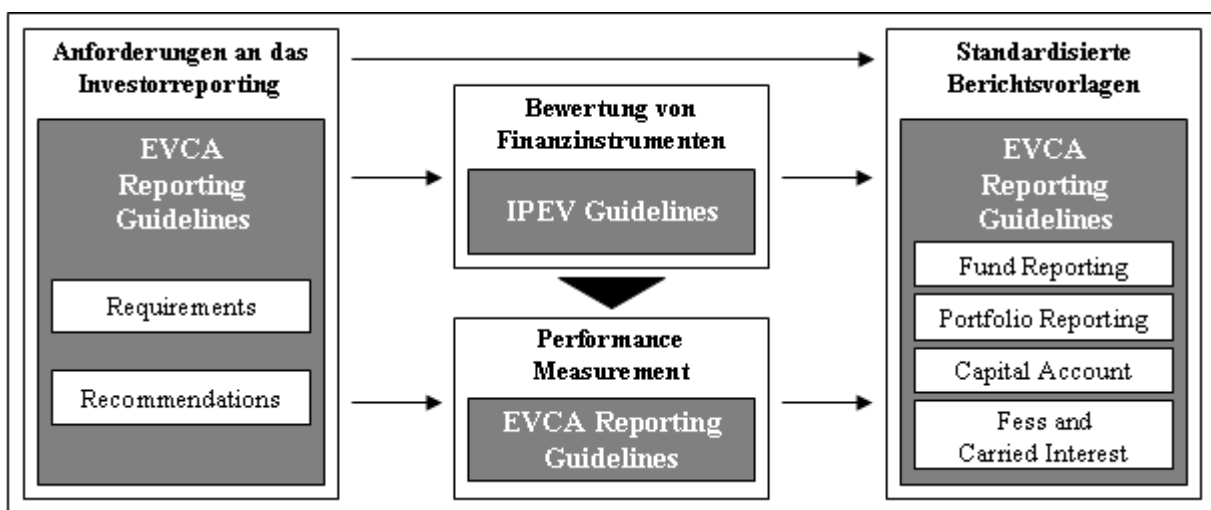


Abb. 3.7: Aufbau der EVCA Reporting Guidelines

Vor diesem Hintergrund bilden die *IPEV Guidelines* einen integralen Bestandteil zur Erstellung des *Investorreportings* gemäß den Vorschriften der *EVCA Reporting Guidelines* (vgl. Abb. 3.7).

### 3.4.3.2 Bestandteile der Fondsdokumentation

Die *EVCA Reporting Guidelines* befassen sich ausschließlich mit den Inhalten des laufenden *Investorreportings* nach Beginn der Investitionstätigkeit des Fonds. Die Entscheidung über die Anwendung der *EVCA Reporting Guidelines* fällt dabei in der Regel bereits im Rahmen der Gestaltung des Geschäftsmodells und wird verbindlich im *Investment Agreement* zwischen den Kapitalgebern und dem Fondsmanagement geregelt. Neben diesen Vereinbarungen zur regelmäßigen Berichterstattung verlangen die

<sup>755</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 3.

potenziellen Kapitalgeber im Vorfeld der Kapitalzusagen weitere Informationen zum Geschäftsmodell der Beteiligungsgesellschaft. Zum einen soll dies eine Einschätzung der zukünftigen Entwicklung sowie der Chancen und Risiken des Fonds ermöglichen. Zum anderen bilden diese Informationen eine wichtige Ergänzung zum späteren *Investorreporting* und tragen zu dessen Verständnis bei. Diese Informationsbedürfnisse der Kapitalgeber werden im Rahmen der *EVCA Governing Principles* adressiert.<sup>756</sup>

<b>Kategorie</b>	<b>Informationen</b>
<b>Investment Strategy</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investment scope of the fund (e.g. target economies, target regions, etc.);</li> <li>• Investment policy, investment criteria and investment period of the fund, including the applicable investment, lending and borrowing guidelines and investment restrictions;</li> <li>• Provisions that the manager will make for follow-on investments;</li> </ul>
<b>Corporate Governance</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Description of the legal structure of the fund;</li> <li>• Description of the management structure and the management team, identification of the key executives of such team and the regulation of key man events (such as departure of a key executive);</li> <li>• Summary of the powers of the manager;</li> <li>• Conflict of interest resolution procedures;</li> <li>• Whether any advisor or investors' committee will be established and what its function will be;</li> </ul>
<b>Fees &amp; Carried Interest</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Treatment of transaction and directors' fees received by the manager;</li> <li>• Carried interest arrangements;</li> <li>• Co-investment rights and powers;</li> <li>• Mechanics for drawdown of commitments;</li> <li>• Default mechanics in the event of investors' defaults on drawdowns;</li> <li>• Cost and fee structure (including expenses borne by the fund);</li> </ul>
<b>Valuation &amp; Reporting</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Valuation principles that will apply;</li> <li>• Reporting obligations that the manager will have to investors;</li> </ul>
<b>Liquidation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exit strategies;</li> <li>• How distributions to investors will be made;</li> <li>• Term, termination and liquidation procedures for the fund;</li> </ul>
<b>Fund Management</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Any restrictions on the circumstances in which the initiators or the manager will be permitted to establish any other fund with similar investment strategy or objective;</li> <li>• Policy with co-investment with other funds managed by the manager or any of its associates;</li> <li>• Circumstances in which investments may be purchased from or sold to other funds managed by the manager or its associates;</li> </ul>
<b>Risk &amp; Return</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pricing of interests, units, shares, etc;</li> <li>• Summary of the risk factors that are relevant to investment in the fund, including a general warning to investors of the risks that are inherent in investing in funds, and also any particular risk factors that may adversely affect the fund's ability to carry out the investment policy or to meet any projection or forecast made.</li> </ul>

Tab. 3.20: Inhalte der Fondsdokumentation gem. EVCA Governing Principles

<sup>756</sup> Vgl. EVCA Governing Principles (2009), S. 10 f.

Die *EVCA Governing Principles* empfehlen den Kapitalgebern die wesentlichen Informationen (*core elements*) zum beabsichtigten Geschäftsmodell im Rahmen eines *Information Memorandums* sowie den begleitenden Verträgen zur Verfügung zu stellen.<sup>757</sup> Die Mindestanforderungen an die Inhalte dieser Fondsdokumentation (*fund documentation*) werden in Tab. 3.20 zu sieben verschiedenen Gruppen zusammengefasst, welche sich an den Investmentebenen sowie den Lebensphasen einer Beteiligungsgesellschaft orientieren. Ungeachtet einer im Einzelfall zusätzlichen gesetzlichen Verpflichtung zur Erstellung eines Verkaufsprospekts erfüllen die Vorgaben der *EVCA Governing Principles* zur Fondsdokumentation somit eine grundsätzlich mit den Verkaufsprospekten bei regulierten Geschäftsmodellen vergleichbare Aufgabe.<sup>758</sup>

Ein Vergleich der Informationen in ausführlichen Verkaufsprospekten gemäß InvG (vgl. Tab. 3.3) mit den Vorgaben der *EVCA Governing Principles* zeigt eine Reihe von Gemeinsamkeiten. Beispielsweise sehen beide Regelwerke Informationen zur Anlagestrategie, zur Bewertung der Fondsanteile sowie zur Gebührenstruktur vor. Es wird allerdings deutlich, dass sich die *EVCA Governing Principles* in erster Linie an erfahrene Kapitalgeber im Bereich der *Private Equity Funds* richten, welche in der Lage sind, die mit der Kapitalzusage an eine Beteiligungsgesellschaft verbundenen Risiken sorgfältig einzuschätzen.<sup>759</sup> Die Verwendung regulierter Geschäftsmodelle gemäß InvG sowie die Befolgung der *EVCA Governing Principles* schließen sich gegenseitig nicht aus. Insofern ist im Rahmen der Erstellung der Verkaufsprospekte gemäß InvG sowie der Fondsdokumentation gemäß *EVCA Governing Principles* im Einzelfall die Kongruenz der enthaltenen Informationen zu prüfen.

Im Gegensatz zum InvG (vgl. Tab. 3.7) enthalten die *EVCA Guiding Principles* keine Hinweise auf die Erstellung eines tragfähigen Geschäftsplans oder die Erbringung von entsprechenden Nachweisen zur fachlichen Eignung des Fondsmanagements.<sup>760</sup> Ebenso fehlen vor dem Hintergrund der internationalen Ausrichtung der Richtlinien der *EVCA* entsprechende Hinweise auf die Gestaltung der handelsrechtlichen Finanzberichterstattung.<sup>761</sup> Darüber hinaus weisen die *EVCA Governing Principles* lediglich auf eine ausreichende Diversifikation hinsichtlich der Anteile der Kapitalgeber hin, um den Einfluss eines einzelnen Kapitalgebers, etwa bei Zahlungsausfall, auf den Fonds

<sup>757</sup> Vgl. *EVCA Governing Principles* (2009), S. 10.

<sup>758</sup> Neben dem InvG sieht der Gesetzgeber eine Reihe weiterer Anlässe zur Erstellung eines Verkaufsprospekts vor, vgl. dazu ausführlich Keunecke (2009), S. 37 ff.

<sup>759</sup> Vgl. *EVCA Governing Principles* (2009), S. 7.

<sup>760</sup> Vgl. für die regulierten Geschäftsmodelle Kapitel 3.3.8.2.

<sup>761</sup> Sowohl das UBGG als auch das InvG legen Mindestgrößenklassen zur Gestaltung der handelsrechtlichen Berichterstattung für regulierte Geschäftsmodelle fest, vgl. Kapitel 3.3.8.2.

zu begrenzen.<sup>762</sup> Mit den regulierten Geschäftsmodellen vergleichbare Beteiligungsobergrenzen oder Meldepflichten bei Überschreiten bestimmter Beteiligungsquoten von Kapitalgebern sind in den *EVCA Governing Principles* nicht vorgesehen.<sup>763</sup>

Für die laufende Berichterstattung im Rahmen des *Investorreportings* empfehlen die *EVCA Governing Principles* die vertragliche Vereinbarung der Anwendung der *EVCA Reporting Guidelines* zwischen Fondsmanagement und Kapitalgebern. Dies schließt implizit die Anwendung der *IPEV Guidelines* mit ein. Grundsätzlich sollten in der Fondsdokumentation die Frequenz der Berichterstattung, die in den Berichten enthaltenen Informationen, die Art und Weise der Berichterstattung (z.B. gedruckte Exemplare, per Email oder Webabruf) sowie das zugrunde gelegte Bewertungskonzept (*basis of valuation*) enthalten sein.<sup>764</sup>

### 3.4.3.3 Vorgehensweise zur Leistungsmessung

Während für die Bewertung von Finanzinstrumenten, respektive der Portfoliounternehmen einer Beteiligungsgesellschaft, die Regeln der *IPEV Guidelines* übernommen werden, beinhalten die *EVCA Reporting Guidelines* eigene Vorgaben zum *Performance Measurement* des Fonds und des Fondsmanagements. Dazu schlagen die *EVCA Reporting Guidelines* zum einen die Verwendung von *Multiples* sowie zum anderen von *Internal Rates of Return (IRR)* vor. Die zugrunde liegenden Zahlungsströme (*cash flows*) für die Berechnung der *Multiples* sowie der *IRR* werden in Abb. 3.8 zusammengefasst und im Folgenden erläutert.

#### *Performancemessung anhand von Multiples*

Die Beurteilung des Status der Investitionstätigkeit einer Beteiligungsgesellschaft anhand von *Multiples*, stellt im Bereich der *Private Equity Funds* eine häufig genutzte Methode zur Performancemessung dar. Die *EVCA Reporting Guidelines* sehen die Berechnung von drei unterschiedlichen *Multiples* auf Basis der Einzahlungen der Kapitalgeber (*paid-in capital*) vor.<sup>765</sup> Als erstes wird die Berechnung des Verhältnisses der Summe aller Ausschüttungen an die Kapitalgeber (*distributions*) zur Summe aller Einzahlungen durch die Kapitalgeber über die gesamte Laufzeit des Fonds (*distribution to paid-in capital* oder *DPI*) vorgeschlagen. Dieser *Multiple* ist zunächst Null und wächst mit zunehmenden Ausschüttungen an die Kapitalgeber über die Laufzeit des Fonds. Wird der Wert von eins überschritten, übersteigen die Rückflüsse die geleisteten Einzahlungen. Die Berechnung erfolgt in der Regel auf Nettobasis, indem die

<sup>762</sup> Vgl. *EVCA Governing Principles* (2009), S. 9.

<sup>763</sup> Vgl. zu den gesetzlichen Vorgaben Kapitel 3.3.8.1.

<sup>764</sup> Vgl. *EVCA Governing Principles* (2009), S. 28.

<sup>765</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 25.



Verwaltungsgebühren auf Fondsebene bereits in den Ausschüttungen berücksichtigt werden.<sup>766</sup> Der Anteil der noch nicht realisierten Investitionen wird mit Hilfe des Verhältnisses des aktuellen Buchwerts der Investitionen (*residual value*) zur Summe der Einzahlungen der Kapitalgeber (*residual value to paid-in capital* oder *RVPI*) ermittelt. Dieser Multiple erlaubt insbesondere gegen Ende der Laufzeit der Beteiligungsgesellschaft eine Einschätzung hinsichtlich der noch ausstehenden Rückflüsse an die Kapitalgeber.<sup>767</sup> Die *EVCA Reporting Guidelines* fordern die Berücksichtigung von Verwaltungsgebühren (*management fees*) sowie der Gewinnbeteiligung (*carried interest*) des Fondsmanagement in der Berechnung des *Residual Values*.<sup>768</sup>

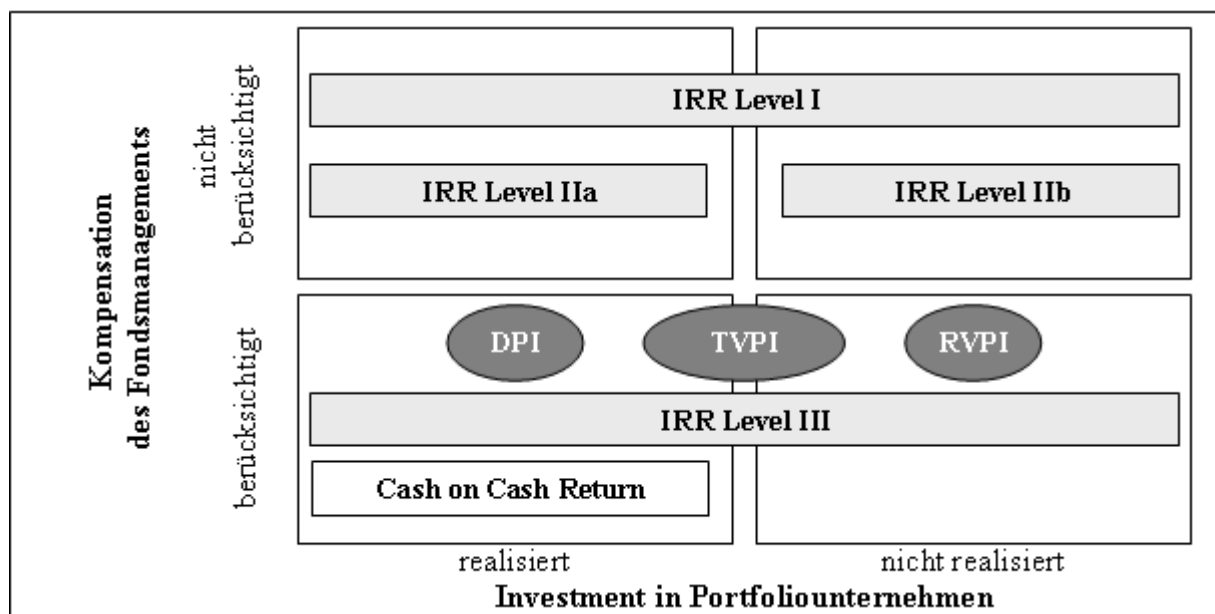


Abb. 3.8: Ebenen der Performancemessung gem. EVCA Reporting Guidelines

Mit dem Verhältnis aus dem Gesamtwert aller Investments (*total value*) zur Summe aller Einzahlungen der Kapitalgeber (*total value to paid-in capital* oder *TVPI*), bildet der dritte *Multiple* die Summe aus den ersten beiden Multiples. Somit stellt dieser *Multiple* eine Mischgröße aus bereits realisierten und in Zukunft erwarteten Ausschüttungen dar. In Abhängigkeit von den noch zu leistenden Einzahlungen der Kapitalgeber (*capital committments*) sowie der verlässlichen Schätzung der zukünftigen Ausschüttungen, erlaubt dieser *Multiple* eine Beurteilung der Gesamtleistung des Fonds.<sup>769</sup> Für Informationszwecke soll darüber hinaus das Verhältnis zwischen dem

<sup>766</sup> Vgl. Diller (2007), S. 90.

<sup>767</sup> Vgl. Diller (2007), S. 91.

<sup>768</sup> Vgl. EVCA Reporting Guidelines (2009), S. 6.

<sup>769</sup> Vgl. Diller (2007), S. 91.

einbezahlten Kapital (*paid-in capital*) zum zugesagten Kapital (*committed capital*) berechnet werden (*paid-in capital to committed capital* oder *PIC*).<sup>770</sup>

#### *Performancemessung anhand von Internal Rates of Return*

Die Verwendung von Multiples stellt keinen Bezug zum beobachteten oder erwarteten Zeitpunkt der betrachteten Zahlungsströme (*cash flows*) her.<sup>771</sup> Daher sehen die *EVCA Reporting Guidelines* die zusätzliche Angabe von Renditen auf Basis der internen Zinsfußmethode vor.<sup>772</sup> Die interne Zinsfußmethode oder geldgewichtete Renditemethode (*money-weighted-return*) ermittelt die Verzinsung des eingesetzten Kapitals anhand desjenigen Diskontierungsfaktors, der zu einem Barwert der betrachteten Zahlungsströme von Null führt.<sup>773</sup> Die *EVCA Reporting Guidelines* unterscheiden drei Ebenen der Renditeberechnung, welche sich an den Investmentebenen eines Fondsmodells orientieren und anhand der zugrunde gelegten Zahlungsströme unterscheiden.<sup>774</sup>

Auf der ersten Ebene (*IRR Level I*) erfolgt die Berechnung der Bruttorendite auf alle Investments (*gross return on all investments*). Unabhängig von der Realisation eines Investments bezieht dieser Zinssatz alle Auszahlungen (*investments*) und Einzahlungen, wie etwa Desinvestitionen, Zins- und Dividendenzahlungen sowie Tilgungsleistungen auf Kredite, zwischen dem Fonds und den einzelnen Portfoliounternehmen mit ein. Darüber hinaus werden nicht oder nur teilweise realisierte Investments anhand ihres *Fair Values* im *IRR* berücksichtigt. Im Gegensatz dazu dürfen flüssige Mittel und andere Vermögensgegenstände auf Fondsebene nicht in die Berechnung mit einfließen. Ebenso finden auf Ebene des Fonds angefallene Gebühren, wie etwa die Verwaltungsgebühr (*management fee*) des Fondsmanagements oder sonstige Gebühren an Anwälte oder Wirtschaftsprüfer, sowie die Gewinnbeteiligung des Fondsmanagement (*carried interest*) in der Bruttorendite auf alle Investments keine Berücksichtigung.<sup>775</sup>

Auf der zweiten Ebene wird die Bruttorendite auf alle Investments getrennt nach realisierten (*IRR Level Iia*) und nicht realisierten (*IRR Level Iib*) Investments berechnet. Die Auszahlungen von bisher nur teilweise realisierten Investments sollen gemäß den *EVCA Reporting Guidelines* auf einer *pro rata* Basis zwischen den realisierten und nicht realisierten Investments zum jeweiligen Auszahlungszeitpunkt aufgeteilt werden. Die Berechnung erfolgt analog zur Berechnung der Bruttorendite auf alle Investments,

<sup>770</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 6.

<sup>771</sup> Vgl. Diller (2007), S. 91.

<sup>772</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 25.

<sup>773</sup> Vgl. Spremann (2008), S. 343 ff.

<sup>774</sup> Vgl. Kapitel 2.3.1.2.

<sup>775</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 26.

insofern finden Gebühren und Gewinnbeteiligungen des Fondsmanagements keine Berücksichtigung. Allerdings werden bei der Berechnung der Bruttorendite auf unrealisierte Investments partielle Abschreibungen (*write-offs*) und Wertberichtigungen (*write-downs*) berücksichtigt.<sup>776</sup>

Auf der dritten Ebene (*IRR Level III*) erfolgt die Berechnung der Nettoendite der Kapitalgeber (*net return to the investor*). Die Nettoendite der Kapitalgeber basiert zum einen auf allen Zahlungsströmen zwischen den Kapitalgebern und dem Fonds, unter Berücksichtigung der Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements, den Verwaltungsgebühren auf Fondsebene sowie allen weiteren Gebühren auf Fondsebene, welche im Rahmen der Investitionstätigkeit angefallen sind. Zum anderen fließen alle nicht realisierten Investments anhand ihres *Fair Values*, nach Abzug der voraussichtlichen Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements, in die Berechnung mit ein. Darüber hinaus finden auf dieser Ebene der Renditeberechnung alle verbleibenden liquiden Mittel und sonstigen Vermögensgegenstände auf Fondsebene Berücksichtigung.<sup>777</sup> Sind alle Investments des Fonds realisiert, wird die Nettoendite der Kapitalgeber auch als sogenannter *Cash on Cash Return* bezeichnet.

Die *EVCA Reporting Guidelines* lassen es dem Fondsmanagement oder den Kapitalgebern prinzipiell offen, die oben genannten Renditeberechnungen weiter zu zerlegen, um den Wertbeitrag der einzelnen Bestandteile, wie etwa der teilweise realisierten im Vergleich zu den realisierten Investments, zu zeigen. Um die verschiedenen Renditeberechnungen vergleichen zu können, muss eine einheitliche Vorgehensweise gewährleistet werden. Zu diesem Zweck formulieren die *EVCA Reporting Guidelines* entsprechende Grundsätze zur Standardisierung der Berechnungen (*standard principles*).<sup>778</sup>

In der praktischen Anwendung der internen Zinsfußmethode sind eine Reihe von Besonderheiten zu beachten. Zum einen wird der interne Zinsfuß aufgrund der Wertgewichtung durch die Zeitstruktur der zugrunde gelegten Zahlungsströme beeinflusst.<sup>779</sup> Dies erscheint im Bereich der *Private Equity Funds* angemessen, da das Fondsmanagement in der Regel über den Zeitpunkt des Abrufs der zugesagten Mittel der Kapitalgeber bestimmen kann.<sup>780</sup> Nichts desto trotz, kann der Zeitpunkt des Kapitalabrufs durch die vorherrschenden Marktbedingungen, wie etwa dem Angebot von geeigneten Investitionsmöglichkeiten oder der Verfügbarkeit von Fremdkapital, erheblich beeinflusst werden.

---

<sup>776</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 26.

<sup>777</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 27.

<sup>778</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 28.

<sup>779</sup> Im Gegensatz dazu wird die Berechnung von zeitgewichteten Renditen (*time weighted returns*) nicht von der Zeitstruktur der Zahlungsströme beeinflusst, vgl. Spremann (2008), S. 339 ff.

<sup>780</sup> Vgl. Knyphausen-Aufseß, Kittlaus und Seeliger (2003), S. 549.

Ebenso werden die Auszahlungen des Fonds durch die Neuemissionstätigkeit an den Aktienmärkten oder den Entwicklungen am Transaktionsmarkt bestimmt.<sup>781</sup> Zum anderen wird der interne Zinsfuß von der Höhe der zugrunde gelegten Zahlungsströme beeinflusst. Dies schlägt sich in der Mittelwertbildung der internen Zinssätze von mehreren Zahlungsströmen nieder. In der Praxis erfolgt daher anstelle der Mittelwertbildung der Ausweis sogenannter *Pooled IRR*. Dazu werden in einem ersten Schritt die verschiedenen Zahlungsströme zu einer einzigen Zahlungsreihe zusammengefasst und erst in einem zweiten Schritt der interne Zinsfuß berechnet. Durch diese Vorgehensweise bleiben die Höhe und die Relation der zugrunde gelegten Zahlungsströme zueinander erhalten und der pooled IRR kann auf Basis des insgesamt gebundenen Kapitals über alle Zahlungsreihen hinweg berechnet werden.<sup>782</sup> Grundsätzliche Bedenken in der Anwendung internen Zinsfußmethoden liegen in der zugrunde liegenden Reinvestitionshypothese, indem die während des Berechnungszeitraums an die Kapitalgeber geleisteten Auszahlungen zu einem dem internen Zinssatz identischen Zinssatz wieder angelegt werden können.<sup>783</sup> Trotz dieser Bedenken stellte interne Zinsfußmethode im Bereich der *Private Equity Funds* eine anerkannte Methode der Performancemessung dar.

#### 3.4.3.4 Bestandteile des Investorreportings

Im Rahmen der Gestaltung des *Investorreportings* fordern die *EVCA Reporting Guidelines* seitens des Fondsmanagements die Einhaltung von drei grundsätzlichen Prinzipien. Erstens sollen die zur Verfügung gestellten Informationen von ausreichender Relevanz zur Überwachung des individuellen Investments eines Kapitalgebers sein. Zweitens sollten die relevanten Sachverhalte in einer transparenten Art und Weise kommuniziert werden. Und drittens sollten die Informationen im Zeitverlauf konsistent dargestellt werden.<sup>784</sup> Die Berichterstattung sowie die zugrunde liegenden Berechnungen haben grundsätzlich in der funktionalen Währung der Beteiligungsgesellschaft zu erfolgen.<sup>785</sup> Darüber hinaus empfehlen die *EVCA Reporting Guidelines* die Möglichkeit zum geeigneten elektronischen Abruf der Berichterstattung durch die Kapitalgeber.<sup>786</sup>

---

<sup>781</sup> Vgl. Diller (2007), S. 91.

<sup>782</sup> Vgl. Diller (2007), S. 93.

<sup>783</sup> Darüber hinaus ist der Vergleich von mehreren Fonds unterschiedlicher Größe mit abweichenden Einzahlungszeitpunkten aufgrund der Geldgewichtung problematisch, vgl. ausführlich Kaserer und Diller (2004).

<sup>784</sup> Vgl. EVCA Reporting Guidelines (2009), S. 5.

<sup>785</sup> Vgl. EVCA Reporting Guidelines (2009), S. 5.

<sup>786</sup> Vgl. EVCA Reporting Guidelines (2009), S. 5.

<b>Investor-reporting</b>	<b>Requirements</b>	<b>Recommendation</b>
<b>Fund Reporting</b>	▪ Fund Overview	▪ Value progression chart
	▪ Executive Summary	▪ Potential draw downs
	▪ Fund Summary	
	▪ Cash Flow Schedule & Net IRR table	
<b>Portfolio Reporting</b>	▪ Realisation Summary	
	▪ Current Portfolio Summary	
	▪ General information on portfolio companies	▪ Budget or forecast for current year and historic comparison
	▪ Specific information on each Investment	▪ Changes in valuation ▪ Name of co-investors ▪ Exit plans
	▪ Significant events and issues	
	▪ Historic profit and loss	
	▪ Assessment of the Company's status	
<b>Capital Account (Investor specific)</b>	▪ Information from inception to the end of the current reporting period	
	▪ Information for the current reporting period	▪ Information for all investors ▪ Individual cash flow schedule ▪ Origin of the distributions
<b>Fees and Carried Interest</b>	▪ Fees in current reporting period ▪ Statement of carried interest ▪ Value of clawback	

Tab. 3.21: Bestandteile des Investorreportings gem. EVCA Reporting Guidelines

### *Timing und Aufbau des Investorreportings*

Um die Mindestanforderung der *EVCA Reporting Guidelines* zu erfüllen, muss das *Investorreporting* in einem halbjährlichen Rhythmus durchgeführt werden. Dabei sind Halbjahresberichte innerhalb eines Zeitraums (*delivery time*) von 60 Kalendertagen und Jahresberichte innerhalb von 90 Tagen nach dem Ende der jeweiligen Berichtsperiode den Kapitalgebern zur Verfügung zu stellen.<sup>787</sup> Die Prüfungspflicht der jeweiligen Berichte durch einen Wirtschaftsprüfer oder unabhängigen Dritten richtet sich nach den vertraglichen Vereinbarungen im *Investment Agreement*. Für eine Verbesserung der Berichterstattung empfehlen die *EVCA Reporting Guidelines* eine vierteljährliche Berichterstattung. Diese sollte dann innerhalb von 45 Tagen nach dem Ende eines Quartals und 60 Tage nach dem Ende eines Geschäftsjahres vorliegen.<sup>788</sup> Die in-

<sup>787</sup> Als Reaktion auf die Einführung der EVCA Reporting Guidelines hat sich die Auslieferungszeit (*delivery time*) des Investorreporting von europäischen Private Equity Funds signifikant verkürzt sowie die darin enthaltenen Informationen in gleicher Weise erhöht, vgl. Kemmerer und Weidig (2005), S. 43.

<sup>788</sup> Vgl. EVCA Reporting Guidelines (2009), S. 5.

haltliche Gestaltung des *Investorreportings* erfolgt zunächst anhand der verschiedenen Investmentebenen, indem zwischen der Fondsebene (*fund reporting*) und der Portfolioebene (*portfolio reporting*) unterschieden wird. Darüber hinaus sehen die *EVCA Reporting Guidelines* eine gesonderte Darstellung der Eigenkapitalkonten der Kapitalgeber (*capital account*) sowie der Gebührenstruktur (*fees and carried interest*) des Fonds vor. Die Bestandteile werden geordnet nach Mindestanforderungen (*requirements*) und Empfehlungen (*recommendations*) in Tab. 3.21 zusammengefasst. Die ausführliche Wiedergabe der einzelnen Berichtsbestandteile findet sich in den Tab. A1 bis Tab. A4 in Anhang A.

### *Fund Reporting*

Das *Fund Reporting* (vgl. Anhang A Tab. A1) gliedert sich in einen *Fund Overview*, ein *Executive Summary*, ein *Fund Summary* und eine Darstellung der Zahlungen zwischen Fonds und Kapitalgebern sowie der auf dieser Basis ermittelten *Internal Rates of Return*. Im Rahmen des *Fund Summary* verlangen die *EVCA Reporting Guidelines* die Angabe des *Fair Value* des Portfolios sowie die Werte anderer Vermögensgegenstände und Schulden (*other assets and liabilities*). Unter der Voraussetzung, dass die zugrunde gelegten Wertansätze der gesetzlichen Finanzberichterstattung entsprechen, ermöglicht dies einen Bezug zu den geprüften Jahresabschlussdaten der Beteiligungsgesellschaft.<sup>789</sup> Dies ist insbesondere dann von Bedeutung, sofern das *Investorreporting* nicht durch einen unabhängigen Dritten, wie etwa im Rahmen des Einbezugs des *Investorreportings* in die Jahresabschlussprüfung des Wirtschaftsprüfers, überprüft wird. Darüber hinaus nehmen die *EVCA Reporting Guidelines* keinen Bezug zur gesetzlichen Finanzberichterstattung. Damit unterscheiden sich die *EVCA Reporting Guidelines* deutlich von den Transparenzvorschriften der regulierten Geschäftsmodelle, welche die gesetzliche Finanzberichterstattung als Grundlage der Berichterstattung an die Kapitalgeber heranziehen.<sup>790</sup>

Neben der Erfüllung der Mindestanforderungen empfehlen die *EVCA Reporting Guidelines* im Rahmen des *Executive Summary* die Abbildung einer Wertentwicklungsgrafik (*value progression chart*). Darin sollte die Wertentwicklung des Fonds anhand der Summe der Einzahlungen der Kapitalgeber (*contributed capital*), der kumulierten Auszahlungen des Fonds (*cumulative distributions*) sowie des verbleibenden Fondsvermögens (*residual fund value*) nach Abzug von Gebühren und Gewinnbeteiligungen des Fondsmanagements dargestellt werden.<sup>791</sup> Bei der Darstellung der Wertentwicklung ist zu beachten, dass vergleichsweise kurze Betrachtungszeiträume nur eine

<sup>789</sup> Vgl. zu den Voraussetzungen Kapitel 3.4.2.6 (IFRS) und Kapitel 3.4.2.7 (HGB).

<sup>790</sup> Vgl. Kapitel 3.3.8.2.

<sup>791</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 6.

geringe Aussagekraft besitzen. Andererseits sind die Kapitalgeber gerade in der Anfangsphase des Fonds an der unmittelbaren Wertentwicklung in den gezeigten Kategorien interessiert.<sup>792</sup> Darüber hinaus empfehlen die *EVCA Reporting Guidelines* das *Fund Summary* mit Angaben zu den erwarteten Kapitalabrufen (*draw downs*) in der nächsten Berichtsperiode zu ergänzen.<sup>793</sup>

### *Portfolio Reporting*

Das *Portfolio Reporting* (vgl. Anhang A Tab. A2) soll für die aktuelle Berichtsperiode sowie für den Zeitraum seit Auflage des Fonds bis zum Ende der aktuellen Berichtsperiode eine Auflistung aller vollständig und teilweise realisierten Investments (*realisation summary*) enthalten. Die Informationen zu den Portfoliounternehmen gliedern sich in eine zusammenfassende Darstellung (*current portfolio summary*), in allgemeine Informationen zu den Portfoliounternehmen (*general information on portfolio companies*) sowie spezifischen Informationen zu jedem einzelnen Investment (*specific information on each investment*). Eine wesentliche Information stellt dabei die Angabe der Anschaffungskosten der Investments (*cost of investment*) sowie deren *Fair Value-Bewertung* anhand der *IPEV Guidelines* dar.<sup>794</sup> Dies unterstreicht die Bedeutung beider Werte zur Analyse des Portfolios durch die Kapitalgeber. Das *Portfolio Reporting* wird ergänzt durch eine Erläuterung möglicher signifikanter Ereignisse und Geschehen (*significant events and issues*) sowie einer Beurteilung der aktuellen Entwicklung des Portfoliounternehmens im Vergleich zum Zeitpunkt des Investments (*assessment of the company's status*).

Im Rahmen des *Portfolio Reporting* sollen ausgewählte Zahlen der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz (*historic profit and loss and balance sheet*) der Portfoliounternehmen in das *Investorreporting* einfließen. Diese Vorgabe stellt einen direkten Bezug der Zahlenbasis des *Investorreportings* zum gesetzlichen Jahresabschluss der Portfoliounternehmen her. Aus Sicht der Kapitalgeber erlaubt dies die Überprüfung der Angaben des Fondsmanagements anhand geprüfter Jahresabschlussdaten, welche gegebenenfalls aufgrund der allgemeinen Publizitätspflichten oder im Rahmen der *Investor Relations* bereits an anderer Stelle durch die Portfoliounternehmen veröffentlicht wurden. Allerdings setzt dieser Vergleich die möglichst zeitnahe und vollständige Veröffentlichung der Daten seitens der Portfoliounternehmen voraus.

Zusammen mit einer Aufstellung für den gesamten Fonds, sollte jedem Kapitalgeber ein Auszug seines persönlichen Eigenkapitalkontos (*capital account*) zur Verfügung gestellt werden. Die darin enthaltenen Informationen (vgl. Anhang A Tab. A3) bilden

<sup>792</sup> Vgl. Schäfer (2009a), S. 274.

<sup>793</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 6.

<sup>794</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 7.

zum einen die Periode seit Gründung des Fonds bis zum aktuellen Berichtperiode ab. Zum anderen sollen sich ausgewählte Informationen ausschließlich auf die aktuelle Berichtsperiode beziehen.<sup>795</sup> Auch in diesem Fall sollen einzelne Angaben, wie etwa die Einzahlungen der Kapitalgeber, mit den entsprechenden Eigenkapitalpositionen des geprüften Jahresabschlusses des Fonds abstimmbare sein.

Der vierte und letzte Teil des *Investorreportings* sollte eine Aufstellung der auf Fondsebene angefallenen Gebühren sowie die Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements (*fees and carried interest*) enthalten. Die jeweils die aktuelle Berichtsperiode betreffenden Informationen werden im Detail in Anhang A Tab. A4 wiedergegeben. Sofern die Kapitalgeber mit dem Fondsmanagement Rückgriffsrechte (*clawbacks*) auf bereits ausbezahlte Gewinnbeteiligungen des Fondsmanagements vereinbart haben, ist deren potenzieller Wert zum Ende der aktuellen Berichtsperiode anzugeben.<sup>796</sup>

### 3.4.4 ILPA Private Equity Principles

Die *Institutional Limited Partners Association* stellt mit den *Private Equity Principles (ILPA Principles)* einen grundsätzlichen Leitfaden zur Gestaltung der Beziehung zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern eines *Private Equity Funds* zur Verfügung. Die inhaltliche Gestaltung des *Investorreportings* bildet nur einen Teil der *ILPA Principles* und beschränkt sich auf die Darstellung der wesentlichen Eckpunkte, welche im Folgenden erläutert werden.

#### 3.4.4.1 Aufbau und Struktur

Die *ILPA Principles* entstanden im Jahr 2009 als Reaktion der *ILPA* auf zunehmende Interessenskonflikte zwischen Fondsmanagern und Kapitalgebern von *Private Equity Funds*.<sup>797</sup> Die Anwendung der *ILPA Principles* ist für die Mitglieder der *ILPA* nicht zwingend vorgeschrieben. Allerdings bekräftigen weltweit bereits mehr als 100 institutionelle Kapitalgeber von *Private Equity Funds* ihre Unterstützung (*endorsement*) der *ILPA Principles*. Die *ILPA Principles* stellen eine Zusammenstellung der bewährten Vorgehensweisen (*best practices*) zum Abgleich der Interessen von Kapitalgebern und Fondsmanagement (*alignment of interest*), zur Fondsorganisation (*fund governan-*

<sup>795</sup> Vgl. EVCA Reporting Guidelines (2009), S. 9.

<sup>796</sup> Vgl. EVCA Reporting Guidelines (2009), S. 10.

<sup>797</sup> Dazu zählen nach Ansicht der *ILPA* beispielsweise Abweichungen von der bisher üblichen Gewinnverteilungsregel von 80/20 zwischen Kapitalgebern und Fondsmanagement hin zu einer 50/50 Aufteilung (vgl. Kapitel 2.3.2.2) sowie die Nutzung von Vermittlern im Fondsvertrieb (*placement agents*) deren Kosten nicht in erster Linie durch das Fondsmanagement, in ihrer Funktion als Fondsinitiatoren, getragen werden sondern letztendlich den Kapitalgebern auf Fondsebene weiterbelastet werden, vgl. [www.ilpa.org](http://www.ilpa.org).



ce) sowie zur Gestaltung der Transparenz (*transparency*) und des Berichtswesens (*reporting*) eines *Private Equity Funds* aus dem Blickwinkel der Kapitalgeber zur Verfügung. Wesentliches Ziel der *ILPA Principles* ist die Schaffung eines gemeinsamen Rahmens zur kontinuierlichen Diskussion zwischen Kapitalgebern und Fondsmanagern zum Vorteil aller Marktteilnehmer.

Die *ILPA Principles* gliedern sich inhaltlich in drei Teile. Der erste Teil umfasst die Formulierung der originären Leitgedanken (*principles*) zur Umsetzung von *Best Practices* in *Private Equity Funds*. Diese umfassen sieben *Principles* zum Abgleich der Interessen zwischen Kapitalgebern und Fondsmanagement, weitere sieben *Principles* zur Fondsorganisation sowie vier *Principles* zur Gestaltung der Transparenz auf Fondsebene. Die weitere inhaltliche Konkretisierung dieser *Principles* erfolgt im zweiten Teil des Regelwerkes, indem die bevorzugten Vertragsbedingungen (*private equity preferred terms*) zwischen Fondsmanagern und Kapitalgebern in Form eines Anhangs ausführlich dargestellt werden. Der dritte Teil, welcher ebenfalls in Form eines Anhangs behandelt wird, befasst sich mit der Einrichtung eines Beirats der Kapitalgeber (*Limited Partner Advisory Committee*) zur Wahrung der Mitspracherechte der Kapitalgeber während der operativen Tätigkeit des Fonds.

Den Schwerpunkt der *ILPA Principles* bildet der Abgleich der Interessen zwischen Kapitalgebern und Fondsmanagement. Dazu geben die *ILPA Principles* im Rahmen der *Private Equity Preferred Terms* ausführliche Hinweise zur Gestaltung und Berechnung der Gewinnverteilung zwischen Kapitalgebern und Fondsmanagement sowie zum möglichen Rückgriff (*clawback*) der Kapitalgeber auf im Nachhinein hinfällige, jedoch bereits an das Fondsmanagement geleistete Gewinnbeteiligungen. Darüber hinaus werden Hinweise zur Berechnung und Verteilung der anfallenden Gebühren auf Fondsebene gegeben.<sup>798</sup> Zur Thematik der Fondsorganisation geben die *ILPA Principles* insbesondere Hinweise zu den Sorgfalts- und Treuepflichten des Fondsmanagements gegenüber den Kapitalgebern und weisen auf die notwendige Unabhängigkeit des Abschlussprüfers hin.<sup>799</sup> Die Umsetzung der gegebenen Empfehlungen soll sich letztendlich in der Berichterstattung des Fondsmanagements an die Kapitalgeber widerspiegeln, welche im folgenden Kapitel im Detail erläutert werden.

Neben der Gestaltung der Beziehung zwischen den Fondsmanagement und den bestehenden Kapitalgebern geben die *ILPA Principles* Empfehlungen zur Informationsweitergabe an potenzielle Kapitalgeber. Für deren sorgfältige Prüfung des Fondsmanagements (*due diligence*) stellen die *ILPA Principles* eine Übersicht an Marketingunterlagen (*fund marketing material*) zur Verfügung. Diese Marketingunterlagen

<sup>798</sup> Vgl. *ILPA Principles* (2009), S. 7 f.

<sup>799</sup> Vgl. *ILPA Principles* (2009), S. 9f.

umfassen unter anderem Angaben zur Höhe von unrealisierten Beteiligungswerten in den bisher verwalteten Fonds, über drohende oder bereits anhängige Gerichtsverfahren, zu internen Zinssätzen und Multiplikatoren bisheriger Fonds sowie zu Fondsvermittlern (*placement agents*).<sup>800</sup>

### 3.4.4.2 Gestaltung der Transparenz

Die Gestaltung der Transparenz eines *Private Equity Funds* soll nach Ansicht der *ILPA* zunächst anhand von vier übergeordneten Leitgedanken (*principles*) erfolgen (vgl. Tab. 3.22). Diese Principles adressieren insbesondere die Vorgehensweise zur Berechnung und Abbildung von Gebühren und Gewinnbeteiligungen, die Bereitstellung von Informationen bezüglich der Portfoliounternehmen, die Gestaltung der Transparenz auf Fondsebene sowie den Schutz von vertraulichen Daten.<sup>801</sup> Die praktische Umsetzung der *Principles* erfolgt mit Hilfe einer detaillierten Zusammenstellung von Informationen und Hinweisen in *Appendix A* der *ILPA Principles*.

Transparency Principles	
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Fee and carried interest calculations should be transparent and subject to limited partner and independent auditor review and certification.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Investors in private equity funds should have greater transparency as requested with respect to relevant information pertaining to the general partner.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Detailed valuation and financial information related to the portfolio companies should be made available as requested on a quarterly basis.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ All proprietary information should be protected from public disclosure.</li> </ul>

Tab. 3.22: ILPA Principles zur Gestaltung der Transparenz

Auf dieser Basis können verschiedenen Formen der Berichterstattung unterschieden werden. Zum einen sehen die *ILPA Principles* die regelmäßige Erstellung von Berichten an die Kapitalgeber vor. Diese umfassen Jahresberichte (*annual reports*) und Quartalsberichte (*quarterly reports*) zur Entwicklung auf Fondsebene sowie ebenso vierteljährlich zu erstellende Berichte über die Entwicklung der Portfoliounternehmen (*portfolio company reports*).<sup>802</sup> Zum anderen sollte das Fondsmanagement den Kapital-

<sup>800</sup> Vgl. *ILPA Principles* (2009), S. 8.

<sup>801</sup> Vgl. *ILPA Principles* (2009), S. 5.

<sup>802</sup> Vgl. *ILPA Principles* (2009), S. 12 f.

geben in bestimmten Situationen ausgewählte Informationen zur Verfügung stellen.<sup>803</sup> Dazu zählen zusätzliche Informationen im Rahmen der Benachrichtigungen zum Abruf von zugesagten Mitteln (*capital call notice*) und zur Rückzahlung von Mitteln (*distribution notice*) an die Kapitalgeber.

Report	Wesentliche Inhalte
<b>Annual Reports</b> (Erstellungsfrist 75 Tage)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Geprüfter Jahresabschluss (inkl. Bestätigungsvermerk)</li> <li>▪ Interne Zinssätze (inkl. Beschreibung der Vorgehensweise)</li> <li>▪ Gebühren und Gewinnanteile des Fondsmanagements</li> <li>▪ Bestätigung der Einhaltung der vertraglichen Vereinbarungen</li> <li>▪ Summe der Kapitalabrufe und Rückzahlungen</li> <li>▪ Höhe der Verschuldung samt Kreditlinien auf Fondsebene</li> </ul>
<b>Quarterly Reports</b> (Erstellungsfrist 45 Tage)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ungeprüfte Gewinn- und Verlustrechnung</li> <li>▪ Höhe der Verschuldung samt Kreditlinien auf Fondsebene</li> <li>▪ Materielle Veränderungen bei Investitionen und Ausgaben</li> <li>▪ Veränderung von Bewertungen</li> <li>▪ Ausgaben des Fondsmanagements</li> </ul>
<b>Portfolio Company Reports</b> (vierteljährlich)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ursprüngliche Anschaffungskosten der Beteiligung</li> <li>▪ Nachträgliche Investitionen in das Portfoliounternehmen</li> <li>▪ Wesentliche Ereignisse auf Portfolioebene</li> <li>▪ Ausgewählte Finanzdaten des Portfoliounternehmens</li> <li>▪ Bewertung der Portfoliounternehmen</li> </ul>
<b>Capital Call Notice</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aufstellung sämtlicher Gebühren auf Fondsebene</li> <li>▪ Offenlegung der Kapitalanteile aller Kapitalgeber</li> </ul>
<b>Distribution Notice</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aufstellung sämtlicher Gebühren auf Fondsebene</li> <li>▪ Umfang der Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements</li> </ul>
<b>Sonstige Informationen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Veränderungen im Fondsmanagement (Verkauf, IPO)</li> <li>▪ Auflage weiterer Fonds mit vergleichbaren Anlagestrategien</li> </ul>

Tab. 3.23: Aufbau der Berichterstattung gem. ILPA Principles

Darüber hinaus sollen die Kapitalgeber unmittelbar über bestimmte Aktivitäten des Fondsmanagements, wie etwa zu personellen Veränderungen oder zur parallelen Auflage weiterer Fonds mit vergleichbaren Anlagestrategien, schriftlich informiert werden. Die wesentlichen Inhalte der genannten Berichte werden in Tab. 3.23 zusammengefasst. Die vollständige Wiedergabe der genannten Berichtsinhalte der *ILPA Principles* erfolgt in Anhang B dieser Arbeit.

<sup>803</sup> Vgl. ILPA Principles (2009), S. 11.

Die Vorgaben der *ILPA Principles* zur Gestaltung der Jahresberichte setzten die Prüfung des Jahresabschlusses des Fonds sowie die Erteilung eines uneingeschränkten Bestätigungsvermerks durch einen Wirtschaftsprüfer voraus. Sofern der Wirtschaftsprüfer neben seiner Tätigkeit als Abschlussprüfer weitere Tätigkeit für den Fonds durchgeführt hat, sind diese in einer separaten Bestätigung des Wirtschaftsprüfers zu erklären. Darüber hinaus sollen die Jahresberichte gemäß *ILPA Principles* eine Bestätigung des Wirtschaftsprüfers enthalten, dass die erfolgten Zuordnungen, Auszahlungen und Gebühren auf Fondsebene im Einklang mit den vertraglichen Vereinbarungen zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern stehen.<sup>804</sup>

Die Bewertung von unrealisierten Beteiligungen soll für Zwecke der Berechnung von Gewinnausschüttungen und Gebühren anhand der Fondsstruktur (*waterfall structure*) zum geringeren Wert aus Anschaffungskosten oder Marktwerten erfolgen.<sup>805</sup> Weitere Hinweise zur Durchführung von Beteiligungsbewertungen sowie der möglichen Bewertungsmethoden sind in den *ILPA Principles* nicht enthalten. Allerdings soll mit der Angabe von Beteiligungswerten in den *Portfolio Company Reports* die zugrunde gelegte Bewertungsmethode erläutert werden.<sup>806</sup>

### 3.4.4.3 Vergleich mit dem Regelwerk der EVCA

Mit der Verbesserung der Beziehungen sowie der Transparenz zwischen Fondsmanagern und Kapitalgebern von *Private Equity Funds* verfolgen die *ILPA Principles* sowie die diversen Richtlinien und Empfehlungen der *EVCA* grundsätzlich vergleichbare Zielsetzungen. Im Gegensatz zur Vorgehensweise der *EVCA*, welche nach Themenbereichen geordnet mehrere Richtlinien und Empfehlungen zur Verfügung stellt, fasst die *ILPA* sämtliche Empfehlungen in den *ILPA Principles* zusammen.<sup>807</sup> Vor diesem Hintergrund können hinsichtlich der Gestaltung des *Investorreportings* insbesondere die *EVCA Reporting Guidelines* sowie die zu diesen komplementären *IPEV Guidelines* mit den *ILPA Principles* verglichen werden.

Während die *EVCA Reporting Guidelines* zwischen Mindestanforderungen zur grundsätzlichen Einhaltung der Richtlinien sowie weiteren Empfehlungen zur Verbesserung des *Investorreportings* unterscheiden, basieren die *ILPA Principles* grundsätzlich auf unverbindlichen Empfehlungen zur Umsetzung von *Best Practices*. Darüber hinaus nehmen beide Organisationen eine unterschiedliche Schwerpunktsetzung vor. Die

<sup>804</sup> Vgl. *ILPA Principles* (2009), S. 12.

<sup>805</sup> Vgl. *ILPA Principles* (2009), S. 7.

<sup>806</sup> Vgl. *ILPA Principles* (2009), S. 13.

<sup>807</sup> Vgl. zu den Richtlinien und Empfehlungen der *EVCA* Kapitel 3.4.1.3.

*EVCA Reporting Guidelines* fokussieren aus dem Blickwinkel der Fondsmanager insbesondere auf eine ausführliche Darstellung des Beteiligungsportfolios sowie der damit verbundenen Auswirkungen auf Fondsebene. Im Gegensatz dazu liegt der Schwerpunkt der *ILPA Principles* auf einer transparenten Darstellung der Gebühren und Gewinnverteilungen auf Fondsebene. Diese Unterschiede werden in den Einzelschriften der beiden Regelwerke deutlich.

Zum Schutz der Kapitalgeber setzen die *ILPA Principles* die Prüfung des Jahresabschlusses, der einen konkreten Bestandteil des *Investorreportings* gemäß *ILPA Principles* darstellt, voraus. Darüber hinaus soll gemäß *ILPA Principles* die korrekte Umsetzung der vertraglich vereinbarten Regelungen zur Gebührenberechnung und Gewinnverteilung durch einen unabhängigen Wirtschaftsprüfer geprüft und bestätigt werden.<sup>808</sup> Im Gegensatz dazu definieren sich die *EVCA Reporting Guidelines* als Grundlage für eine eigenständige Form der Berichterstattung. Gleichwohl fließen Bestandteile der handelsrechtlichen Berichterstattung in das *Investorreporting* gemäß *EVCA Guidelines* mit ein. Die Prüfungspflicht des *Investorreportings* gemäß *EVCA Guidelines* durch einen Wirtschaftsprüfer richtet sich insofern nach den vertraglichen Vereinbarungen zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern.<sup>809</sup>

Die *ILPA Principles* geben keine Hinweise zu den zugrunde zu legenden Rechnungslegungsvorschriften und den damit verbundenen Bewertungsvorschriften zur Bewertung der Beteiligungen an den Portfoliounternehmen. Im Gegensatz dazu, ist die Bewertungskonzeption der *IPEV Guidelines*, welche die *EVCA Reporting Guidelines* hinsichtlich Bewertungsfragen ergänzen, anhand des Konzepts des *Fair Value* eng mit den Vorgaben der internationalen Rechnungslegungsstandards (*IFRS*) abgestimmt.<sup>810</sup> Zur Gestaltung des *Investorreportings* gemäß *ILPA Principles* besteht allerdings die Möglichkeit, die *IPEV Guidelines* als Bewertungsrichtlinien für die Erstellung der *Portfolio Company Reports* zugrunde zu legen, da die *IPEV Guidelines* seitens der *ILPA* offiziell anerkannt (*endorsement*) wurden.<sup>811</sup>

Während die *ILPA Principles* zwischen der Erstellung von Jahresberichten und Quartalsberichten unterscheiden, verlangen die *EVCA Reporting Guidelines* eine mindestens halbjährliche Berichterstattung und empfehlen eine vierteljährliche Berichterstattung. Der Jahresbericht gemäß *ILPA Principles* soll dabei innerhalb von 75 Tagen nach dem jeweiligen Berichtsdatum erstellt werden. Die *EVCA Reporting Guidelines* sehen dazu eine Höchstdauer von 90 Tagen vor, empfehlen aber die Erstellung

<sup>808</sup> Vgl. *ILPA Principles* (2009), S. 12.

<sup>809</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 5.

<sup>810</sup> Vgl. *IPEV Guidelines* (2009), S. 7.

<sup>811</sup> Vgl. [www.ilpa.org](http://www.ilpa.org).

innerhalb von 60 Tagen. Die Erstellungsfristen der Quartalsberichte sind mit 45 Tagen in beiden Regelwerken identisch. Die *ILPA Principles* verlangen lediglich in den Jahresberichten (*annual reports*) die Berechnung von Internen Zinssätzen (*IRR*) sowie die Angabe der zugrunde gelegten Berechnungsmethodik.<sup>812</sup> Im Gegensatz dazu wird gemäß *EVCA Reporting Guidelines* die Angabe von internen Zinssätzen in jedem Bericht verlangt, auch wenn dieser, wie empfohlen, vierteljährlich erstellt wird.

Neben den skizzierten Unterschieden gibt es zahlreiche Überschneidungen zwischen den *ILPA Principles* und *EVCA Reporting Guidelines* hinsichtlich den empfohlenen Inhalten des *Investorreportings*. Dies betrifft insbesondere Angaben zu den geleisteten Einzahlungen der Kapitalgeber, den auf Fondsebene angefallenen Gebühren sowie zur Gewinnverteilung und unterstreicht die inhaltliche Nähe beider Regelwerke. Aufgrund des Empfehlungscharakters beider Regelwerke besteht die grundsätzliche Möglichkeit zur parallelen Anwendung und Einhaltung der Vorgaben der *EVCA Reporting Guidelines* sowie der *ILPA Principles*. Dies erlaubt die von Fall zu Fall unterschiedliche Regelungstiefe beider Regelwerke, wie etwa im Hinblick auf die diskutierten Sachverhalte in Bezug auf die Durchführung von Unternehmens- und Beteiligungsbewertungen auf Portfolioebene oder den detaillierten Ausweis von Gebühren und Gewinnverteilungen auf Fondsebene, gegeneinander auszugleichen.

### 3.4.5 Global Investment Performance Standards

Die *Global Investment Performance Standards (GIPS)* des *CFA Institutes* stellen international anerkannte Richtlinien zur Berechnung und Darstellung der Anlageergebnisse von Fondsmanagern dar. Neben der grundsätzlichen Anwendungsmöglichkeit des Regelwerks für *Hedge Funds* wird die Umsetzung für *Private Equity Funds* durch zusätzliche industriespezifische Vorschriften gewährleistet. Letztere bilden das Hauptaugenmerk der folgenden Untersuchung.

#### 3.4.5.1 Aufbau und Struktur

Die *GIPS* des *CFA Institutes* wurden seit ihrer ersten Veröffentlichung im Jahr 1999 mehrmals überarbeitet und erweitert, um den kontinuierlichen Veränderungen des Kapitalmarkts sowie den steigenden Anforderungen der Kapitalgeber an die Qualität der Berichterstattung gerecht zu werden. Die Einhaltung der *GIPS* ist für die Mitglieder des *CFA Institutes* nicht verbindlich vorgeschrieben. Allerdings haben sich die *GIPS* aufgrund der breiten internationalen Akzeptanz als Branchenstandard etabliert und

---

<sup>812</sup> Vgl. *ILPA Principles* (2009), S. 12.

werden von zahlreichen Fondsmanagern befolgt. Neben der Information der bestehenden Kapitalgeber kann die Einhaltung der *GIPS* durch das Fondsmanagement zu Marketingzwecken im Rahmen des Vertriebs von neuen Produkten genutzt werden.<sup>813</sup>

In der derzeit gültigen Fassung gliedert sich das Regelwerk in fünf Teile.<sup>814</sup> Der erste Teil umfasst die eigentlichen Regelungen (*provisions*) der *GIPS* und gliedert sich in neun Sektionen (*sections*), diese umfassen die grundlegenden Aspekte der *Compliance* (*Fundamentals of Compliance*), die zugrunde zu legenden Eingangsdaten (*Input Data*), die anzuwendende Berechnungsmethodik (*Calculation Methodology*), die Bildung von *Composites* (*Composite Construction*), die Offenlegung von Informationen (*Disclosure*), die Präsentation und Berichterstattung (*Presentation and Reporting*) sowie Spezialvorschriften für Immobilien (*Real Estate*), *Private Equity Funds* (*Private Equity*) und Portfolios mit besondere Gebührenberechnung (*Wrap Fee/Separately Managed Account (SMA) Portfolios*). Im zweiten Teil der *GIPS* werden die anzuwendenden Grundsätze zur Bewertung (*Valuation Principles*) der Investments zusammengefasst. Der dritte Teil umfasst Leitlinien zur Verwendung der *GIPS* im Rahmen des Fondsmarketings (*Advertising Guidelines*). Im vierten Teil wird die Vorgehensweise zur Verifizierung (*Verification*) der Einhaltung der *GIPS* erläutert. Die *GIPS* empfehlen zur Überprüfung der Einhaltung der Standards eine unabhängige Dritte Partei, wie etwa einen Wirtschaftsprüfer, zu beauftragen.<sup>815</sup> Die Einhaltung der *GIPS* wird dann anhand eines *Compliance Statements* nachgewiesen und kann anschließend zur Information der Kapitalgeber oder für Marketingzwecke verwandt werden. Im fünften Teil findet sich eine Übersicht der verwandten Fachbegriffe (*Glossary*).

Die Regelungen der *GIPS* unterscheiden zwischen Vorschriften (*requirements*) und Empfehlungen (*recommendations*). Um die Einhaltung (*compliance*) der *GIPS* durch das Fondsmanagement beanspruchen zu können, müssen alle Vorschriften ohne Ausnahme umgesetzt werden.<sup>816</sup> Zu den wesentlichen Konzepten der *GIPS* zählt die Zusammenfassung von einzelnen Portfolios zu *Composites*.<sup>817</sup> Diese *Composites* müssen auf Basis vergleichbarer Anlageziele oder Anlagestrategien (*investment mandate, objective or strategy*) gebildet werden.<sup>818</sup> Der Ausweis der Renditen und weiteren statistischen Kennziffern erfolgt dann auf Ebene der gebildeten *Composites*. Die Berechnung der Renditekennziffern erfolgt grundsätzlich anhand der zeitgewichteten Renditemethode und setzt eine mindestens monatlich durchzuführende Bewertung der

<sup>813</sup> Vgl. Spremann (2008), S. 338.

<sup>814</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 6 ff.

<sup>815</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 31 ff.

<sup>816</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 2.

<sup>817</sup> Als Portfolios im Sinne der *GIPS* gelten individuell verwaltete Gruppen von Investments, wie etwa einzelne Kundenportfolios, vgl. GIPS (2010), S. 41.

<sup>818</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 10.

Vermögensgegenstände voraus.<sup>819</sup> Auf dieser Basis unterscheiden die *GIPS* grundsätzlich zwischen einer Bruttorendite (*gross-of-fees returns*) und einer Nettorendite (*net-of-fees returns*), welche sich anhand der Berücksichtigung der auf Fondsebene angefallenen Kosten und Gebühren unterscheiden. In der Berichterstattung ist die Entwicklung der Vermögenswerte sowie der dazugehörigen Renditen für wenigstens fünf Jahre offenzulegen.<sup>820</sup> Zum Vergleich der *Composite-Renditen* ist ein geeigneter Vergleichsmaßstab (*benchmark*) zu definieren.<sup>821</sup> Darüber hinaus ist die Anzahl der Portfolios, das Volumen der *Composites* sowie der gesamte Anteil des *Composites* am gesamten verwalteten Vermögen auszuweisen.

Die folgende Zusammenfassung stellt einen grundlegenden Überblick über die Inhalte der *GIPS* zur Verfügung, welche beispielsweise von Fondsmanagern von *Hedge Funds* zur Gestaltung des *Investorreportings* zugrunde gelegt werden können.<sup>822</sup> Zu den weiteren Inhalten der *GIPS* wird, sofern dies nicht im folgenden Kapitel zu den spezifischen Regelungen für *Private Equity Funds* erfolgt, aufgrund des zahlenmäßigen Umfangs auf die detaillierten Ausführungen im eigentlichen Regelwerk sowie auf die begleitende Fachliteratur verwiesen.

### 3.4.5.2 Spezifische Regelungen für Private Equity Funds

Seit 2005 enthalten die *GIPS* spezifische Regelungen für *Private Equity Funds* (*GIPS Private Equity Provisions*), welche die allgemeinen Vorschriften und Empfehlungen in den Bereichen *Input Data*, *Calculation Methodology*, *Composite Construction*, *Disclosure* und *Presentation and Reporting* ergänzen.<sup>823</sup> Um die Einhaltung (*compliance*) der *GIPS* reklamieren zu können, sind nicht nur diese speziellen *GIPS Private Equity Provisions* einzuhalten, sondern die gesamten Vorschriften der *GIPS* zu erfüllen. Um dies zu ermöglichen, setzen die *GIPS Private Equity Provision* einzelne Vorschriften der allgemeinen *GIPS* außer Kraft, um die spezifischen Anforderungen der Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* zu berücksichtigen und eine konsistente Anwendung der gesamten *GIPS* zu gewährleisten.<sup>824</sup> Die wesentlichen Vorschriften und Empfehlungen der *GIPS Private Equity Provisions*, welche für die entsprechenden *Composites*

<sup>819</sup> Die Monatsrenditen sind mit Hilfe der geometrischen Durchschnittsbildung in der Berichterstattung als Jahresrenditen auszuweisen, vgl. *GIPS* (2010), S. 9.

<sup>820</sup> Vgl. *GIPS* (2010), S. 2.

<sup>821</sup> Vgl. *GIPS* (2010), S. 12; falls keine geeignete Benchmark gefunden werden kann, ist dies mit einer entsprechenden Begründung in der Berichterstattung offenzulegen, vgl. *GIPS* (2010), S. 13.

<sup>822</sup> Vgl. *GIPS* (2010), S. 1 ff.

<sup>823</sup> Vgl. *GIPS* (2010), S. 20 ff.

<sup>824</sup> Die *GIPS Private Equity Provisions* gelten ausschließlich für Einzelfonds sowie Fund of Funds mit begrenzter Laufzeit und festen Kapitalzusagen. Für offene Fondsmodelle und Evergreen Funds gelten ausschließlich die allgemeinen Regelung der *GIPS*, vgl. *GIPS* (2010), S. 20.



in vollem Umfang ab dem 1. Januar 2011 anzuwenden sind, werden in Tab. 3.24 für Einzelfonds zusammengefasst.<sup>825</sup>

Section	Requirements	Recommendations
<b>Input Data</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bewertung zum <i>Fair Value</i></li> <li>▪ Mindestens jährliche Bewertung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vierteljährliche Bewertung</li> </ul>
<b>Calculation Methodology</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Berechnung des annualisierten Brutto-IRR seit Beginn der Investitionstätigkeit unter Abzug von Transaktionskosten; und</li> <li>▪ Berechnung des Netto-IRR unter Abzug von Gebühren und Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements</li> <li>▪ auf Basis täglicher Cashflows für Perioden nach dem 1. Januar 2010</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ tägliche Cashflows für alle gezeigten IRR-Berechnungen</li> </ul>
<b>Composite</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <i>Composite-Konstruktion</i> auf Basis von <i>Vintage Year</i> und Anlagestrategie</li> </ul>	
<b>Disclosure</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <i>Vintage Year</i> und Definition</li> <li>▪ Liquidationsdatum von <i>Composites</i></li> <li>▪ Zugrunde gelegte Bewertungsmethoden</li> <li>▪ Materielle Änderungen von Bewertungen oder Bewertungsmethoden</li> <li>▪ Grundlagen der IRR-Berechnungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Erläuterung von materiellen Bewertungsunterschieden zwischen <i>GIPS Reporting</i> und Jahresabschluss</li> </ul>
<b>Presentation and Reporting</b>	<p>Bei jeder Berichterstattung:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Brutto-IRR und Netto-IRR</li> </ul> <p>Im Rahmen der jährlichen Berichterstattung</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <i>Composite since inception paid-in capital</i></li> <li>▪ <i>Composite since inception distributions</i></li> <li>▪ <i>Composite cumulative committed capital</i></li> <li>▪ <i>TVPI, DPI, RVPI, PIC Multiples</i><sup>826</sup></li> <li>▪ IRR der <i>Benchmark</i></li> <li>▪ Anteil der indirekten Investments des Composites nach dem 1. Januar 2011</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anteil der indirekten Investments des Composites vor dem 1. Januar 2011</li> </ul>

Tab. 3.24: Wesentliche Berichtsinhalte gem. GIPS Private Equity Provisions

Die wesentlichen Ergänzungen der *GIPS Private Equity Provisions* betreffen zum ersten die Anwendung der geldgewichteten Renditemethode an Stelle der zeitgewichteten Methode.<sup>827</sup> Zum zweiten wurden die Vorschriften zur Konstruktion von *Composites* um den Parameter des *Vintage Years* erweitert.<sup>828</sup> Diese Erweiterung gilt ebenfalls für die Auswahl einer geeigneten *Benchmark*.<sup>829</sup> Zum dritten wurde die Berichterstattung um die üblichen *Investment-Multiples* aus dem Bereich der *Private Equity Funds* er-

<sup>825</sup> Die GIPS Private Equity Provisions sehen zusätzliche Vorschriften für Fund of Funds vor.

<sup>826</sup> Vgl. zur Terminologie Kapitel 3.4.3.3.

<sup>827</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 20.

<sup>828</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 21.

<sup>829</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 22.

gänzt.<sup>830</sup> Und zum vierten sind die Investments von *Private Equity Funds* mindestens jährlich zu bewerten, wobei eine vierteljährliche Bewertung empfohlen wird.<sup>831</sup> Die Darstellung der Performancehistorie bleibt unverändert und muss für mindestens fünf Jahre oder seit Gründung des Fondsmanagements, falls dieser Zeitpunkt weniger als fünf Jahre zurückliegt, dargestellt werden.<sup>832</sup> Weitere spezifische Vorgaben zur Bewertung der Investments von *Private Equity Funds* sind in den *GIPS Valuation Principles* enthalten, denen sich das folgende Kapitel widmet.

### 3.4.5.3 Allgemeine und spezifische Bewertungsgrundsätze

Die den einzelnen Regelungen der *GIPS* zugrunde liegenden Bewertungsgrundsätze werden einheitlich in den *GIPS Valuation Principles* zusammengefasst. Diese trennen ebenfalls zwischen *Requirements* und *Recommendations* und enthalten darüber hinaus spezifische Bewertungsvorschriften für *Real Estate* und *Private Equity Funds*. In Anlehnung an die internationalen Rechnungslegungsstandards (*IFRS*) beruhen die *GIPS Valuation Principles* grundsätzlich auf der *Fair Value-Methodologie*.<sup>833</sup> Darauf aufbauend erfolgen die Definition des zugrunde gelegten *Fair Value-Begriffs* sowie eine allgemeine Darstellung der fünfstufigen *Fair Value-Hierarchie* zur Bewertung der Portfolios auf Ebene der *Composites*.<sup>834</sup> Demzufolge orientiert sich die Ableitung der *Fair Values* in erster Linie an den Marktpreisen von identischen oder vergleichbaren Investments, welche an aktiven Märkten (*active markets*) gehandelt werden. Eine weitergehende Definition von aktiven Märkten sowie mögliche Bewertungsmethoden zur Bewertung von Investments, welche nicht an aktiven Märkten gehandelt werden, wird im Rahmen der *GIPS* nicht zur Verfügung gestellt.

Dieser allgemeine Charakter der *GIPS Valuation Principles* spiegelt sich auch an den spezifischen Vorschriften und Empfehlungen zur Bewertung der Investments von *Private Equity Funds* wider. Die *GIPS* verlangen hier lediglich, dass zur Bewertung eines Investments diejenige Bewertungsmethode ausgewählt wird, welche, unter Berücksichtigung der vorliegenden Umstände und Rahmenbedingungen, am geeignetsten erscheint. Die ausgewählte Bewertungsmethode ist offenzulegen.<sup>835</sup> Weitere Hinweise zur Bewertung der in der Regel nicht notierten Investments von *Private Equity Funds* sind in den *GIPS* nicht enthalten. Sofern die Investments anhand von industriespezifischen Bewertungsrichtlinien bewertet werden, ist dies in der Berichterstattung anzu-

---

<sup>830</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 22.

<sup>831</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 20 und S. 22.

<sup>832</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 2.

<sup>833</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 25.

<sup>834</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 27.

<sup>835</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 26.

geben. Diese Vorschrift verdeutlicht die enge Beziehung zwischen den *GIPS Private Equity Provisions* sowie den einschlägigen branchenspezifischen Richtlinien aus dem Bereich der *Private Equity Funds*.

#### 3.4.5.4 Vergleich mit dem Regelwerk der EVCA

Mit den *GIPS Private Equity Provisions* ermöglicht das *CFA Institute* die Anwendung der *GIPS* auf *Private Equity Funds*. Die *GIPS Private Equity Provisions* nehmen dabei *expressis verbis* Bezug zu den bestehenden branchenspezifischen Bewertungsrichtlinien, indem deren zusätzliche Anwendung zur Bewertung von Investments, welche in die *GIPS-konforme* Berichterstattung einfließen, offengelegt werden muss.<sup>836</sup> Vor diesem Hintergrund erfolgt ein Vergleich der *GIPS Private Equity Provisions* mit dem Regelwerk der *EVCA* zur Gestaltung des *Investorreportings* an die Kapitalgeber.

Beide Regelwerke legen das Konzept des *Fair Values* zugrunde und folgen der grundsätzlichen Vorgehensweise, die entsprechenden Bewertungsvorschriften gesondert zusammenzufassen. Dies erfolgt innerhalb der *GIPS* anhand der separaten Darstellung der *GIPS Valuation Principles*. Die *EVCA* nutzt dazu die *IPEV Guidelines*, deren Bewertungsergebnisse die Basis der Berichterstattung anhand der *EVCA Reporting Guidelines* bilden. Ebenso basieren beide Regelwerke auf der Unterscheidung zwischen verbindlichen Vorschriften sowie freiwillig einzuhaltenden Empfehlungen.

Das den *GIPS* zugrunde liegende Konzept zur Bildung von *Composites* anhand des *Vintage Years* oder der Anlagestrategie des Portfolios stellt auf den ersten Blick einen wesentlichen inhaltlichen Unterschied zu den *EVCA Reporting Guidelines* dar. Allerdings unterscheiden sich *Private Equity Funds*, welche durch das gleiche Fondsmanagement geführt werden, in der Regel genau anhand dieser beiden Kriterien. In der praktischen Umsetzung der *GIPS Private Equity Provisions* kann dies dazu führen, dass jeder *Private Equity Funds* ein eigenständiges *Composite* bildet. Dies erlaubt die direkte Vergleichbarkeit der Berichterstattung gemäß *GIPS Private Equity Provisions* auf der einen Seite und den *EVCA Reporting Guidelines* in Verbindung mit den *IPEV Guidelines* auf der anderen Seite.

Weiter Unterschiede finden sich im Renditeausweis. Während die *GIPS Private Equity Provisions* mit der Bruttorendite und der Nettorendite auf alle Investments zwischen zwei Ebenen der Renditemessung unterscheiden, fügen die *EVCA Reporting Guidelines* mit der Unterscheidung der Bruttorendite zwischen realisierten und unrealisierten Investments eine dritte Ebene hinzu. Darüber hinaus kann sich in Abhängigkeit von der Gebührenstruktur auf Fondsebene eine unterschiedliche Berücksichtigung der

<sup>836</sup> Vgl. GIPS (2010), S. 26.

Transaktionskosten zwischen den ausgewiesenen Brutto- und Nettoerträgen ergeben, indem diese in der Bruttoerträge gemäß *GIPS Private Equity Provisions* bereits in Abzug gebracht werden müssen. Beide Regelwerke legen zur Berechnung der jeweiligen Renditen tägliche *Cashflows* zugrunde.

Während die Bewertung der Investments gemäß *GIPS Private Equity Provisions* mindestens jährlich erfolgen muss<sup>837</sup>, verkürzen die *EVCA Reporting Guidelines*, unter Berücksichtigung der *IPEV Guidelines*, diesen Zeitraum aufgrund der zu jedem Berichtszeitpunkt durchzuführenden Überprüfung der Bewertungen auf einen mindestens halbjährlichen Turnus.<sup>838</sup> Sowohl die *GIPS Private Equity Provisions* als auch die *EVCA Reporting Guidelines* empfehlen darüber hinaus eine mindestens vierteljährliche Bewertung der Investments.<sup>839</sup> Die notwendigen Bewertungen des Portfolios sollen gemäß *GIPS Private Equity Provisions* von einem unabhängigen Sachverständigen durchgeführt werden.<sup>840</sup> Zusätzlich sehen die allgemeinen *GIPS* die Möglichkeit der Verifizierung der Einhaltung der Vorgaben der *GIPS* durch einen unabhängigen Sachverständigen vor.<sup>841</sup> Im Gegensatz dazu verbleibt die Einbindung von Sachverständigen Dritten, wie etwa Wirtschaftsprüfern, gemäß den *EVCA Reporting Guidelines* im Bereich der individuellen vertraglichen Vereinbarungen zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern.<sup>842</sup>

Vor diesem Hintergrund wird die unterschiedliche Schwerpunktsetzung der beiden Regelwerke deutlich. Während die *GIPS* die Performancemessung auf Ebene der *Composites* in den Vordergrund stellen, geben die Regelwerke der *EVCA*, neben den grundsätzlich vergleichbaren Vorschriften zur Berichterstattung auf Fondsebene, detaillierte Vorgaben zur Bewertung und Darstellung der einzelnen Portfoliounternehmen. Dies unterstreicht den allgemeinen Charakter der *GIPS*, die aus diesem Grund einen engen Bezug zu den branchenspezifischen Bewertungsrichtlinien suchen. Aufgrund der zunehmenden Bedeutung einer transparenten Berichterstattung von *Private Equity Funds* erwarten Branchenvertreter in Zukunft eine weitere Angleichung zwischen den *GIPS* und den einschlägigen Bewertungs- und Reportingrichtlinien der Branchenverbände im Bereich der *Private Equity Funds*. Bereits in der jetzigen Fassung der betrachteten Regelwerke ist die parallele Einhaltung der Vorgaben der *GIPS* sowie der *EVCA Reporting Guidelines* grundsätzlich möglich und gewollt und kann gerade von global agierenden Kapitalgebern eingefordert werden.

---

<sup>837</sup> Vgl. *GIPS* (2010), S. 20.

<sup>838</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 5 i.V.m. *IPEV Guidelines* (2009), S. 11.

<sup>839</sup> Vgl. *GIPS* (2010), S. 20.

<sup>840</sup> Vgl. *GIPS* (2010), S. 27.

<sup>841</sup> Vgl. *GIPS* (2010), S. 31 f.

<sup>842</sup> Vgl. *EVCA Reporting Guidelines* (2009), S. 5.

### 3.4.6 Bewertungs- und Berichtsleitfäden der AIMA

Die *Alternative Investment Management Association (AIMA)* fasst mit dem *Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers (AIMA Managers Guide)* sowie dem ergänzenden *Guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation (AIMA Valuation Guide)* die Vorstellungen der Vertreter der *Hedge Funds-Industrie* zur Gestaltung der Berichterstattung an die Kapitalgeber zusammen.

#### 3.4.6.1 AIMA Managers Guide

Der *AIMA Managers Guide* gliedert sich in fünf Kapitel, welche die wesentlichen Aspekte der Gestaltung des Geschäftsmodells sowie die operative Tätigkeit eines *Hedge Funds* beschreiben. Die Gestaltung des *Investorreportings* wird im *AIMA Managers Guide* in zwei Schritten adressiert. In einem ersten Schritt werden prinzipielle Vorschläge zur Gestaltung der Berichterstattung (*reporting*) formuliert.<sup>843</sup> Diese werden in einem zweiten Schritt im Rahmen der Beschreibung der *Investor Relations* unter dem Aspekt der laufenden Berichterstattung (*on-going investor communications*) wieder aufgegriffen und um weitere Vorschläge zur zeitgerechten Offenlegung von Informationen (*timely disclosure of information*) an die Kapitalgeber ergänzt.<sup>844</sup>

Nach Ansicht der *AIMA* sollte das Fondsmanagement den Kapitalgebern adäquate Informationen auf Basis einer konsistenten, regelmäßigen und zeitgerechten Berichterstattung zur Verfügung stellen. Dazu steht die typische Berichterstattung eines *Hedge Funds* zur Verfügung, welche in der Regel eine Jahresabrechnung (*annual account*) sowie monatliche oder vierteljährliche Abrechnungen und Rundschreiben (*newsletter*) umfasst. In Einzelfällen kann die Berichterstattung mit entsprechender Vorsicht um eine Leistungseinschätzung (*performance estimates*) ergänzt werden.<sup>845</sup>

Zur Gestaltung der Inhalte der Berichterstattung schlägt der *AIMA Managers Guide* sechs prinzipielle Grundsätze (*key objectives*) vor.<sup>846</sup> Trotz des sehr allgemeinen Charakters der Vorschläge, lassen sich diese anhand der adressierten Themenbereiche in vier verschiedene Kategorien einordnen. Diese umfassen, wie in Tab. 3.25 in unveränderter Reihenfolge der Vorschläge dargestellt, die zugrunde gelegte Datenbasis, die vorausgehenden Informationen, die Inhalte und das Timing der regelmäßigen Berichterstattung sowie die Gründe für eine außerplanmäßige Berichterstattung an die Kapitalgeber. Die wenigen konkreten Hinweise beschränken sich auf die monatliche

<sup>843</sup> Vgl. *AIMA Managers Guide* (2007), S. 36 f.

<sup>844</sup> Vgl. *AIMA Managers Guide* (2007), S. 49 f.

<sup>845</sup> Vgl. *AIMA Managers Guide* (2007), S. 36.

<sup>846</sup> Vgl. *AIMA Managers Guide* (2007), S. 36.

oder vierteljährliche Kommunikation des Nettoinventarwerts (*net asset value*) des *Hedge Funds* sowie die regelmäßige Zusammenfassung (*summary form*) der Investitionstätigkeit. Vor diesem Hintergrund räumen die Vorschläge des *AIMA Managers Guide* den Fondsmanagern einen sehr breiten Spielraum zur Gestaltung der Inhalte und des Timing des *Investorreportings* ein. Bezüglich der Bewertung des Beteiligungsportfolios verweist der *AIMA Managers Guide* an die 15 Empfehlungen des *AIMA Valuation Guide*, welche im Anschluss an dieses Kapitel analysiert werden.<sup>847</sup>

Kategorie	Vorschlag
<b>Datenbasis</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Information provided to investors should be prepared on a consistent basis and be presented in a clear manner. Where significant assumptions have been used in preparing the information, these should be clearly explained and consistently applied.</li> </ul>
<b>Vorausgehende Informationen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ As far as possible, Hedge Fund managers should advise investors before they invest of the form, content and timing of regular information that will be communicated to them.</li> </ul>
<b>Regelmäßige Berichterstattung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Regular communication to investors should take place and a Hedge Fund manager should aim to complete this communication promptly after the net asset value is finalised each month/quarter.</li> <li>▪ A summary of portfolio information should be provided to investors on a periodic basis and should allow investors to determine, in summary form, how the assets of the Hedge Fund are invested. As a principle, the same level of information should be available to all investors.</li> <li>▪ Investment performance information (and other risk analytics as appropriate) should be made available to investors to allow investors to understand how a Hedge Fund has performed.</li> </ul>
<b>Außerplanmäßige Berichterstattung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Prompt disclosures of unusual and/or non standard matters should be made to investors.</li> </ul>

Tab. 3.25: Berichterstattung gem. *AIMA Managers Guide*

Für eine effektive und zeitgerechte Information der Kapitalgeber schlägt der *AIMA Managers Guide* die Führung und laufende Aktualisierung einer Datenbank mit den Kontakten der Kapitalgeber vor. Dies soll insbesondere gewährleisten, dass das Fondsmanagement die Kapitalgeber so schnell und gleichzeitig wie möglich über die Ereignisse auf Fondsebene unterrichten kann. Die Sicherstellung der gleichberechtigten Informationsverteilung an alle Kapitalgeber ist ein wesentlicher Aspekt des *AIMA Managers Guide*.<sup>848</sup> Im Gegensatz dazu ist die ausführliche Darstellung des Beteiligungsportfolios sowie der Ausweis diverser Performancemaße, wie dies etwa in den

<sup>847</sup> Vgl. *AIMA Managers Guide* (2007), S. 33 ff.

<sup>848</sup> Vgl. *AIMA Managers Guide* (2007), S. 50.

Regelwerken der *EVCA*, *ILPA* oder des *CFA Institutes* gefordert wird, in den Ausführungen des *AIMA Managers Guide* zur Gestaltung des individuellen *Investor-reportings* von untergeordneter Bedeutung. Allerdings bleiben davon die gesetzlichen Anforderungen an die Berichterstattung und Offenlegung des *Hedge Funds* unberührt.<sup>849</sup>

### 3.4.6.2 AIMA Valuation Guide

Der *AIMA Valuation Guide* basiert auf 15 Empfehlungen (*recommendations*) zur Bewertung der Investments eines *Hedge Funds*. Diese werden in vier Gruppen geordnet, welche die Fondsorganisation (*governance*), die Transparenz (*transparency*), die Verfahren, Prozesse und Systeme (*procedures, processes and systems*) sowie die Datenquellen, Modelle und Methodologien (*sources, models and methodology*) umfassen.<sup>850</sup> Der *AIMA Valuation Guide* fokussiert im Wesentlichen auf die Berechnung des *Net Asset Values* des *Hedge Funds* auf Basis von börsennotierten Investments anhand allgemein gehaltener Empfehlungen. Eine detaillierte Erläuterung von Bewertungskonzepten und der Anwendung verschiedener Bewertungsmethoden findet nicht statt.

In Bezug auf die Abbildung von illiquiden oder schwer zu bewertenden Investments (*illiquid/hart-to-value positions*) wird im *AIMA Valuation Guide* die Problematik zwischen dem Ausweis der ursprünglichen Anschaffungskosten (*cost accounting methods*) sowie der Bewertung zu Marktwerten (*fair values*) im Falle der Rückgabe von Fondsanteilen durch die Kapitalgeber adressiert. Allerdings wird zur Lösung dieser Bewertungsproblematik auf die Bildung von Nebenkonten mit vergleichsweise längerer Haltedauer (*side pockets*) verwiesen.<sup>851</sup> Dies verdeutlicht den bisherigen Fokus der Berichterstattung von *Hedge Funds* auf die Ermittlung und die Darstellung des *Net Asset Values*, um die Anteile der Kapitalgeber im Falle der Ausübung der eingeräumten Rückgabemöglichkeiten marktgerecht bewerten zu können.

### 3.4.7 HFSB Standards

Die *HFSB Standards* des *Hedge Fund Standards Board* (*HFSB*) erheben den Anspruch, *Best Practices Standards* für die Fondsmanager von *Hedge Funds* zur Verfügung stellen. Neben den Inhalten von Angebotsunterlagen sowie der Gestaltung der regelmäßigen Berichterstattung werden weitere Standards und Empfehlungen zur Bewertung von *Hedge Funds* vorgeschlagen.

<sup>849</sup> Vgl. zu den regulierten Geschäftsmodellen von Hedge Funds Kapitel 3.3.4.

<sup>850</sup> Vgl. *AIMA Valuation Guide* (2007), S. 10.

<sup>851</sup> Vgl. *AIMA Valuation Guide* (2007), S. 48.

### 3.4.7.1 Aufbau und Struktur

Die *HFSB Standards* adressieren insgesamt fünf zentrale Bereiche der Investitionstätigkeit eines *Hedge Funds* und formulieren dazu 26 Einzelstandards. Die zentralen Regelungsbereiche der *HFSB Standards* umfassen die Inhalte der Offenlegung an Kapitalgeber und Geschäftspartner (*disclosure to investors and counterparties*), die Bewertung der Investments (*valuation*), die Organisation des Risikomanagements (*risk management*), die Fondsorganisation (*fund governance*) sowie das Verhalten als Aktionär und Aktivismus (*shareholder conduct, including activism*). In Abhängigkeit vom Regelungsgegenstand unterscheiden die Einzelstandards zwischen Vorschriften und Empfehlungen.<sup>852</sup> Die Vorschriften sind von Fondsmanagern, welche sich schriftlich zur Einhaltung der *HFSB Standards* verpflichtet haben, zunächst einzuhalten. Ist die Einhaltung einer Vorschrift nicht möglich, so ist der Grund gegenüber den Kapitalgebern offenzulegen. Damit folgen die *HFSB Standards* dem sogenannten *Comply or Explain-Ansatz*. Die Empfehlungen eröffnen dem Fondsmanagement ein entsprechendes Anwendungswahlrecht.<sup>853</sup> Dieser Aufbau sollte den internationalen *Hedge Funds*, welche gegebenenfalls keine vergleichbaren nationalen Vorgaben der Aufsichtsbehörden zu erfüllen haben, die Anwendung der *HFSB Standards* erleichtern.<sup>854</sup> Darüber hinaus gewährleistet dies die ausreichende Flexibilität, um die *HFSB Standards* für ein breites Spektrum von *Hedge Funds* mit unterschiedlichen Anlagestrategien und Fondsvolumina anzuwenden.<sup>855</sup>

### 3.4.7.2 Inhalte der Berichterstattung

In Bezug auf die Offenlegung von Informationen unterscheiden die *HFSB Standards* zwischen den Angebotsunterlagen (*offering documents*) sowie der regelmäßigen Berichterstattung über die Investmentaktivitäten des *Hedge Funds*. In Bezug auf das Timing der regelmäßigen Berichterstattung an die Kapitalgeber geben die *HFSB Standard* bewusst keine Anhaltspunkte. Vom obligatorischen Jahresbericht (*annual report*) abgesehen, soll die Frequenz der Berichterstattung in Abhängigkeit von den spezifischen Anforderungen der zugrunde liegenden Anlagestrategie und den damit verbundenen Risiken festgelegt werden.<sup>856</sup> Neben den Kapitalgebern sollen auch Ge-

<sup>852</sup> Vgl. HFSB Standards (2010), Introduction.

<sup>853</sup> Vgl. HFSB Standards (2010), Introduction.

<sup>854</sup> Vgl. Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 209.

<sup>855</sup> Vgl. Kayser, Lindemann und Käks (2009), S. 208.

<sup>856</sup> Vgl. HFSB Standards (2010), Standard 16.



schäftspartnern hinreichende Informationen zur Verfügung gestellt werden, um beispielsweise korrekte Kreditentscheidungen treffen zu können.<sup>857</sup>

Die Inhalte der Angebotsunterlagen, welche den Kapitalgebern im Vorfeld des Erwerbs von Anteilen am *Hedge Funds* zur Verfügung gestellt werden sollen, gliedern sich in vier Bereiche. Diese umfassen die Erläuterung der Anlagestrategie und der damit verbundenen Risiken (*investment policy and risk*), die Beschreibung der Gebührenstruktur und der Kündigungsmöglichkeiten (*commercial terms*), die wesentlichen Einflussfaktoren auf die *Performance* (*performance measurement*), der mögliche Erwerb von illiquiden und schwer zu bewertenden Investments (*hard-to-value assets*), sowie eine Erläuterung der anzuwendenden Risikomanagementsysteme (*portfolio risk*).<sup>858</sup> Eine detaillierte Zusammenstellung der Vorschriften und Empfehlungen zu den Inhalten der Angebotsunterlagen wird in Tab. C1 in Anhang C zur Verfügung gestellt. Ein Vergleich dieser Informationen zeigt, dass diese bereits zu einem großen Teil durch die gesetzlichen Prospektspflichten zur Auflage von regulierten Geschäftsmodellen für *Hedge Funds* in Deutschland abgedeckt werden.<sup>859</sup>

Die regelmäßige Berichterstattung erfolgt gemäß *HFSB Standards* zunächst anhand des Jahresberichts. Die Inhalte des Jahresberichts nehmen direkten Bezug zu den Inhalten der Angebotsunterlagen. Die Investmenttätigkeit des *Hedge Funds* ist anhand der diesbezüglichen Erläuterungen in den Angebotsunterlagen darzulegen (*investment policy and risk*). Darüber hinaus sind gegebenenfalls vorliegende materielle Veränderungen der Gebührenstruktur im Vergleich zu den Informationen in den Angebotsunterlagen offenzulegen und die tatsächlich berechneten Gebühren und Gewinnbeteiligungen anzugeben (*commercial terms*).

Darüber hinaus sehen die *HFSB Standards*, je nach Bedarf und Einschätzung des Fondsmanagements, eine periodische oder in gewissen Fällen unmittelbare Informationsversorgung der Kapitalgeber anhand eines Newsletter vor. Dazu zählen zum einen Informationen zum Anteil von schwer zu bewertenden Vermögenswerten im Portfolio (*hard-to-value assets*).<sup>860</sup> Und zum anderen aktuelle Information zur Entwicklung von Risikokennziffern.<sup>861</sup> Eine detaillierte Zusammenstellung der Inhalte der regelmäßigen Berichterstattung wird in Tab. C2 in Anhang C zur Verfügung gestellt. Auch hier zeigt sich, dass die geforderten oder empfohlenen Informationen bereits zu einem großen

<sup>857</sup> Vgl. HFSB Standards (2010), Standard 4.

<sup>858</sup> Vgl. HFSB Standards (2010), Standards 1, 2, 3, 7 und 16.

<sup>859</sup> Vgl. Kapitel 3.3.7.3.

<sup>860</sup> Vgl. HFSB Standards (2010), Standard 8.

<sup>861</sup> Vgl. HFSB Standards (2010), Standard 16.

Teil in den Halbjahres- und Jahresberichten für regulierte Geschäftsmodelle von *Hedge Funds* vom deutschen Investmentrechts gefordert werden.<sup>862</sup>

Ein Vergleich der *HFSB Standards* mit der geplanten *AIFM Richtlinie* zeigt deutliche Überschneidungen in beiden Regelwerken. Dies verdeutlicht insbesondere die Unterscheidung in Angebotsunterlagen und Jahresberichte zur Berichterstattung an die Kapitalgeber sowie die darin geforderten Inhalte. Während die *AIFM Richtlinie* keine Wahlrechte hinsichtlich der Auswahl der Berichtsinhalte zulässt, kann die Berichterstattung im Rahmen der *HFSB Standards* durch die Unterscheidung in Vorschriften und Empfehlungen flexibler gestaltet werden.<sup>863</sup> Dies spiegelt die Intention der *HFSB Standards* wider, ein vergleichbares Transparenzniveau anhand einer freiwilligen Selbstverpflichtung der Industrie ohne gesetzliche Vorgaben zu erreichen.

### 3.4.7.3 Vorgaben zur Bewertung

Die *HFSB Standards* enthalten fünf Einzelstandards zur Bewertung der Investments von *Hedge Funds*. Ein besonderes Augenmerk der *HFSB Standards* gilt der Vermeidung von Interessenskonflikten zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern. Dazu wird die grundsätzliche personelle Trennung zwischen dem Portfoliomanagement und der Bewertungsfunktion empfohlen. Je nach Größe des *Hedge Funds* kann dies auf mehrere Wege erfolgen. Zum einen kann die personelle Trennung zwischen beiden Funktionen innerhalb des Fonds erfolgen. Zum anderen können die Bewertungsaufgaben durch einen unabhängigen Dritte wahrgenommen werden und somit die Interessenskonflikte weitestgehend reduziert werden.<sup>864</sup> Die Verteilung der Zuständigkeiten kann im Rahmen eines *Valuation Policy Documents* festgeschrieben werden, welches regelmäßig überprüft und auf Anfrage den Kapitalgebern zur Verfügung gestellt werden soll.<sup>865</sup> Die Empfehlungen zur Vermeidung von Interessenskonflikten anhand einer Trennung des Portfoliomanagements von der Bewertungsfunktion finden sich analog in der geplanten *AIFM Richtlinie* wider, bilden dort aber eine verbindlich einzuhaltenden Vorschrift.<sup>866</sup>

Eine besondere Quelle für die Entstehung von Interessenskonflikten stellt die Bewertung von illiquiden, komplexen oder nicht-börsennotierten Vermögenswerten dar. Im Gegensatz zu den börsennotierten Finanzinstrumenten, die in der Regel über einen Marktpreis verfügen, müssen nicht-börsennotierte Finanzinstrumente in der Regel mit

---

<sup>862</sup> Vgl. Kapitel 3.3.5.3.

<sup>863</sup> Vgl. Kapitel 3.3.9.2.

<sup>864</sup> Vgl. HFSB Standards (2010), Standard 5.

<sup>865</sup> Vgl. HFSB Standards (2010), Standard 6.

<sup>866</sup> Vgl. Kapitel 3.3.9.3.

Hilfe von Modellen bewertet werden. Dazu sehen die *HFSB Standards* zwei Einzelstandards zur Bewertung von schwer zu bewertenden Vermögensgegenständen (*hard-to-value assets*) vor. Diese beinhalten die Anwendung von Modellen sowie die Berichterstattung über *Side Pockets*, welche die vorzeitige Liquidation dieser Investments umgehen. Der Wert der *Side Pockets* soll im Jahresabschluss des Fonds anhand der zugrunde gelegten Rechnungslegungsstandards bewertet werden.<sup>867</sup> Analog zum *AIMA Valuation Guide* stellen die *HFSB Standards* keine expliziten Hinweise oder Erläuterungen zur Anwendung von bestimmten Bewertungsmethoden zur Verfügung. Vielmehr beruhen die weiteren Ausführungen der *HFSB Standards* zur Bewertung sowie zum Risikomanagement auf der Verfügbarkeit von Marktdaten.<sup>868</sup>

### 3.4.8 Ableitung der Kommunikationsmatrix

Die Ableitung der *Kommunikationsmatrix* basiert auf den in den vorangegangenen Abschnitten analysierten Bewertungs- und Reportingrichtlinien zur Gestaltung des *Investorreportings* an die Kapitalgeber. Diese umfassen für den Bereich der *Private Equity Funds* die *IPEV Guidelines*, die *EVCA Reporting Guidelines*, die *ILPA Principles* sowie die *GIPS Private Equity Provisions*. Auf den Bereich der *Hedge Funds* fokussieren der *AIMA Valuation Guide*, der *AIMA Managers Guide* sowie die *HFSB Standards*. Die allgemeinen *GIPS* bilden einen übergreifenden Standard, der in dieser Form für *Hedge Funds* sowie unter Berücksichtigung der spezifischen *GIPS Private Equity Provisions* auch für *Private Equity Funds* angewandt werden kann.

Erwartungsgemäß spiegeln die Bewertungsrichtlinien aus dem Bereich der *Private Equity Funds*, wie etwa die *IPEV Guidelines* sowie die *EVCA Reporting Guidelines* den Erwerb von nicht börsennotierten Portfoliounternehmen auf Basis von geschlossenen Fondsmodellen wider. Dies hat zwei wesentliche Konsequenzen auf die Inhalte der Regelwerke. Zum einen enthalten diese vergleichsweise detaillierte Hinweise und Anleitungen zur Auswahl von geeigneten Bewertungsmethoden. Die praktische Bestimmung der Bewertungsparameter verbleibt allerdings im Ermessen des Fondsmanagements, welches in der Regel die Bewertungsfunktion übernimmt. Zum anderen tritt die Vermeidung von Interessenskonflikten zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern im Rahmen der Beteiligungsbewertung in den Hintergrund, da sämtliche Ausschüttungen und Gewinnbeteiligungen in der Regel auf realisierten Erträgen beruhen und zwischenzeitliche Mittelabflüsse insofern zu vernachlässigen sind. Vor diesem Hintergrund kann die Anwendung der Bewertungsrichtlinien aus dem Bereich der *Private Equity Funds* zur Bewertung und Darstellung

<sup>867</sup> Vgl. HFSB Standards (2010), Standards 7 und 8.

<sup>868</sup> Vgl. HFSB Standards (2010), Standard 17.

der Beteiligungen an nicht börsennotierten Portfoliounternehmen von offenen Fondsmodellen in der Praxis zu erheblichen Interessenskonflikten führen.

In gleicher Weise setzen die Bewertungsrichtlinien aus dem Bereich der *Hedge Funds* erwartungsgemäß börsennotierte Finanzinstrumente und offene Fondsmodelle voraus. Ihr Hauptaugenmerk liegt daher auf der marktgerechten Ermittlung des *Net Asset Value* zur Bestimmung der Ausgabe und Rücknahmepreise der Fondsanteile. Dazu bauen die Regelwerke auf den verfügbaren Marktpreisen auf und fokussieren auf die Vermeidung von Interessenskonflikten zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern. Die Bewertung von schwer zu bewertenden Vermögensgegenständen wird in der Regel über die Bildung von *Side Pockets* abgedeckt. Allerdings verlangt diese Vorgehensweise vor dem Hintergrund der zunehmenden Investments von *Hedge Funds* in nicht börsennotierte Portfoliounternehmen in Zukunft einer Erweiterung der Bewertungsvorschriften.

Kommunikationsmatrix		long-only-Strategien		long-short-Strategien	
		nur EK auf Fondsebene	EK u. FK auf Fondsebene	nur EK auf Fondsebene	EK u. FK auf Fondsebene
nicht-börsennotiert	Mehrheitsbeteiligung	S1 EVCA/HFSB	S5 EVCA/HFSB	S9 EVCA/HFSB	S13 EVCA/HFSB
	Minderheitsbeteiligung	S2 EVCA/HFSB	S6 EVCA/HFSB	S10 EVCA/HFSB	S14 EVCA/HFSB
börsennotiert	Minderheitsbeteiligung	S3 HFSB/EVCA	S7 HFSB/EVCA	S11 HFSB/EVCA	S15 HFSB/EVCA
	Mehrheitsbeteiligung	S4 HFSB/EVCA	S8 HFSB/EVCA	S12 HFSB/EVCA	S16 HFSB/EVCA

Tab. 3.26: Kommunikationsmatrix der Bewertungs- und Reportingrichtlinien

Vor diesem Hintergrund werden für die Ableitung der *Kommunikationsmatrix* auf Basis der bestehenden Bewertungs- und Reportingrichtlinien für jede der strategischen Alternativen eine primäre sowie eine sekundäre Bewertungsmethode vorgeschlagen (Vgl. Tab. 3.26). Die Zuordnung der an erster Stelle genannten primären Bewertungsmethoden beruht auf entsprechenden Annahmen hinsichtlich der den einzelnen strategischen Alternativen zugrunde liegenden Fondsmodelle. Die Entscheidung über die letztendliche Anwendung ist auf Basis des tatsächlich zugrunde liegenden Geschäftsmodells durch das Fondsmanagement oder die Kapitalgeber zu treffen. Sofern in erster Linie bewertungstechnische Fragestellungen im Vordergrund stehen, sind

primär die Bewertungs- und Reportingrichtlinien aus dem Bereich der *Private Equity Funds* anzuwenden. In der Kommunikationsmatrix werden dazu stellvertretend die Regelwerke der *EVCA* genannt. Diese können je nach Bedarf um die Kapitalgeber orientierten *ILPA Principles* oder die allgemeingültigen *GIPS* erweitert werden.

Sofern bewertungstechnische Fragestellungen in den Hintergrund treten und in erster Linie Interessenskonflikte zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern vermieden werden sollen, sind vorrangig die Branchenstandards aus dem Bereich der *Hedge Funds* anzuwenden. Zu diesem Zweck werden in der *Kommunikationsmatrix* stellvertretend die *HFSB Standards* genannt. Diese stellen das jüngste Regelwerk aus dem Bereich der *Hedge Funds* dar und orientieren sich aus Sicht der Kapitalgeber inhaltlich eng an der geplanten *AIFM Directive*. Für den Fall, dass sowohl bewertungstechnische Fragestellungen als auch die Vermeidung von Interessenskonflikten von Bedeutung sind, besteht beispielsweise Möglichkeit, die Bewertung der Vermögenswerte des Fonds durch einen sachverständigen unabhängigen Dritten anhand der Bewertungsstandards aus dem Bereich der *Private Equity Funds* durchführen zu lassen. Das Verhältnis zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern kann anhand eines Regelwerks aus dem Bereich der *Hedge Funds* gestaltet werden.

### 3.5 Zusammenfassung der Ergebnisse

Das Fondsmanagement hat mit den aktien- und kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten sowie mit den handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften grundlegende gesetzliche Berichts- und Offenlegungspflichten zu erfüllen. Dazu treten mit der optionalen Nutzung von regulierten Geschäftsmodellen gemäß Unternehmensbeteiligungsgesellschaftengesetz (UBGG) oder Investmentgesetz (InvG) zusätzliche gesetzliche Berichtspflichten hinzu. Darüber hinaus bietet das *Investorreporting* dem Fondsmanagement eine flexible und in der Regel vertrauliche Form der Berichterstattung an die Kapitalgeber. Vor diesem Hintergrund wurden in Kapitel drei die gesetzlichen und vertraglichen Gestaltungsmöglichkeiten des *Investorreportings* von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* anhand des Aufbaus eines dreistufigen Gestaltungsmodells untersucht.

Die erste Ebene des Gestaltungsmodells bildet die Strategieebene, in der die in der Praxis beobachtbaren aktiven Anlagestrategien von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* mittels einer *Strategiematrix* zusammengefasst werden. Als Differenzierungsmerkmale werden die Art der Beteiligung, die Höhe des Stimmrechtsanteils, der Einsatz von Fremdkapital auf Fonds- oder Portfolioebene sowie die Möglichkeit von Leerverkäufen zugrunde gelegt. Diese Vorgehensweise führt zu 16 strategischen Alternativen, welche die Basis für den weiteren Aufbau des Gestaltungsmodells bilden.

Die zweite Ebene bildet die Regulierungsebene. Dem Fondsmanagement sowie den Kapitalgebern steht insbesondere im Bereich der *Private Equity Funds* die Wahl zwischen freien und regulierten Geschäftsmodellen offen. Die Anwendung von regulierten Geschäftsmodellen, welche anhand des deutschen Investmentrechts definiert werden, ist mit erweiterten Berichts- und Offenlegungspflichten verbunden. Diese umfassen im Wesentlichen die Vorlage von aussagekräftigen Geschäftsplänen im Rahmen der Zulassung des Fonds, den Nachweis der fachlichen Eignung des Fondsmanagements, die Pflicht zur Anwendung von höheren Größenklassen im Rahmen der handelsrechtlichen Berichterstattung, die Erstellung von speziellen Jahres- und Halbjahresberichten sowie die Veröffentlichung von Verkaufsprospekten. Die auf dieser Basis entwickelte *Regulierungsmatrix* erlaubt den Kapitalgebern, unter Berücksichtigung der gesetzlichen Anlagerestriktionen, durch die Wahl eines regulierten Geschäftsmodells *ceteris paribus* ein gesetzlich definiertes Transparenzniveau festzulegen.

Die dritte Ebene des Gestaltungsmodells bildet die Kommunikationsebene und umfasst die vertragliche Gestaltung des individuellen Informationsaustauschs zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern. Die Ableitung der *Kommunikationsmatrix* basiert auf den verfügbaren Bewertungs- und Reportingrichtlinien der Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zur Gestaltung des *Investorreportings*. Die Analyse der Vorschriften und Empfehlungen dieser Regelwerke offenbart die unterschiedlichen Herangehensweisen, Regelungstiefen und Intentionen der Verfasser und führt zu folgenden Erkenntnissen:

- Die Bewertungs- und Reportingrichtlinien aus dem Bereich der *Private Equity Funds*, dazu zählen die *IPEV Guidelines*, die *EVCA Reporting Guidelines*, die *ILPA Principles* sowie die *GIPS Private Equity Provision*, fokussieren in erster Linie auf die Bewertung und die Darstellung von Beteiligungen an nicht börsennotierten Portfoliounternehmen. Zu diesem Zweck enthalten diese, allen voran die *IPEV Guidelines*, detaillierte Hinweise und Anleitungen zur Wahl der geeigneten Bewertungsmethode. Einen weiteren Schwerpunkt bildet die angemessene Darstellung der Portfoliounternehmen im *Investorreporting*. Da im Rahmen von geschlossenen Fondsmodellen Auszahlungen und Gewinnbeteiligungen überwiegend auf Basis von realisierten Erträgen geleistet werden, ist die Vermeidung von Interessenskonflikten zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern von untergeordneter Bedeutung.
- Die Bewertungs- und Reportingrichtlinien aus dem Bereich der *Hedge Funds*, welche beispielsweise den *AIMA Valuation Guide*, den *AIMA Managers Guide* sowie die *HFSB Standards* umfassen, setzen in erster Linie börsennotierte Finanzinstrumente und offene Fondsmodelle voraus, welche die regelmäßige Rückgabe und

Ausgabe von Fondsanteilen erlauben. Insofern liegt das Hauptaugenmerk dieser Regelwerke auf der marktgerechten Ermittlung des *Net Asset Values* sowie auf der Vermeidung von Interessenskonflikten zwischen Fondsmanagement und Kapitalgebern. Hinsichtlich der Bewertung von schwer zu bewertenden Vermögensgegenständen wird in der Regel auf die Bildung von *Side Pockets* mit vergleichsweise längerfristigen Kapitalverpflichtungen der Kapitalgeber verwiesen.

- In Bezug auf die geplante *AIFM Richtlinie* schlagen insbesondere die *HFSB Standards*, bei entsprechender Nutzung von Wahlrechten, vergleichbare Regelungen zur Gestaltung des *Investorreportings* vor. Dies kommt dezidiert in den Vorschriften zur Trennung von Portfoliomanagement und Bewertungsfunktion zum Ausdruck, welche mit der weitergehenden Empfehlung zur Einbindung eines unabhängigen Dritten zur Bewertung der Vermögenswerte des Fonds einhergehen.

Über die Branchengrenzen hinweg, wird in allen Regelwerken die Bewertung der Finanzinstrumente zu Marktwerten empfohlen. Die Definition sowie die Ableitung der Marktwerte orientieren sich in erster Linie an den Vorgaben der *International Financial Reporting Standards (IFRS)*. Diese Vorgehensweise ermöglicht zum einen den Abgleich des *Investorreportings* mit der gesetzlichen Finanzberichterstattung. Zum anderen stehen mit den *IFRS* und der begleitenden Fachliteratur zahlreiche Informationen zur standardisierten Ableitung von *Fair Values* zur Verfügung. In Deutschland zählen dazu insbesondere die einschlägigen Bewertungsstandards des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW).





## **4 Untersuchung der aktiven Managementleistung auf Portfolioebene**

Im konzeptionellen Teil der Arbeit wurden die wesentlichen Aspekte zur Gestaltung des Transparenzniveaus einer aktiven Beteiligungsgesellschaft untersucht. Neben der Erfüllung dieser Transparenzanforderungen stellen die Erwartungen der Kapitalgeber an die aktive Managementleistung des Fondsmanagements ein wesentliches Selektionskriterium zur Auswahl eines Geschäftsmodells dar. Dazu wird im folgenden empirischen Teil der Arbeit der Managementbeitrag von aktiven Beteiligungsgesellschaften zur Wertentwicklung ihrer Portfoliounternehmen untersucht. Die Basis dieser Untersuchung bilden börsennotierte Portfoliounternehmen mit Sitz in Deutschland, welche zwischen Mai 2008 und März 2009 eine Beteiligung einer aktiven Beteiligungsgesellschaft aufweisen. Der gewählte Untersuchungszeitraum nutzt die Auswirkungen der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise als *Stress Test* zur Überprüfung der Nachhaltigkeit der Anlagestrategien von aktiven Beteiligungsgesellschaften.

### **4.1 Abgrenzung des Untersuchungsbereichs**

Die Untersuchung der Investmentaktivitäten von aktiven Beteiligungsgesellschaften erfordert eine verlässliche Datenbasis. Vor diesem Hintergrund werden zunächst die Charakteristika der aktiven Beteiligungsgesellschaften sowie deren Portfoliounternehmen definiert, welche in die Untersuchung einbezogen werden. Auf dieser Basis werden übergeordnete Fragestellungen formuliert und das Erhebungsdesign ausdifferenziert. Der Abschnitt schließt mit einer Beschreibung der für die weiteren Untersuchungen zugrunde gelegten Datenbasis.

#### **4.1.1 Ausgangspunkt der Untersuchung**

Nach dem Erreichen von historischen Kurshöchstständen an den internationalen Wertpapierbörsen zur Mitte der zweiten Jahreshälfte des Jahres 2007, führten die Auswirkungen der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise in den Folgemonaten zu massiven Kursverlusten. Den vorläufigen Höhepunkt der jüngsten Finanzmarktkrise stellt der Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 dar. Seit der internationalen Wirtschaftskrise im Jahr 1929 können keine vergleichbaren Kursverluste an den internationalen Börsen beobachtet werden. Ein nachhaltiger Wendepunkt dieser Entwicklung wird aus heutiger Sicht erst Mitte März des Jahres 2009 erreicht, als nach den massiven staatlichen Interventionen

das Vertrauen der Kapitalmarktteilnehmer teilweise wieder hergestellt werden kann und eine signifikante Kurserholung einsetzt (vgl. Abb. 4.1).

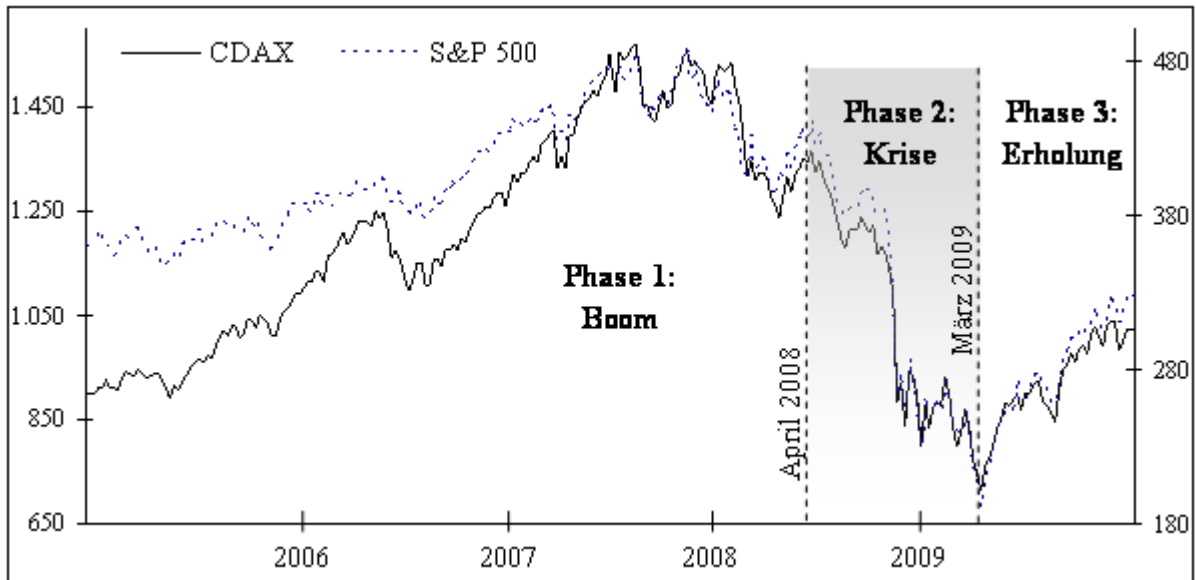


Abb. 4.1: Einteilung des Untersuchungszeitraums

In Krisenzeiten stehen die Unternehmen vor der besonderen Herausforderung, die zukünftige Ertragskraft und somit die Wertentwicklung aus Sicht der Anteilseigner zu sichern. Ist die Unternehmensleitung dazu nicht oder nur mehr bedingt in der Lage, eröffnet sich definitionsgemäß entsprechender Handlungsspielraum für aktive Beteiligungsgesellschaften, unrealisierte Wertschöpfungspotenziale zu identifizieren und zu heben. Der an der Kursentwicklung des *CDAX* sowie des *S&P 500* ablesbare Verlauf der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise erlaubt die Unterscheidung von drei unterschiedlichen Phasen.<sup>869</sup> Die erste Phase umfasst die wirtschaftliche Boomphase bis April 2008 (Phase 1). Die zweite Phase umfasst den Zeitraum von Anfang Mai 2008 bis Ende März 2009 und markiert die Krisenphase (Phase 2). Die dritte Phase, welche ab Mai 2009 beginnt, zeigt die Erholung der Finanzmärkte (Phase 3). Der beschriebenen Kursverlauf und die damit verbundenen einschneidenden Auswirkungen auf die Unternehmen bilden eine einzigartige Gelegenheit, den Managementbeitrag von aktiven Beteiligungsgesellschaften zur Wertentwicklung ihrer Portfoliounternehmen zu messen und zu beurteilen. Der Managementbeitrag spiegelt die aktive Managementleistung des Fondsmanagements zur Umsetzung von wertsteigernden oder werter-

<sup>869</sup> Die Einteilung der Phasen wird durch Untersuchungen von Barry Eichgreen und Kenneth O'Rourke bestätigt, welche den Beginn der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise auf den April 2008 datieren, vgl. Schäfer (2009b), S. 26.

haltenden Maßnahmen in den Portfoliounternehmen wider. Vor diesem Hintergrund wird der Zeitraum zur Auswahl der Beteiligungen für die empirische Untersuchung durch die Krisenphase von Mai 2008 bis März 2009 determiniert.

Im Rahmen der *Strategiematrix* (vgl. Tab. 3.1) wurden die Anlagestrategien von aktiven Beteiligungsgesellschaften anhand der Charakteristik der Portfoliounternehmen, der Höhe des Stimmrechtsanteils sowie der eingesetzten Finanzinstrumente auf Fondsebene systematisch erfasst. Es wäre daher grundsätzlich von Interesse, die *Strategiematrix* in dieser Form als Bezugsrahmen für empirische Untersuchungen der aktiven Managementleistung auf Portfolioebene zugrunde zu legen. Dieser Vorgehensweise stehen allerdings mehrere Gründe entgegen.

Zum einen setzt der Bezugsrahmen der *Strategiematrix* verlässliche Informationen zur Höhe der Stimmrechtsanteile sowie zu deren Bewertung voraus. Diese Informationen liegen für nicht-börsennotierte Portfoliounternehmen in der Regel nicht vor. Dies begrenzt die Auswahl der Portfoliounternehmen auf börsennotierte Gesellschaften, für welche verlässliche Finanz- und Kursdaten abrufbar sind. Aufgrund des geografischen Schwerpunkts der Arbeit fließen in die Untersuchung weiterhin ausschließlich börsennotierte Portfoliounternehmen mit Sitz in Deutschland ein.<sup>870</sup>

Zum anderen besteht für aktive Beteiligungsgesellschaft in Deutschland keine grundsätzliche Registrierungspflicht, welche mit der Offenlegung von detaillierten Informationen zu den wesentlichen Gestaltungsparametern der Geschäftsmodelle, wie etwa des Einsatzes von Krediten oder Leerverkäufen, verbunden wäre.<sup>871</sup> Die freiwillige Veröffentlichung dieser Informationen ist nur in Ausnahmefällen zu beobachten. Dies erschwert die Zuordnung von in der Praxis beobachteten Beteiligungen zu einer Anlagestrategie der *Strategiematrix*. Um die in der Praxis terminologisch übliche Unterscheidung zwischen *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zu nutzen, erfolgt für die empirische Untersuchung eine Zusammenfassung einzelner Komponenten der *Strategiematrix*. Die vereinfachende Zuordnung einer aktiven Beteiligungsgesellschaft

---

<sup>870</sup> In Europa gibt es zwei Zugänge zum Kapitalmarkt, welche sich in von der EU regulierte Märkte (EU-Regulated Markets) und Märkte, die von den Börsen selbst reguliert werden (Regulated Unofficial Markets) unterteilen. Neben der bedeutendsten Wertpapierbörse in Frankfurt am Main gibt es in Deutschland derzeit sechs weitere Börsenplätze. An der Frankfurter Wertpapierbörse führt ein Börsengang im von der EU regulierten Markt, dem Regulierten Markt, in den General Standard oder seinen Teilbereich Prime Standard. Die Auswahlindizes DAX®, MDAX®, TecDAX® und SDAX® der Deutschen Börse AG basieren ausschließlich auf Unternehmen des Prime Standard. Eine Notierungsaufnahme im Open Market (Freiverkehr) hingegen kann in das First Quotation Board oder in den Entry Standard führen. Die beiden Marktsegmente unterscheiden sich durch die Anforderungen, welche sie an die Zulassung zum Handel stellen. Der Handel im Freiverkehr stellt geringere Anforderungen an die Einbeziehung und auch an die Transparenz- und Berichtsfolgepflichten. Das Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation gilt aber auch hier. Für mehr Informationen zu den Börsensegmenten in Deutschland vgl. [www.deutscheboerse.com](http://www.deutscheboerse.com).

<sup>871</sup> Vgl. zur Problematik der Datenverfügbarkeit auch Diller (2007), S. 81.

zu einem dieser beiden charakteristischen Geschäftsmodelle kann in der Regel anhand der öffentlich verfügbaren Daten verlässlich durchgeführt werden und erfolgt unter der Annahme, dass die Verwendung dieser Begriffe in der Praxis in Anlehnung an die typischerweise für diese Geschäftsmodelle zugrunde gelegten Gestaltungsparameter erfolgt.<sup>872</sup> In die Untersuchung fließen sowohl im Inland als auch im Ausland domizillierte *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* ein. Diese Vorgehensweise entspricht vergleichbaren Studien (vgl. Kapitel 4.2).

Die differenzierte Betrachtung der Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* erscheint insbesondere vor dem Hintergrund der geplanten Einführung der *AIFM Richtlinie* der Europäischen Kommission zur Regulierung der Fondsmanager von Alternativen Investmentfonds geboten.<sup>873</sup> Sollten die Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* signifikante Unterschiede hinsichtlich ihrer Wirkung auf die Portfoliounternehmen sowie der weiteren *Stakeholder* aufweisen, würde dies für eine Differenzierung in der Gesetzgebungsvorlage sprechen, welche bislang in dieser Form nicht vorgesehen ist.

#### 4.1.2 Übergeordnete Fragestellungen

Auf Basis der bisherigen Erkenntnisse zur Gestaltung von Geschäftsmodellen für aktive Beteiligungsgesellschaften sowie unter Berücksichtigung der gebotenen Einschränkung der Untersuchung auf die Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* an börsennotierten Unternehmen mit Sitz in Deutschland, können verschiedene Fragestellungen zur aktiven Managementleistung von aktiven Beteiligungsgesellschaften formuliert werden. Die Fondsmanager von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* versuchen als aktive Investoren Einfluss auf die Wertentwicklung ihrer Portfoliounternehmen zu nehmen. Dazu verfügen sie im Vergleich zu den traditionellen Investoren über entsprechende Erfahrungen und Kenntnisse (*skill set*), um wertorientierte Unternehmensstrategien zu identifizieren und deren Umsetzung in den Portfoliounternehmen zu forcieren. Dies legt die Vermutung nahe, dass *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* eine selektive Auswahl der Portfoliounternehmen vornehmen, um eine möglichst effiziente Umsetzung der für das Geschäftsmodell typischen Anlagestrategie zu gewährleisten. Dies führt zunächst zur grundsätzlichen Fragestellung, ob sich die Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* hinsichtlich der Merkmale und Charakteristika der selektierten Portfoliounternehmen unterscheiden.

<sup>872</sup> Vgl. zu den Merkmalen von *Private Equity Funds* Kapitel 2.3.3 sowie von *Hedge Funds* Kapitel 2.3.4.

<sup>873</sup> Vgl. Kapitel 3.3.9.

Die Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* unterscheiden sich insbesondere im Liquiditätsmanagement sowie der Kompensation der Fondsmanager voneinander. Während den Kapitalgebern von *Private Equity Funds* aufgrund der Nutzung von geschlossenen Fondsmodellen in der Regel kein vorzeitiges Kündigungsrecht eingeräumt wird, müssen *Hedge Funds* die grundsätzliche Möglichkeit zur Rückgabe der Anteile in die Liquiditätsplanung einkalkulieren. Die Berechnung und Auszahlung der Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements beruht bei *Hedge Funds* neben den bereits realisierten Gewinnen auch auf erwarteten, unrealisierten Gewinnen. Im Gegensatz dazu erfolgt die Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements von *Private Equity Funds* erst nach der Realisierung eines Investments. Trotz dieser Unterschiede investieren *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* unter vergleichbaren Voraussetzungen in börsennotierte Gesellschaften. Dies führt zur zweiten Fragestellung, ob sich die Unterschiede bei der Liquiditätsplanung zwischen *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* in den beobachtbaren Haltedauern der Beteiligungen beide Geschäftsmodelle widerspiegeln.

Mit der aktiven Einflussnahme in den Verantwortungsbereich der Geschäftsleitung der Portfoliounternehmen wird eine Reduktion der *Agency Costs* angestrebt, welche möglicherweise auf die *Prinzipal-Agent-Beziehung* zwischen Unternehmensleitung und Aktionären zurück geführt werden kann.<sup>874</sup> Dies führt zur dritten Fragestellung, ob sich der Managementbeitrag von *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* an der Wertentwicklung der Portfoliounternehmen widerspiegelt. Dies kann in einem ersten Schritt anhand eines relativen Vergleichs der Wertentwicklung der Portfoliounternehmen mit der allgemeinen Marktentwicklung erfolgen. Darauf aufbauend kann in einem zweiten Schritt eine Differenzierung zwischen *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* erfolgen, um signifikante Unterschiede in der aktiven Managementleistung der beiden Geschäftsmodelle zu identifizieren. Diese könnten gegebenenfalls auf die Verfolgung von kurzfristigen Wertsteigerungspotenzialen von *Hedge Funds* im Vergleich zu *Private Equity Funds* zurückzuführen sein.

Die Beantwortung dieser Fragestellungen erfolgt im Rahmen der Operationalisierung der *Managementmatrix*, welche in Kapitel 3.1.4 als vierte Ebene des Gestaltungsmodells definiert wurde. Die Auswahl der Parameter der *Managementmatrix* erfolgt unter den im vorangegangenen Kapitel erläuterten Einschränkungen zur vollständigen Abbildung der *Strategiematrix*. Aufgrund der vielfältigen Fragestellungen wird für jeden der behandelten Themenbereiche eine eigenständige Version der *Managementmatrix* abgeleitet.

---

<sup>874</sup> Vgl. zur Prinzipal-Agent-Problematik Kapitel 2.2.1.1.

### 4.1.3 Erhebungsdesign

Sowohl *Private Equity Funds* als auch *Hedge Funds* zeichnen sich durch eine vergleichsweise restriktive Offenlegung von transaktionsbezogenen Daten aus. Um die vorliegende Untersuchung durchführen zu können, wurde der Untersuchungsbereich auf deren börsennotierte Portfoliounternehmen mit Sitz in Deutschland eingeschränkt. Dies ermöglicht die Analyse von öffentlich zugänglichen Daten und Informationen zu den finanziellen Kennzahlen, den Eigentumsverhältnissen sowie zur Wertentwicklung der Portfoliounternehmen. Die einschlägigen Datenbankanbieter, wie etwa *Bloomberg*, *Reuters*, *Thomson* oder *VentureXpert*, erlauben keine strukturierte Suche nach den mit der Beteiligung verfolgten Anlagezielen der Aktionäre. Dieser Umstand erfordert einen mehrstufigen Aufbau der Datenerhebung, um eine entsprechende Auswahl von aktiven Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zu generieren. Die Auswahl der Daten erfolgt einerseits in Anlehnung an vergleichbare empirische Studien, um einen grundsätzlichen Vergleich der Ergebnisse zu ermöglichen.<sup>875</sup> Andererseits erfolgt die Auswahl mit dem Ziel, die empirische Analyse an den bisherigen Gang der Untersuchung anzupassen.

Dazu wurde in einem ersten Schritt die gesetzliche *Datenbank bedeutender Stimmrechte nach § 21 WpHG* der BaFin genutzt, welche alle Inlandsemittenten enthält, deren Aktionäre die meldepflichtige Beteiligungshöhe von drei Prozent der Stimmrechte überschreiten.<sup>876</sup> Diese Vorgehensweise beruht auf der Annahme, dass *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds*, welche sich mit mehr als drei Prozent der Stimmrechtsanteile an einem Portfoliounternehmen beteiligen, grundsätzlich als aktive Investoren einzustufen sind.<sup>877</sup> Neben Namen und Sitz der Portfoliounternehmen gibt die Datenbank der BaFin Auskunft über den Namen und den Sitz des meldepflichtigen Anteilseigners, den Zeitpunkt der Veröffentlichung des Stimmrechtserwerbs sowie die Höhe der direkt und indirekt zurechenbaren Stimmrechtsanteile.<sup>878</sup> Aufgrund der aktuellen Meldefristen von vier Tagen (vor dem 20. Januar 2007 sieben Tage) stimmt der Zeitpunkt des Beteiligungserwerbs in der Regel nicht mit dem angegebenen Meldedatum in der Datenbank der BaFin überein. Aus diesem Grund wird der Zeitpunkt des Beteiligungserwerbs annahmegemäß auf den zweiten Handelstag vor der Meldung an die BaFin festgelegt. In die Datenauswahl wurden sowohl die direkten als auch die indirekt gehaltenen Stimmrechte der Aktionäre einbezogen, welche etwa aufgrund von

<sup>875</sup> Vgl. die Untersuchung von Bessler, Drobetz und Holler (2008) sowie Mietzner und Schweizer (2008).

<sup>876</sup> Die meldepflichtige Beteiligungsschwelle wurde ab Januar 2007 von fünf auf drei Prozent gesenkt, vgl. zu den kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten Kapitel 2.1.2.2.

<sup>877</sup> Diese Annahme unterstützen Achleitner, Andres, Betzer und Weir (2009).

<sup>878</sup> Die Datenbank bedeutender Stimmrechtsanteile nach § 21 WpHG ist unter [www.bafin.de](http://www.bafin.de) abrufbar.

Tochtergesellschaften oder der gemeinsamen Ausübung von Stimmrechten mit anderen Aktionären zugerechnet werden können.

In einem zweiten Schritt wurden aus der Grundgesamtheit der meldepflichtigen Aktionäre *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* herausgefiltert. Da die Datenbank der BaFin keine weitergehenden Informationen zu den Aktionären enthält, erfolgt diese Einteilung zum einen anhand der *Thomson Financial Ownership Datenbank* sowie zum anderen auf Basis von internationalen Branchenverzeichnissen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*. Darüber hinaus wurde diese Auswahl anhand von zusätzlich verfügbaren Informationen zu den Hintergründen der Beteiligungen überprüft. Dies erfolgte in erster Linie auf Basis von *Ad-hoc-* und Pressemitteilungen der Portfoliounternehmen sowie einer weitergehenden Analyse der öffentlichen Berichterstattung mit Hilfe der Datenbank *Lexis Nexis* sowie mittels *Google*. Darüber hinaus erfolgt die Diskussion von ausgewählten Transaktionen mit erfahrenen Industrieteilnehmern. Die Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* an Portfoliounternehmen aus dem Finanz- und Immobilienbereich wurden zur Vermeidung von Verzerrungen von der Untersuchung ausgeschlossen.

Diese Vorgehensweise führt zunächst zu 449 relevanten Beteiligungen von *Private Equity Funds* sowie 323 Beteiligungen von *Hedge Funds* an insgesamt 464 Portfoliounternehmen. Im Bereich der *Private Equity Funds* wurden diese Beteiligungen zum einen typischerweise bereits vor dem Börsengang der Portfoliounternehmen eingegangen. Aufgrund der Einhaltung von Mindesthaltefristen oder anderweitigen strategischen Überlegungen werden diese Beteiligungen weiterhin gehalten. Grundsätzlich wird auch in dieser Beteiligungsphase ein aktives Management der Beteiligung vermutet.<sup>879</sup> Zum anderen beteiligen sich *Private Equity Funds* gezielt an börsennotierten Portfoliounternehmen mit dem Ziel, den Wert der Beteiligung durch eine aktive Einflussnahme zu steigern.<sup>880</sup>

Um die Aussagekraft der Analysen zu verbessern wurden in einem dritten und letzten Schritt weitere Anpassungen der Grunddaten vorgenommen. Zur Vermeidung von Doppelerfassungen werden zunächst die direkten Beteiligungen von *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds*, welche anderen *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* als indirekte Beteiligungen zugerechnet werden, insgesamt zu einer Beteiligung zusammengefasst. Die Höhe der in die Untersuchung einfließenden Stimmrechte dieser Beteiligung ergibt sich dann aus der Summe aller direkt gehaltenen Stimmrechte dieser Gruppen von *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds*. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass diese Beteiligungen mit vergleichbaren Zielvorstellungen verbunden

<sup>879</sup> Vgl. Züchner (2006), S. 110.

<sup>880</sup> Vgl. Kapitel 2.3.3.3.

sind und somit eine gleichgerichtete Ausübung der Stimmrechte erfolgt.<sup>881</sup> Die Erhöhung des Stimmrechtsanteils an einem Portfoliounternehmen wird nicht als erneuter Beteiligungserwerb gewertet. Grundsätzlich erfolgt die Einordnung der Anlagestrategien anhand der Höhe der Stimmrechte, welche entweder zum Zeitpunkt der Desinvestition oder zum Ende des Auswahlzeitraums Ende März 2009 erreicht waren.

Darüber hinaus werden Beteiligungen mit einer Beteiligungsdauer von insgesamt weniger als drei Monaten grundsätzlich nicht in die Untersuchung mit einbezogen. Eine Beteiligungsdauer von weniger als drei Monaten lässt vermuten, dass das Fondsmanagement keinen aktiven Managementbeitrag leisten kann, der zu einer nachhaltigen Wertsteigerung des Portfoliounternehmens führt. Eine Ausnahme von dieser Regel erfolgt lediglich für Beteiligungen, welche weniger als drei Monate vor dem Ende des Auswahlzeitraums eingegangen wurden.

Die Generierung von Kursdaten sowie Daten aus den Jahresabschlüssen der Portfoliounternehmen erfolgt mit Hilfe des Datenbankanbieters *Thomson Financial*. Sofern die entsprechenden Jahresabschlussdaten für ein Portfoliounternehmen nicht verfügbar sind, wird das Portfoliounternehmen in der jeweiligen Untersuchung nicht berücksichtigt. Dies kann zu Abweichungen in der Anzahl der in einer Untersuchung berücksichtigten Beteiligungen im Vergleich zur Grundgesamtheit der Beteiligungen führen. Die weitere Datenaufbereitung und die darauf aufbauende Analyse erfolgen in *MS-Excel*. Zur Beschreibung der Verteilungen werden als statistische Lageparameter der Median (md) sowie das arithmetische Mittel (mw) bestimmt.<sup>882</sup> Als Streuungsparameter zur Messung der Volatilität der betrachteten Kennzahlen und Parameter dient die Standardabweichungen (sd).<sup>883</sup>

#### 4.1.4 Datenbasis

Das oben beschriebene Erhebungsdesign führt zu einer Datenbasis von 192 Beteiligungen von *Private Equity Funds* sowie 258 Beteiligungen von *Hedge Funds* an insgesamt 229 Portfoliounternehmen mit Sitz in Deutschland. Bei einer Grundgesamtheit von insgesamt rund 1.150 börsennotierten Gesellschaften mit Sitz in Deutschland entspricht die Anzahl der Portfoliounternehmen, welche während der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise eine Beteiligung von mindestens drei Prozent eines *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* aufweisen, einem Anteil von rund 20 Prozent.<sup>884</sup> Die

<sup>881</sup> Alternativ erfolgt in vergleichbaren Studien die stellvertretende Auswahl eines Portfoliounternehmens ohne die Zurechnung der übrigen Stimmrechtsanteile, vgl. Mietzner und Schweizer (2008), S 14.

<sup>882</sup> Vgl. Bamberg und Baur (1996), S. 16 f.

<sup>883</sup> Die Volatilität, im vorliegenden Fall gemessen als Standardabweichung, gibt die Schwankungsbreite der Kennzahlen oder Parameter um ihren Mittelwert an, vgl. Perridon, Steiner und Rathgeber (2009), S. 281.

<sup>884</sup> Vgl. zur Anzahl der börsennotierten Gesellschaften mit Sitz in Deutschland [www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com).



Klassifizierung der Portfoliounternehmen erfolgt anhand der Sektoreinteilung der Deutschen Börse AG und richtet sich nach dem Umsatzschwerpunkt des jeweiligen Portfoliounternehmens.<sup>885</sup> Sowohl *Private Equity Funds* als auch *Hedge Funds* investieren an erster Stelle in Portfoliounternehmen aus dem Sektor Industrie, gefolgt vom Sektor Software (vgl. Tab. 4.1).

Sektor	Portfolio- unternehmen		PE- Beteiligungen		HF- Beteiligungen	
	Anzahl	in %	Anzahl	in %	Anzahl	in %
Industrie	64	28%	43	22%	83	32%
Software	39	17%	36	19%	38	15%
Konsumgüter	28	12%	19	10%	29	11%
Pharma & Gesundheit	22	10%	29	15%	19	7%
Medien	19	8%	24	13%	28	11%
Technologie	12	5%	9	5%	19	7%
Transport & Logistik	9	4%	5	3%	7	3%
Chemie	7	3%	2	1%	12	5%
Automobil	6	3%	5	3%	4	2%
Handel	6	3%	8	4%	7	3%
Telekommunikation	6	3%	6	3%	6	2%
Bauindustrie	5	2%	3	2%	3	1%
Energie & Rohstoffe	4	2%	1	1%	3	1%
Nahrungsmittel	2	1%	2	1%	0	0%
<b>Gesamt</b>	<b>229</b>		<b>192</b>		<b>258</b>	

Tab. 4.1: Industrieklassifizierung der Portfoliounternehmen

Die Erwerbszeitpunkte der während des Auswahlzeitraums von Mai 2008 bis März 2009 gehaltenen Beteiligungen gehen im Bereich der *Private Equity Funds* bis in das Jahr 1997 zurück (vgl. Abb. 4.2). Der überwiegende Teil der ausgewählten Beteiligungen wurde allerdings erst in den Jahren 2007 und 2008 erworben. Insbesondere lässt sich bei *Hedge Funds* im Vergleich zu den *Private Equity Funds* ab dem Jahr 2007 eine verstärkte Investitionstätigkeit beim Kauf von börsennotierten Beteiligungen beobachten. Davor sind die beobachteten Beteiligungen in erster Linie *Private Equity Funds* zuzurechnen.

<sup>885</sup> Insgesamt werden 18 Sektoren sowie 63 Subsektoren unterschieden, vgl. [www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com).

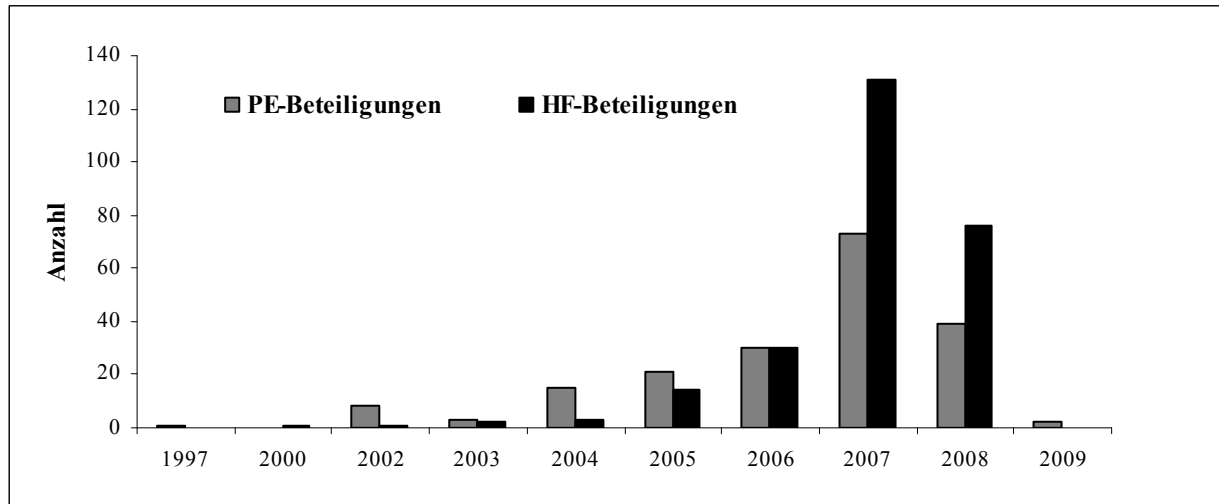


Abb. 4.2: Erwerbszeitpunkte der untersuchten Beteiligungen

Die betrachteten 107 *Private Equity Funds* sowie 108 *Hedge Funds* investieren entweder zeitlich versetzt oder zeitgleich in ein und dasselbe Portfoliounternehmen. Im Gegensatz zu *Private Equity Funds*, welche überwiegend in Deutschland ansässig sind, spielen *Hedge Funds* mit Sitz in Deutschland nur eine untergeordnete Rolle. Die Mehrzahl der *Hedge Funds* stammt aus dem angelsächsischen Raum oder gelten als sogenannte *Off-Shore-Funds*, welche in wenig regulierten Steueroasen, wie insbesondere auf Grand Cayman, ansässig sind (vgl. Tab. 4.2).

Sitzland	PE		HF		Gesamt	
	Anzahl	in %	Anzahl	in %	Anzahl	in %
<b>On-shore</b>	<b>94</b>	<b>88%</b>	<b>77</b>	<b>71%</b>	<b>171</b>	<b>80%</b>
davon Deutschland	47	50%	2	3%	49	29%
USA	8	9%	37	48%	45	26%
Großbritannien	15	16%	31	40%	46	27%
Luxemburg	4	4%	4	5%	8	5%
Niederlande	5	5%	1	1%	6	4%
Andere	15	16%	2	3%	17	10%
<b>Off-shore</b>	<b>13</b>	<b>12%</b>	<b>31</b>	<b>29%</b>	<b>44</b>	<b>20%</b>
davon Grand Cayman	7	54%	21	68%	28	64%
Bermudas	1	8%	3	10%	4	9%
Niederländische Antillen	1	8%	3	10%	4	9%
Isle of Man	1	8%	1	3%	2	5%
Virgin Islands	0	0%	1	3%	1	2%
Andere	3	23%	2	6%	5	11%
<b>Gesamt</b>	<b>107</b>		<b>108</b>		<b>215</b>	

Tab. 4.2: Sitzland der Beteiligungsgesellschaften

Aufgrund der eingeschränkten Verfügbarkeit von verlässlichen Daten wird das Universum der strategischen Beteiligungsmöglichkeiten für die Zwecke der empirischen Untersuchung auf die Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* eingegrenzt. Diese Vorgehensweise führt auf Basis der *Strategiematrix* (vgl. Tab. 3.1) zu einem entsprechend reduzierten Untersuchungsraaster, welches in den folgenden Abschnitten die Grundlage zum Vergleich der aktiven Managementleistung von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* im Rahmen der Operationalisierung der *Managementmatrix* bildet. Darüber hinaus stellen die in den folgenden Abschnitten abgebildeten Versionen der *Managementmatrix* dem Fondsmanagement sowie den Kapitalgebern einen Vergleichsmaßstab (*benchmark*) zur Verfügung, um die Portfoliounternehmen des eigenen Beteiligungsportfolios zu beurteilen und in den Kontext des untersuchten Gesamtmarktes einzuordnen.

Anzahl Beteiligungen		Private Equity Funds				Hedge Funds			
		on-shore		off-shore		on-shore		off-shore	
		Anzahl	in %	Anzahl	in %	Anzahl	in %	Anzahl	in %
Minderheitsbeteiligung	< 5%	34	21%	3	10%	98	54%	27	35%
	5-10%	53	33%	8	26%	60	33%	31	40%
	10-25%	48	30%	8	26%	20	11%	18	23%
	25-50%	10	6%	7	23%	3	2%	1	1%
Mehrheitsbeteiligung	50-75%	9	6%	2	6%				
	>75%	7	4%	3	10%				
<b>Gesamt</b>		<b>161</b>		<b>31</b>		<b>181</b>		<b>77</b>	

Tab. 4.3: Managementmatrix (Anzahl Beteiligungen nach Beteiligungshöhe)

In Tab. 4.3 wird das Untersuchungsraaster der *Managementmatrix* zunächst genutzt, um die Anzahl der Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*, getrennt nach *On-Shore-Funds* und *Off-Shore-Funds*, anhand des Kriteriums der Beteiligungshöhe entweder zum Zeitpunkt der Desinvestition oder zum Ende des Auswahlzeitraums Ende März 2009 einzuordnen. Im Bereich der *Private Equity Funds* können sowohl Minderheits- als auch Mehrheitsbeteiligungen beobachtet werden. Die Mehrzahl der untersuchten Beteiligungen von *Private Equity Funds* gewähren Stimmrechtsanteile in Höhe von 5 bis 25 Prozent. Im Gegensatz dazu gehen *Hedge Funds* während des Erhebungszeitraums keine Mehrheitsbeteiligungen ein und investieren überwiegend in Minderheitsbeteiligungen mit weniger als fünf Prozent an Stimmrechtsanteilen. Diese Beobachtung spiegelt die typischen Differenzierungsmerkmale hinsichtlich der gewählten Anlagestrategien der Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* wider.

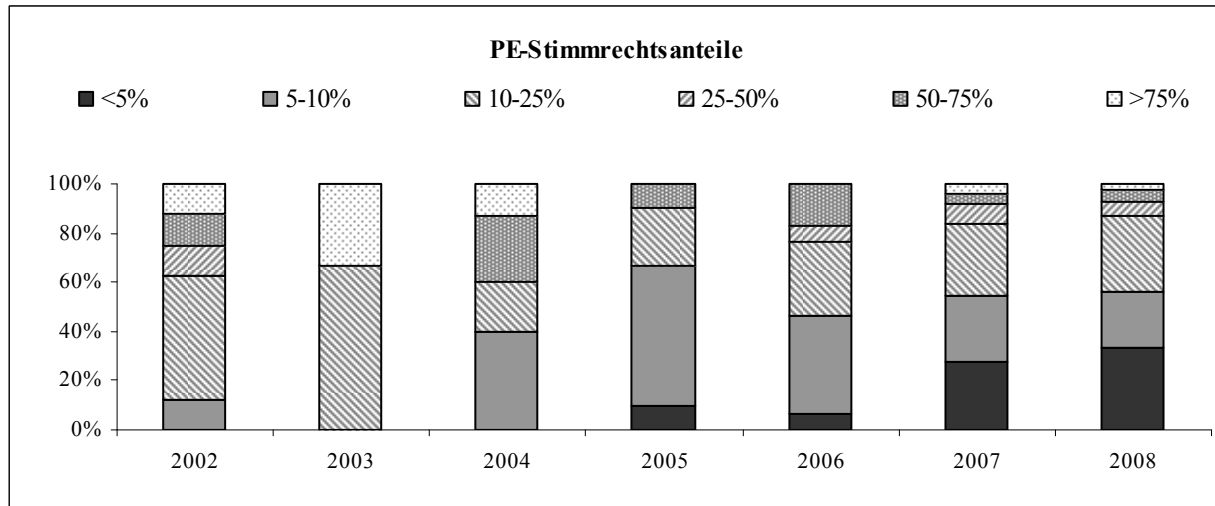


Abb. 4.3: Stimmrechtsentwicklung der Beteiligungen von Private Equity Funds

Bei einem Vergleich der Stimmrechtsentwicklung der während des Zeitraum von 2002 bis 2008 erworbenen Beteiligungen, zeigt sich sowohl bei *Private Equity Funds* als auch bei *Hedge Funds* ein zunehmender Trend zu vergleichsweise geringeren Stimmrechtsanteilen. Dies zeigen Abb. 4.3 für *Private Equity Funds* und Abb. 4.4 für *Hedge Funds*, indem die Stimmrechtsanteile zum Zeitpunkt des Verkaufs oder sofern dieser noch nicht erfolgte, zum Ende der Betrachtungsperiode (31. März 2009), dem Jahr des Erwerbs der jeweiligen Beteiligung zugeordnet werden. Aufgrund der vergleichsweise geringen Anzahl von Beteiligungserwerben vor dem Jahr 2002 sowie in 2009, werden diese in den Darstellungen nicht berücksichtigt.

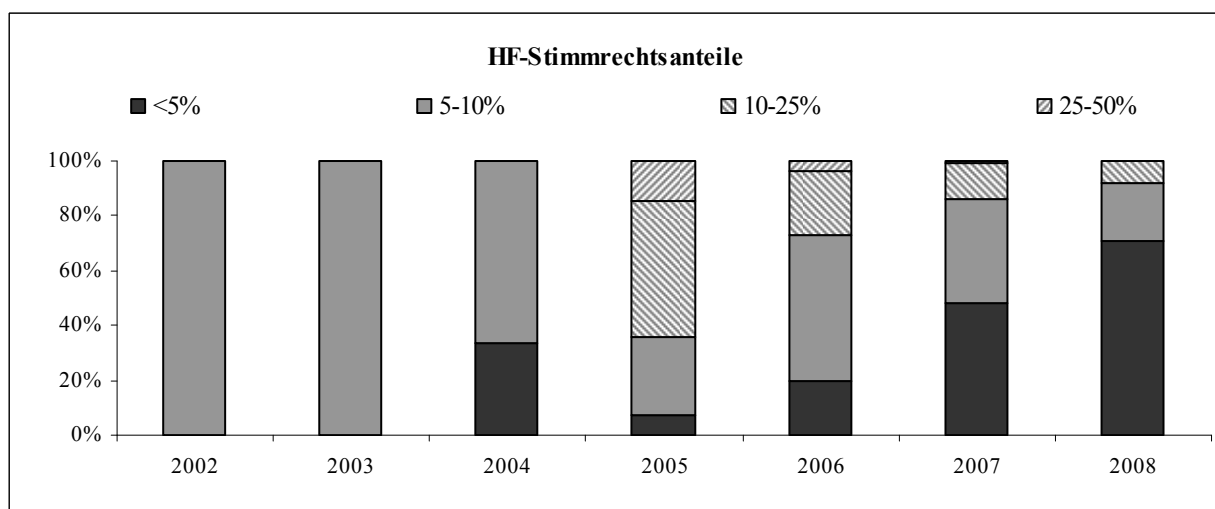


Abb. 4.4: Stimmrechtsverteilung der Beteiligungen von Hedge Funds

## 4.2 Ergebnisse vergleichbarer empirischer Untersuchungen

Die Untersuchung des Investitionsverhaltens von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* hat sich mittlerweile insbesondere in der angloamerikanischen Wissenschaft als eigene Forschungsrichtung etabliert. Neben qualitativen Untersuchungen erlauben dort die Breite und Tiefe der verfügbaren Datenbasis langfristige Rendite- und Performancevergleiche mit anderen Anlageformen. Durch den vergleichsweise kurzen Entwicklungshorizont von *Private Equity Funds* und insbesondere von *Hedge Funds* in Kontinentaleuropa, allen voran Deutschland, ist die wissenschaftliche Praxis hier bisher von der eingeschränkten Verfügbarkeit belastbarer Datenreihen gekennzeichnet.

### 4.2.1 Ergebnisse für den US-amerikanischen Aktienmarkt

Die jüngsten empirischen Untersuchungen des US-amerikanischen Aktienmarktes lassen sich in zwei verschiedene Gruppen von Untersuchungen unterteilen. Die erste Gruppe umfasst ausschließlich Beteiligungen von *Hedge Funds* an börsennotierten Portfoliounternehmen (PU). Die zweite Gruppe vergleicht die Investmenttätigkeit von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*. Die wesentlichen Parameter dieser Untersuchungen werden in Tab. 4.4 zusammengefasst. Als *Event* gelten in diesem Zusammenhang sowohl der Erwerb einer einzelnen Beteiligung sowie die Umsetzung einer einzelnen Forderung eines *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds*.

Autoren	Zeitraum	# PU	# Funds	# Events
<i>Boyson und Mooradian (2007)</i>	1994-2005	397 HF	111 HF	418 HF
<i>Brav, Jiang, Partnoy und Thomas (2008)</i>	2001-2006	882 HF	236 HF	1.059 HF
<i>Clifford (2007)</i>	1998-2005	k.a.	197 HF	1.902 HF
<i>Dai (2007)</i>	1995-2003	k.a.	k.a.	113 PE 397 HF
<i>Huang (2009)</i>	1990-2007	k.a.	356 HF	237 HF
<i>Klein und Zur (2009)</i>	2003-2005	151 HF 154 Andere	101 HF 134 Andere	k.a.

Tab. 4.4: Empirische Studien für den US-amerikanischen Aktienmarkt

#### *Hedge Funds*

*Boyson und Mooradian (2007)* stellen fest, dass die Beteiligung eines *Hedge Funds* sowohl die kurzfristige Börsenkursentwicklung positiv beeinflussen als auch die langfristige operative Leistungsfähigkeit der Portfoliounternehmen verbessern kann. Die

tiefgreifendsten Verbesserungen der Leistungsfähigkeit der Portfoliounternehmen, gemessen an einer Gruppe von Vergleichsunternehmen, werden bei einer aggressiven Vorgehensweise der *Hedge Funds* beobachtet. Dies beinhaltet insbesondere Forderungen der Fondsmanager nach Veränderungen in der *Corporate Governance* sowie einer Reduktion der freien Mittel. Dieser Zusammenhang wird auch auf Fondsebene beobachtet, indem aggressiv vorgehende *Hedge Funds* gemessen am *CRSP Market Index* eine rund 7 bis 11 Prozent höhere risikoadjustierte Rendite im Vergleich zu ihren passiven Pendanten erzielen. Die Untersuchung von *Boyson und Mooradian* (2007) unterstützt die Annahme, dass *Hedge Funds* nachhaltige Veränderungen in der *Corporate Governance*, im Ausschüttungsverhalten sowie in der operativen Leistungsfähigkeit der Portfoliounternehmen durchsetzen können. Davon profitieren sowohl die *Hedge Funds* selbst als auch die übrigen Aktionäre der Portfoliounternehmen. Die Haltedauer der von *Boyson und Mooradian* (2007) untersuchten Beteiligungen beträgt im Durchschnitt mehr als zwei Jahre bei einem durchschnittlichen Stimmrechtsanteil von 17 Prozent der Stimmrechte.

*Brav, Jiang, Partnoy und Thomas* (2008) stellen bei *Hedge Funds* eine Form des Aktionärsaktivismus und des Monitoring fest, welche sich fundamental von den bekannten aktiven Strategien institutioneller Investoren unterscheiden und in erster Linie auf einer Verbesserung der *Corporate Governance*, der Erhöhung von Dividendenzahlungen sowie der Anpassung der Kapitalstruktur der Portfoliounternehmen beruhen. Trotz unterschiedlicher Zielsetzungen der einzelnen *Hedge Funds* können Gemeinsamkeiten bei den selektierten Portfoliounternehmen festgestellt werden. Es handelt sich überwiegend um vergleichsweise unterbewertete Unternehmen, welche dennoch solide operative *Cashflows* aufweisen. *Brav, Jiang, Partnoy und Thomas* (2008) beobachten unmittelbar positive Marktreaktionen auf die Ankündigung des Beteiligungserwerbs eines *Hedge Funds* mit Überrenditen von 7 bis 8 Prozent. Während langfristig bis Mitte des Jahres 1998 keine signifikanten Überrenditen von *Hedge Funds* im Vergleich zum *CRSP Market Index* sowie zum *Russel 2000 Index* festgestellt werden können, kommt es im Anschluss bis zum Ende der Betrachtungsperiode im Jahr 2006 zu einer deutlich positiven Entwicklung. Davon profitieren nach Ansicht von *Brav, Jiang, Partnoy und Thomas* (2008) sowohl die Kapitalgeber der *Hedge Funds* als auch die übrigen Aktionäre der Portfoliounternehmen. Der Median der Haltedauern der untersuchten Beteiligungen von *Hedge Funds* beträgt rund ein Jahr.

*Clifford* (2007) vergleicht die Überrenditen von aktiven und passiven Anlagestrategien von *Hedge Funds* anhand des *CRSP Market Index*. Demnach weisen Beteiligungen an Portfoliounternehmen, welche von *Hedge Funds* mit der Absicht einer aktiven Anlagestrategie eingegangen wurden, im Vergleich zu einer Kontrollgruppe von Portfoliounternehmen, welche eine passive Beteiligung eines *Hedge Funds* aufweisen,

deutliche Überrenditen auf. Die aktiven Anlagestrategien führen zu einer Verbesserung der operativen Leistungsfähigkeit der Portfoliounternehmen, welche in erster Linie auf die Veräußerung von unterdurchschnittlich rentierenden Vermögensgegenständen zurückzuführen ist. Nach Ansicht von *Clifford* (2007) sind die höheren Überrenditen der aktiven Anlagestrategien Voraussetzung zur Kompensation der damit verbundenen Kosten des *Monitoring*.

*Huang* (2009) begrenzt seine Analyse der Werteffekte von aktiven Anlagestrategien auf Portfoliounternehmen im Rahmen eines *Leveraged Buyouts (LBO)* und beobachtet bei der Beteiligung eines *Hedge Funds* einen Anstieg der ursprünglichen Verkaufsprämie. Allerdings gilt dieser Zusammenhang nur für aktivistisch oder langfristig orientierte *Hedge Funds*. Nach Ansicht von *Huang* (2009) schützt die Beteiligung eines *Hedge Funds* die Interessen der übrigen Aktionäre der Portfoliounternehmen.

#### *Private Equity Funds und Hedge Funds*

*Dai* (2007) vergleicht *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* im Hinblick auf den Erwerb von neu ausgegebenen Aktien von börsennotierten Unternehmen, welche anstelle einer öffentlichen Platzierung über die Börse im Rahmen einer Privatplatzierung (*Private Placement in Public Equity* oder *PIPE*) erworben wurden. Die Untersuchungsergebnisse von *Dai* (2007) deuten daraufhin, dass *Private Equity Funds* im Sinne von *Venture Capital Funds* Wertzuwächse aufgrund des Abbaus von Informationsasymmetrien erzielen können. Dies ist auf eine vergleichsweise höhere Beteiligungsquote, längere Haltedauern sowie auf die vermehrte Ausübung von Aufsichtsratsmandaten zurückzuführen. Im Gegensatz dazu beruhen die erzielten Wertzuwächse von *Hedge Funds* auf Arbitragegewinnen, welche auf den vergleichsweise raschen Verkauf der mit einem Abschlag im Vergleich zur Börsennotierung angebotenen Anteile zurückzuführen sind.

*Klein und Zur* (2009) untersuchen die Investitionstätigkeit von *Hedge Funds* und anderen privaten Investoren, darunter *Private Equity Funds*, bezüglich ihres Wertsteigerungspotenzials. Vor dem Hintergrund, dass *Private Equity Funds* etwa nur zehn Prozent der Vergleichsgruppe von anderen Investoren repräsentieren, ist die Untersuchung von *Klein und Zur* (2009) nicht unmittelbar auf einen direkten Vergleich der Investmenttätigkeit von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* angelegt.<sup>886</sup> In Bezug auf die Unterschiede der beiden Gruppen beobachten *Klein und Zur* (2009) zum einen, dass sich *Hedge Funds* an vergleichsweise profitableren Portfoliounternehmen beteiligen und zum anderen die Reduktion von *Agency Costs* über die zur Verfügung stehenden Mittel adressieren. Im Gegensatz dazu versucht die Gruppe der anderen In-

<sup>886</sup> Vgl. zu dieser Einschätzung Achleitner, Betzer und Gider (2009), S. 3.

vestoren in erster Linie die Unternehmensstrategie der Portfoliounternehmen zu verändern. *Klein und Zur* (2009) beobachten für beide Gruppen sowohl kurzfristige als auch langfristige Überrenditen gemessen am *CRSP Market Index*.

Für einen Vergleich von empirischen Untersuchung über das Investitionsverhalten von aktiven Investoren in den USA, welche vorrangig Zeiträume vor dem Jahr 2000 abdecken, wird abschließend auf die vergleichende Arbeit von *Karpoff* (2006) verwiesen. *Karpoff* (2006) folgert aus seinen Vergleichen, dass aktive Investoren bevorzugt in vergleichsweise große Unternehmen mit einer hohen institutionellen Eigentümerstruktur investieren. Darüber hinaus findet er keine Anhaltspunkte, dass die Beteiligung von aktiven Investoren mittel bis langfristig zu einer signifikanten Wertsteigerung der Portfoliounternehmen führt.

#### 4.2.2 Ergebnisse für den deutschen Aktienmarkt

Die bisherigen Untersuchungen der Managementleistung von aktiven Beteiligungsgesellschaften unterscheiden sich in Deutschland nach *Hedge Funds*, *Private Equity Funds* sowie direkten Vergleichen zwischen *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*. In Tab. 4.5 werden die wesentlichen Parameter der empirischen Untersuchungen für den deutschen Aktienmarkt zusammengefasst.

Autoren	Zeitraum	# PU	# Funds	# Events
<i>Achleitner, Betzer und Gider</i> (2009)	1998-2007	57 PE 96 HF 96 Control	k.a.	k.a.
<i>Achleitner, Andres, Betzer und Weir</i> (2009)	1998-2007	k.a.	k.a.	48 PE
<i>Bessler, Drobetz und Holler</i> (2008)	2000-2006	HF		324 HF
<i>Mietzner und Schweizer</i> (2008)	1993-2007	k.a.	k.a.	159 PE 67 HF
<i>Mietzner, Schweizer und Tyrell</i> (2009)	1993-2007	175 HF/PE 223 Rivals	k.a.	k.a.

Tab. 4.5: Empirische Studien für den deutschen Aktienmarkt

#### *Hedge Funds*

In ihrer umfassende Studie zum aktivistischen Verhalten von *Hedge Funds* in Deutschland finden *Bessler, Drobetz und Holler* (2008) Anhaltspunkte für kurzfristige Wertsteigerungseffekte bei den Portfoliounternehmen. Dies ist insbesondere bei der Beteiligung von *Hedge Funds* an vergleichsweise kleinen und illiquiden Portfoliounternehmen zu beobachten und dort nach Ansicht der Verfasser auf den Abbau von



vergleichsweise höheren Informationsasymmetrien zurückzuführen. Darüber hinaus können diese kurzfristigen Wertsteigerungseffekte direkt mit dem bisherigen Investorfolg (*track record*) sowie mit der Reputation eines *Hedge Funds* in Verbindung gebracht werden. Der Beweis für langfristige Wertsteigerungseffekte variiert in Abhängigkeit von der zugrunde gelegten Untersuchungsmethode. Die Berechnung von einfachen Überrenditen für die Beteiligungsdauer (*buy and hold abnormal return*) deutet auf langfristige Wertsteigerungseffekte von bis zu 36 Monaten nach dem Beteiligungserwerb hin. Als Vergleichsindex zur Berechnung der Überrenditen legen *Bessler, Drobotz und Holler (2008)* den *CDAX Index* zugrunde.

#### *Private Equity Funds*

*Achleitner, Andres, Betzer und Weir (2009)* fokussieren in ihrer Untersuchung auf die Wertsteigerungseffekte von Beteiligungen von *Private Equity Funds* an deutschen börsennotierten Unternehmen mit mehr als 25 Prozent der Stimmrechte. Die langfristige Anlagestrategie der *Private Equity Funds* verdeutlicht die Beobachtung, dass 19 Portfoliounternehmen nach dem Beteiligungserwerb privatisiert und somit von der Börse genommen wurden. *Achleitner, Andres, Betzer und Weir (2009)* finden eine durchschnittliche Wertsteigerung von rund 5,9 Prozent am Tag des erstmaligen Beteiligungserwerbs eines *Private Equity Funds*. An dieser Wertsteigerung partizipieren auch die übrigen Aktionäre der Portfoliounternehmen. Die beobachteten Wertsteigerungseffekte stehen in einer positiven Verbindung zur Höhe der vorhandenen Steuerverbindlichkeiten sowie zum Grad der Unterbewertung der Portfoliounternehmen. Im Gegensatz dazu wirken sich der Verschuldungsgrad des Portfoliounternehmens sowie die Höhe des Stimmrechtsanteils des zweitgrößten Anteilseigners negativ auf mögliche Wertsteigerungen aus. Die negativen Auswirkungen des Anteils des zweitgrößten Anteilseigners führen *Achleitner, Andres, Betzer und Weir (2009)* auf einen zusätzlichen *Monitoring-Effekt* zurück, der die Vorteile einer zusätzlichen privaten Kontrolle vermindert. Als Vergleichsmaßstab zur Berechnung von Überrenditen legen *Achleitner, Andres, Betzer und Weir (2009)* den *CDAX Index* zugrunde.

#### *Private Equity Funds und Hedge Funds*

*Achleitner, Betzer und Gider (2009)* untersuchen die Anlagestrategien von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* im deutschen Aktienmarkt. Der Fokus der Untersuchung liegt auf der Fähigkeit von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zur Reduzierung von *Agency Costs*. Zum besseren Verständnis der Ursachen von möglichen Wertsteigerungspotenzialen identifizieren *Achleitner, Betzer und Gider (2009)* systematische Kriterien zur Portfolioselektion und grenzen die Anlagestrategien von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* voneinander ab. Auf dieser Basis finden *Achleitner, Betzer und Gider (2009)* signifikante Unterschiede zwischen den Anlage-

strategien von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*. Während *Hedge Funds* nach Unternehmen mit einer schwachen *Corporate Governance* und freien Mitteln zur Erhöhung von Dividenden suchen, bevorzugen *Private Equity Funds* Unternehmen mit stabilen *Cashflows* und vergleichsweise geringen Wachstumsaussichten. *Achleitner, Betzer und Gider* (2009) folgern aus der Untersuchung, dass *Hedge Funds* in erster Linie Minderheitsbeteiligungen bevorzugen, um auf Basis von Maßnahmen zur Verminderung von *Agency Costs* kurzfristige Wertsteigerungspotenziale zu heben. Im Gegensatz dazu streben *Private Equity Funds* über Mehrheitsbeteiligungen die Kontrolle in den Portfoliounternehmen an, um die *Agency-Problematik* zu lösen und langfristige Wertsteigerungen zu erzielen. Die Untersuchung von *Achleitner, Betzer und Gider* (2009) basiert auf einem Vergleich der Portfoliounternehmen mit einer Kontrollgruppe von vergleichbaren Unternehmen, welche keine Beteiligung von *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* aufweisen. Die Nachteile dieser Vorgehensweise liegen in der Problematik, zwei Gruppen von Unternehmen zu finden, welche abgesehen von der Beteiligung von *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* vergleichbare Merkmale aufweisen.<sup>887</sup>

*Mietzner und Schweizer* (2008) untersuchen die Reaktion des Marktes auf die Ankündigung eines *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* zum Kauf eines mindestens fünfprozentigen Stimmrechtsanteils an einem Portfoliounternehmen. *Mietzner und Schweizer* (2008) führen mögliche Wertsteigerungseffekte auf die Reduktion von *Agency Costs* zurück und beobachten kurzfristig positive Überrenditen im Vergleich zum *CDAX Index* von rund 3,5 Prozent für *Private Equity Funds* sowie rund 6,2 Prozent bei *Hedge Funds*. Diese Wertsteigerungseffekte können allerdings nur bei *Private Equity Funds* auf die Reduzierung von *Agency Costs* zurückgeführt werden. Langfristig zeigen insbesondere die Beteiligungen von *Hedge Funds* negative Überrenditen. *Mietzner und Schweizer* (2008) führen diese Beobachtung auf das deutsche *Corporate Governance-System* zurück, aufgrund dessen *Hedge Funds* ihre Interessen grundsätzlich mit dem Aufsichtsrat abstimmen müssen. Vor diesem Hintergrund vermuten *Mietzner und Schweizer* (2008), dass die übrigen Marktteilnehmer *Hedge Funds*, im Vergleich zu *Private Equity Funds*, nicht die gleichen Potenziale zur Schaffung von Wertsteigerungseffekten zutrauen.

*Mietzner, Schweizer und Tyrell* (2009) untersuchen die Werteffekte von Beteiligungserwerben von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* auf die Wettbewerber der betroffenen Portfoliounternehmen. *Mietzner, Schweizer und Tyrell* (2009) vermuten, dass sich *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* aufgrund ihres aktiven Verhaltens deutlich von anderen Anteilseignern unterscheiden. Vor diesem Hintergrund stellen

<sup>887</sup> Schmidt und Spindler (2008), S. 63.

*Mietzner, Schweizer und Tyrell (2009)* nach einer Veränderung der Eigentümerstruktur bei den Portfoliounternehmen signifikante Auswirkungen auf ihre Wertentwicklung verglichen mit der ihrer Wettbewerber fest. Die Wertsteigerungseffekte bei den Wettbewerbsunternehmen verhalten sich nach der Beteiligung eines *Private Equity Funds* spiegelbildlich zur Industriekonzentration und zeigen eine positive Reaktion auf Veränderungen in der Profitabilität, dem Marktwert-Buchwert-Verhältnis sowie im Handelsvolumen. Die Wertsteigerungseffekte bei den Wettbewerbern der Portfoliounternehmen von *Hedge Funds* lassen sich im Gegensatz dazu nur auf das Marktwert-Buchwert-Verhältnis zurückführen. Nach der Beteiligung eines *Hedge Funds* beobachten *Mietzner, Schweizer und Tyrell (2009)* eine langfristige Übertragung von Renditen der Portfoliounternehmen zu den Wettbewerbern. Im Gegensatz dazu weisen die Wettbewerber der Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds* signifikante Wertverluste auf, welche *Mietzner, Schweizer und Tyrell (2009)* auf die erwarteten negativen Auswirkungen auf deren Wettbewerbsfähigkeit zurückführen. Als Vergleichsmaßstab zur Berechnung von Überrenditen legen *Mietzner, Schweizer und Tyrell (2009)* den *CDAX Index* zugrunde.

### **4.3 Operationalisierung der Managementmatrix**

Die Operationalisierung der *Managementmatrix* folgt der schrittweisen Beantwortung der formulierten Fragestellungen und umfasst einen Vergleich der Portfolioselektion, der Haltedauern, sowie der Wertentwicklung der Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*. Dies führt in Abhängigkeit der zugrunde gelegten Kennzahlen und Parameter zu verschiedenen Versionen der *Managementmatrix*, um die Investmenttätigkeit sowie den Managementbeitrag zur Wertentwicklung der Portfoliounternehmen der betrachteten Geschäftsmodelle von aktiven Beteiligungsgesellschaften zu analysieren.

#### **4.3.1 Vergleich der Portfolioselektion**

Am Anfang des Investitionsprozesses einer aktiven Beteiligungsgesellschaft steht die Auswahl geeigneter Portfoliounternehmen. Zum Vergleich der Merkmale und Charakteristika der Portfoliounternehmen wird eine Reihe von absoluten und relativen Kennzahlen erhoben, welche eine Differenzierung zwischen den Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* erlaubt.

### 4.3.1.1 Beschreibung der Vorgehensweise

In der finanzwirtschaftlichen Kennzahlenanalyse wird grundsätzlich zwischen absoluten und relativen Kennzahlen unterschieden. Ein Vergleich von absoluten Finanzkennzahlen erlaubt die größenabhängige Einordnung der Portfoliounternehmen im Rahmen der *Managementmatrix*. Dazu werden ausgewählte Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz durch Addition oder Subtraktion zu Kennzahlen formiert. Im Vergleich dazu stellen relative Kennzahlen entsprechende Verhältniszahlen von zwei Größen dar und werden in der Regel in Prozentwerten angegeben. Die erhobenen relativen Kennzahlen werden innerhalb der Gruppen Rentabilitäts-, Liquiditäts- und Kapitalstrukturkennzahlen zusammengefasst.<sup>888</sup> Die zugrunde liegenden Formeln und Eingangsgrößen zur Berechnung der relativen Kennzahlen werden in Anhang D aufgeführt.

Die Kennzahlenanalyse stützt sich auf Daten aus den Jahresabschlüssen der Portfoliounternehmen. Den Stichtag zur Auswahl der Jahresabschlüsse bildet der erstmalige Erwerbszeitpunkt einer Beteiligung an einem Portfoliounternehmen. Zur Berechnung der Kennzahlen werden die ersten, nach dem Erwerbszeitpunkt veröffentlichten Jahresabschlussdaten eines Portfoliounternehmens zugrunde gelegt. Eine nachfolgende Erhöhung oder Verminderung von Stimmrechtsanteilen löst keine erneute Erhebung von Daten aus und findet somit keine Berücksichtigung in der Kennzahlenanalyse.

### 4.3.1.2 Vergleich absoluter Finanzkennzahlen

Die beobachteten absoluten Finanzkennzahlen lassen signifikante Zusammenhänge zwischen der Charakteristik der Portfoliounternehmen und der Investitionsentscheidung eines *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* erkennen (vgl. Tab. 4.6).

Absolute Kennzahlen		Private Equity Funds			Hedge Funds		
		md	mw	sd	md	mw	sd
Bilanzsumme	Mio. Euro	61,6	589,0	2.260,8	205,4	5.251,2	27.984,4
Umsatz	Mio. Euro	60,6	621,3	2.420,7	198,1	2.742,6	10.265,8
EBIT	Mio. Euro	3,0	35,8	148,3	14,6	155,4	583,4
Jahresüberschuss	Mio. Euro	1,9	13,8	79,5	6,1	53,7	337,7
Marktkapitalisierung	Mio. Euro	44,7	403,5	1.351,6	170,5	1.696,9	6.119,8
Mitarbeiter	Anzahl	369	3.411	11.825	1.016	11.628	46.544

Tab. 4.6: Vergleich absoluter Finanzkennzahlen der Portfoliounternehmen

<sup>888</sup> Vgl. zur Kennzahlenanalyse grundlegend Perridon, Steiner und Rathgeber (2009), S. 562 ff.

So zeigen die jeweiligen Mediane und Mittelwerte von Bilanzsumme, Umsatz, EBIT, Jahresüberschuss, Marktkapitalisierung und Anzahl der Mitarbeiter der Portfoliounternehmen, dass *Private Equity Funds* im Vergleich zu *Hedge Funds* überwiegend kleinere Unternehmen in das Beteiligungsportfolio aufnehmen. Als Kennzahl zur Operationalisierung der *Managementmatrix* zur Portfolioselektion im Hinblick auf die Größe der Portfoliounternehmen wird die Marktkapitalisierung herangezogen. Die Ergebnisse in Tab. 4.7 zeigen, dass sich sowohl *Private Equity Funds* als auch *Hedge Funds*, welche aufgrund ihres Sitzlandes als *Off-Shore-Funds* klassifiziert werden können, im Vergleich zu *On-Shore-Funds* im Bereich der Minderheitsbeteiligungen überwiegend an Portfoliounternehmen geringerer Marktkapitalisierung beteiligen.

Marktkapitalisierung Mio. Euro	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	on-shore			off-shore			on-shore			off-shore			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
Minderheits- beteiligung	< 5%	59,1	429,0	1.217,9	25,3	164,9	249,0	418,0	2.355,7	7.059,6	110,4	421,1	743,3
	5-10%	55,9	370,8	1.564,8	26,2	187,6	380,4	154,2	1.787,1	7.331,7	55,3	132,8	212,8
	10-25%	42,6	316,2	774,7	79,4	495,0	854,4	223,7	2.604,3	7.316,9	60,6	1401,3	3.812,7
	25-50%	49,1	1.530,1	3.798,9	20,7	20,7	29,3	643,3	643,3	342,3	71,4	71,4	k.a.
Mehrheits- beteiligung	50-75%	27,6	75,3	113,8	20,1	30,3	26,1						
	>75%	128,0	531,9	1.063,7	2.953,7	2.953,7	k.a.						
Gesamt		50	420	1.443	29	321	726	322	2.171	7.103	71	525	1.902

Tab. 4.7: Managementmatrix zur Portfolioselektion (Marktkapitalisierung)

Die Marktkapitalisierung der Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds* bewegt sich gemessen am Median in einer engen Bandbreite. Im Gegensatz dazu zeigen *Hedge Funds* in diesem Bereich ein heterogeneres Bild. Die deutlichen Abweichungen im Bereich der Mehrheitsbeteiligungen von *Private Equity Funds* sind, insbesondere im Bereich der *Off-Shore-Funds*, auf eine geringe Anzahl von Beteiligungen an vergleichsweise großen Portfoliounternehmen zurückzuführen.

#### 4.3.1.3 Vergleich von Rentabilitätskennzahlen

Ein Vergleich von ausgewählten Rentabilitätskennzahlen in Tab. 4.8 (vgl. Anhang D Tab. D1 für die Berechnungsgrundlagen) anhand des Medians zeigt, dass die Portfoliounternehmen von *Hedge Funds* im Vergleich zu denen von *Private Equity Funds* tendenziell höhere Gesamtkapital-, Eigenkapital- und Umsatzrenditen sowie bessere operative Margen aufweisen. Dies wird durch vergleichsweise höhere Bewertungen am Kapitalmarkt, gemessen am Kurs-Buchwert-Verhältnis sowie am Kurs-Gewinn-

Verhältnis, der Portfoliounternehmen von *Hedge Funds* bestätigt. Diese Beobachtungen werden durch die Mittelwerte der betrachteten Kennzahlen bestätigt.

Rentabilitätskennzahlen	Private Equity Funds			Hedge Funds		
	md	mw	sd	md	mw	sd
Gesamtkapitalrendite	0,08	0,02	0,25	0,10	0,09	0,15
Eigenkapitalrendite	0,08	-0,32	3,26	0,11	0,01	0,87
Operative Marge	0,04	-0,35	-0,60	0,07	1,51	5,56
Umsatzrendite	0,02	-0,40	1,65	0,03	-0,57	4,84
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,53	2,05	2,05	2,03	2,72	3,81
Kurs-Gewinn-Verhältnis	9,18	7,22	118,23	13,94	32,18	222,77
F&E Quote	0,06	0,52	1,47	0,04	0,67	3,92
Kapitalumschlagshäufigkeit	8,59	23,57	54,74	8,79	21,67	33,33
Umsatz/Mitarbeiter (Mio. Euro)	0,15	0,25	0,33	0,20	0,29	0,29

Tab. 4.8: Rentabilitätskennzahlen der Portfoliounternehmen

Der geringere Umsatz pro Mitarbeiter bei den Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds* kann zusammen mit der höheren Forschungs- und Entwicklungsquote auf vergleichsweise kleinere und jüngere Wachstumsunternehmen zurückgeführt werden, welche zu den typischen Anlagestrategien von *Private Equity Funds* zählen. Die deutlichen Unterschiede und Vorzeichenwechsel zwischen der durchschnittlichen Umsatzrendite sowie der Gesamtkapitalrendite kann zum einen auf ein teilweise vorhandenes negatives Eigenkapital sowie zum anderen auf Effekte aus der Kapitalstruktur zurückgeführt werden, welche in den folgenden Abschnitten betrachtet werden.

Kurs-Gewinn-Verhältnis	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	on-shore			off-shore			on-shore			off-shore			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
<b>Minderheitsbeteiligung</b>	< 5%	12,0	12,1	19,7	12,0	22,6	20,8	14,7	47,3	261,5	12,4	12,4	17,0
	5-10%	8,9	14,9	38,0	15,4	14,9	14,8	14,9	-3,0	192,3	11,8	86,3	347,2
	10-25%	7,6	0,4	159,1	2,6	-108,7	330,1	12,7	10,6	19,1	9,3	36,8	83,3
	25-50%	0,8	24,5	54,3	6,2	6,2	k.a.	35,2	35,2	28,1	-1,1	-1,1	k.a.
<b>Mehrheitsbeteiligung</b>	50-75%	11,0	6,6	9,6	-0,8	-8,4	27,9						
	>75%	18,6	124,3	235,4	25,5	25,5	k.a.						
<b>Gesamt</b>	<b>9,4</b>	<b>13,6</b>	<b>102,2</b>	<b>6,2</b>	<b>-26,8</b>	<b>180,7</b>	<b>14,8</b>	<b>26,7</b>	<b>224,3</b>	<b>11,6</b>	<b>46,3</b>	<b>219,9</b>	

Tab. 4.9: Managementmatrix zur Portfolioselektion (Kurs-Gewinn-Verhältnis)

Die Unterschiede in den Rentabilitätskennzahlen der Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* werden insbesondere am Kurs-Gewinn-Verhältnis deutlich. Anhand der zum Erwerbszeitpunkt der Beteiligung erwirtschafteten Gewinne

lassen sich in den Börsenkursen der Portfoliounternehmen von *Hedge Funds* vergleichsweise höhere Erwartungen an das zukünftige Ertragspotenzial der Portfoliounternehmen ablesen. Für eine genauere Analyse erfolgt die Operationalisierung der *Managementmatrix* zur Portfolioselektion im Hinblick auf die Rentabilitätskennzahlen anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (vgl. Tab. 4.9). Die Auswertung der *Managementmatrix* auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses zeigt über die verschiedenen Stimmrechtsanteile hinweg ein differenziertes Bild. Gemessen am Median, weisen die Portfoliounternehmen von *Off-Shore-Funds*, im Vergleich zu *On-Shore-Funds*, ein geringeres Kurs-Gewinn-Verhältnis auf. Im Bereich der Minderheitsbeteiligungen von *Private Equity Funds* wird deutlich, dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis mit zunehmendem Stimmrechtsanteil sinkt. Diese Beobachtung trifft auch für *On-Shore Hedge Funds* mit Stimmrechtsanteile von bis zu 25 Prozent zu.

#### 4.3.1.4 Vergleich von Liquiditätskennzahlen

Ein Vergleich der Liquiditätskennzahlen (vgl. Anhang D Tab. D2 für die Berechnungsgrundlagen) in Tab. 4.10 zeigt, dass die Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds*, gemessen am *Free Cash Flow Ratio*, vergleichsweise geringere Investitionsausgaben tätigen.

Liquiditätskennzahlen	Private Equity Funds			Hedge Funds		
	md	mw	sd	md	mw	sd
Free Cash Flow Ratio	0,79	0,16	6,44	0,68	0,37	4,07
Zinsdeckungsgrad I (EBIT)	4,02	11,26	26,37	5,44	10,49	18,53
Zinsdeckungsgrad II (EBITDA)	6,70	16,51	30,87	9,28	52,11	332,20
Schuldentilgungsdauer (Jahre)	0,40	3,29	34,91	0,27	1,72	15,86

Tab. 4.10: Liquiditätskennzahlen der Portfoliounternehmen

Dennoch steht gemessen am Zinsdeckungsgrad zum Zeitpunkt des Beteiligungserwerbs eine vergleichsweise geringere Ertragskraft für Zinszahlungen zur Verfügung. Dieser Zusammenhang spiegelt sich auch in einer längeren Schuldentilgungsdauer im Vergleich zu den Portfoliounternehmen von *Hedge Funds* wider. Die Unterschiede deuten daraufhin, dass die Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds* vergleichsweise stärker mit Kapitaldienst belastet werden. Dies kann auf die bereits in den Rentabilitätskennzahlen gezeigten Schwächen in der Profitabilität im Vergleich zu den Portfoliounternehmen von *Hedge Funds* zurückgeführt werden. Ein weiterer damit in direktem Zusammenhang stehender Vergleich der Fremdkapital- und Investitionsquoten erfolgt im nachfolgenden Kapitel. Die Unterschiede in den Liquiditätskenn-

zahlen der Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* werden insbesondere im vorhandenen Ertragspotenzial zur Erbringung der fälligen Zinszahlungen deutlich. Aus diesem Grund erfolgt die Operationalisierung der *Managementmatrix* zur Portfolioselektion im Hinblick auf die Liquiditätskennzahlen anhand des Zinsdeckungsgrades II (vgl. Tab. 4.11).

Zinsdeckungsgrad II (EBITDA)	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	on-shore			off-shore			on-shore			off-shore			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
Minderheits- beteiligung	< 5%	6,0	8,2	8,4	8,1	8,1	k.a.	8,1	17,1	19,8	22,7	23,4	21,8
	5-10%	6,4	5,6	8,0	12,2	38,5	55,2	9,5	15,1	13,4	5,4	484,5	1.255
	10-25%	11,2	11,8	13,2	47,6	47,6	k.a.	5,1	19,0	37,1	12,3	52,7	63,6
	25-50%	2,8	2,8	0,4	113,9	113,9	55,2	14,9	14,9	k.a.			
Mehrheits- beteiligung	50-75%	2,7	2,7	4,4	1,4	3,0	6,6						
	>75%	21,6	21,6	21,1									
Gesamt	6,3	8,1	10,3	11,3	40,8	53,0	8,6	16,7	20,7	12,3	193,6	739,5	

Tab. 4.11: Managementmatrix zur Portfolioselektion (Zinsdeckungsgrad II)

Die Auswertung der *Managementmatrix* zur Portfolioselektion auf Basis des Zinsdeckungsgrades II zeigt sowohl bei *Private Equity Funds* als auch bei *Hedge Funds* höhere Deckungsgrade bei *Off-Shore-Funds* im Vergleich zu *On-Shore-Funds*. Bei den Minderheitsbeteiligungen von *Private Equity Funds* bis 25 Prozent der Stimmrechte steigt der Zinsdeckungsgrad II mit zunehmenden Stimmrechtsanteilen. Im Bereich der *Hedge Funds* kann diese Beobachtung nicht bestätigt werden.

#### 4.3.1.5 Vergleich von Kapitalstrukturkennzahlen

Ein Vergleich ausgewählter Kapitalstrukturkennzahlen (vgl. Anhang D Tab. D3 für die Berechnungsgrundlagen) in Tab. 4.12 zeigt, gemessen am Median der Fremdkapital- und Eigenkapitalquote sowie des Verschuldungsgrades, eine vergleichsweise geringere Verschuldung der Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds*. In Verbindung mit den vorangegangenen Beobachtungen zur Rentabilitäts- sowie zur Liquiditätssituation der Portfoliounternehmen stellt allerdings der damit verbundene Kapitaldienst, auf Basis der zur Verfügung stehenden Ertragskraft, eine höhere Belastung im Vergleich zu den Portfoliounternehmen von *Hedge Funds* dar. In Bezug auf die Anlagenintensität sowie die Investitionsquote sind in der Gesamtbetrachtung keine deutlichen Unterschiede zwischen den Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* erkennbar. Im Gegensatz dazu, zeigen sich deutliche Abweichungen im Rücklagenanteil der Portfoliounternehmen. Aus diesem Grund erfolgt die Operationa-



lisierung der *Managementmatrix* zur Portfolioselektion im Hinblick auf die Kapitalstrukturkennzahlen anhand des Rücklagenanteils.

Kapitalstrukturkennzahlen	Private Equity Funds			Hedge Funds		
	md	mw	sd	md	mw	sd
Fremdkapitalquote	0,14	0,18	0,19	0,16	0,18	0,16
Eigenkapitalquote	0,47	0,48	0,28	0,43	0,44	0,22
Verschuldungsgrad	0,24	0,52	2,39	0,34	0,66	1,95
Anlagenintensität	0,09	0,16	0,17	0,11	0,17	0,17
Investitionsquote	0,32	0,55	0,93	0,31	0,70	1,99
Rücklagenanteil	0,04	-2,51	35,41	0,23	0,94	16,31

Tab. 4.12: Kennzahlen zur Kapitalstruktur der Portfoliounernehmen

Die Auswertung der *Managementmatrix* zur Portfolioselektion auf Basis des Rücklagenanteils der Portfoliounernehmen in Tab. 4.13 zeigt deutliche Unterschiede zwischen den betrachteten Gruppen. Die Portfoliounernehmen von *Hedge Funds* weisen, mit Ausnahme der Beteiligungen von unter fünf Prozent von *off-shore Hedge Funds*, über alle Stimmrechtsanteile hinweg positive Rücklagenanteile aus. Mit einer Ausnahme lässt sich dies auch bei den Beteiligungen von *off-shore Private Equity Funds* beobachten. Ein anderes Bild zeigen die Beteiligungen von *on-shore Private Equity Funds*. Diese weisen gemessen am Median, mit Ausnahme der Beteiligungen von unter fünf Prozent, negative Rücklagenanteile auf. Dieser Effekt kann auf Portfoliounernehmen von *Private Equity Funds* zurückgeführt werden, welche anhand des Vorzeichens des Rücklagenanteils über entsprechende Verlustvorträge verfügen. Dies unterstützt die vorangegangenen Beobachtungen im Hinblick auf eine vergleichsweise geringere Profitabilität der Portfoliounernehmen von *Private Equity Funds*.

Rücklagenanteil	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	on-shore			off-shore			on-shore			off-shore			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
Minderheitsbeteiligung	<5%	0,2	0,3	1,1	0,3	0,5	0,4	0,4	3,1	19,4	-0,3	-6,6	32,9
	5-10%	-0,1	0,4	1,6	0,1	1,3	2,4	0,3	1,2	3,2	0,1	0,0	0,6
	10-25%	-0,2	-0,2	0,6	0,5	0,5	4,2	0,0	0,5	1,2	0,2	0,9	2,1
	25-50%	-0,1	-0,2	0,7	1,3	1,3	1,0	1,8	1,8	2,4			
Mehrheitsbeteiligung	50-75%	0,0	0,0	0,7	0,0	-0,2	0,8						
	>75%	-0,2	-114,5	230	0,3	0,3	k.a.						
Gesamt	0,0	-3,1	38,7	0,2	0,6	2,5	0,4	2,1	14,6	-0,1	-2,2	19,9	

Tab. 4.13: Managementmatrix zu Portfolioselektion (Rücklagenanteil)

### 4.3.2 Vergleich der Haltedauer

Ein weiteres Differenzierungskriterium zwischen *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* stellt die Haltedauer einer Beteiligung dar. Dazu wird im Folgenden zwischen realisierten sowie nicht-realisierten Beteiligungen unterschieden.

#### 4.3.2.1 Haltedauer realisierter Beteiligungen

In der Gruppe der realisierten Beteiligungen werden alle Beteiligungen zusammengefasst, welche zum Ende des Auswahlzeitraums, den 31. März 2009 bereits wieder vollständig durch *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* veräußert wurden. In diese Betrachtung fließen 28 Beteiligungen von *Private Equity Funds* sowie 86 Beteiligungen von *Hedge Funds* ein. Dies entspricht in Bezug auf die beobachteten Beteiligungen einer Realisationsrate bei *Private Equity Funds* von rund 15 Prozent im Vergleich zu *Hedge Funds* von rund 33 Prozent.

Haltedauer in Monaten (realisiert)	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	on-shore			off-shore			on-shore			off-shore			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
Minderheits- beteiligung	<5%	13,7	15,7	10,8				13,3	13,9	6,2	10,6	10,3	3,5
	5-10%	26,2	29,8	14,2	37,6	37,6	k.a.	18,7	21,4	12,6	18,2	18,7	5,5
	10-25%	16,4	22,0	13,3	23,9	24,6	11,4	19,7	19,7	0,4	18,2	18,6	1,3
	25-50%	18,6	18,6	k.a.				12,2	12,2	k.a.			
Mehrheits- beteiligung	50-75%	18,3	18,3	k.a.									
	>75%												
Gesamt	18,1	20,7	12,5	30,1	27,9	11,3	15,0	16,0	8,8	15,3	15,2	6,0	

Tab. 4.14: Managementmatrix zur Haltedauer (realisierte Beteiligungen)

Die *Managementmatrix* zur Haltedauer von realisierten Beteiligungen (vgl. Tab. 4.14) zeigt, dass *Private Equity Funds* im Vergleich zu *Hedge Funds* eine längere durchschnittliche Beteiligungsdauer aufweisen. Dies gilt sowohl für *On-Shore-Funds* als auch für *Off-Shore-Funds* von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*.

#### 4.3.2.2 Haltedauer unrealisierter Beteiligungen

In der Gruppe der unrealisierten Beteiligungen werden alle Beteiligungen zusammengefasst, welche zum Ende des Auswahlzeitraums, den 31. März 2009, noch nicht vollständig veräußert wurden. In diese Betrachtung fließen 164 Beteiligungen von *Private Equity Funds* sowie 172 Beteiligungen von *Hedge Funds* ein. Abweichend von

der im vorangegangenen Kapitel beschriebenen Mindesthaltedauer von drei Monaten, fließen in diese Betrachtung auch solche Beteiligungen ein, welche weniger als drei Monate vor dem Ende des Auswahlzeitraums erstmalig erworben wurden.

Haltedauer in Monaten (unrealisiert)	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	on-shore			off-shore			on-shore			off-shore			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
Minderheits- beteiligung	<5%	17,1	17,4	9,7	18,4	16,1	9,3	13,8	15,6	8,4	20,6	21,2	10,7
	5-10%	27,8	33,1	22,5	28,0	32,4	10,3	20,4	24,0	16,2	26,2	27,6	8,3
	10-25%	22,0	30,2	22,5	54,9	42,2	23,0	26,4	30,7	21,5	26,1	29,8	13,0
	25-50%	16,3	24,7	23,5	30,1	30,1	8,5	39,6	39,6	12,3	41,4	41,4	k.a.
Mehrheits- beteiligung	50-75%	26,5	34,9	25,6	40,5	42,5	9,7						
	>75%	26,1	33,7	30,2	54,1	38,9	31,0						
<b>Gesamt</b>		<b>22,8</b>	<b>29,2</b>	<b>21,9</b>	<b>35,0</b>	<b>35,6</b>	<b>16,8</b>	<b>19,7</b>	<b>21,4</b>	<b>15,3</b>	<b>25,5</b>	<b>26,5</b>	<b>11,1</b>

Tab. 4.15: Managementmatrix zur Haltedauer (unrealisierte Beteiligungen)

Die *Managementmatrix* zur Haltedauer von unrealisierten Beteiligungen (vgl. Tab. 4.15) zeigt ein zu den realisierten Beteiligungen vergleichbares Bild, indem *Private Equity Funds*, im Vergleich zu *Hedge Funds*, längere durchschnittliche Beteiligungsdauern aufweisen. Dies gilt in gleicher Weise für *On-Shore-Funds* wie auch für *Off-Shore-Funds*. Ein interessanter Aspekt ist die Zunahme der Beteiligungsdauer mit ansteigendem Stimmrechtsanteil bei den Beteiligungen von *Hedge Funds*. Dies kann insbesondere vor dem Hintergrund der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise auf eine eingeschränkte Liquidierbarkeit von größeren Aktienpaketen zurückgeführt werden. Zum anderen spiegelt dies die in den vergangenen Jahren beobachtbare Tendenz zum Erwerb von vergleichsweise kleineren Stimmrechtsanteilen (vgl. Abb. 4.4) wider.

Bei den Beteiligungen von *Private Equity Funds* sind die Effekte in der Beteiligungsdauer von unrealisierten Beteiligungen nur bedingt zu erkennen. Allerdings zeigt sich auch hier, dass Beteiligungen von unter fünf Prozent der Stimmrechte eine vergleichsweise kürzere durchschnittliche Beteiligungsdauer aufweisen. Diese Beobachtungen bestätigen die in Kapitel 2.3.5 diskutierte internationale Konversion von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* im Bereich der Minderheitsbeteiligungen von unter fünf Prozent auch für den deutschen Aktienmarkt. Insgesamt lässt im Vergleich zu den bereits realisierten Beteiligungen eine deutliche Zunahme der Beteiligungsdauer feststellen, was möglicherweise auf eine eingeschränkte Veräußerbarkeit der Beteiligungen im Verlauf der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise zurückgeführt werden kann.

### 4.3.3 Vergleich der Wertentwicklung

Die Untersuchung des Managementbeitrags zur Wertentwicklung der Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* erfolgt mittels drei verschiedener Betrachtungsweisen. In einem ersten Schritt wird die Wertentwicklung getrennt nach dem Jahr des erstmaligen Beteiligungserwerbs (*vintage year*) für die gesamte Haltdauer der Beteiligungen analysiert. In einem zweiten Schritt folgt die Untersuchung der Wertentwicklung in festen Zeitabschnitten ab dem Zeitpunkt des erstmaligen Beteiligungserwerbs. In einem dritten Schritt werden die Auswirkungen der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise auf die Wertentwicklung der Portfoliounternehmen analysiert. Der Renditeausweis erfolgt auf monatlicher Basis anhand eines relativen Vergleichs (*abnormal return*) mit dem CDAX Index der Deutschen Börse AG.

#### 4.3.3.1 Beschreibung der Vorgehensweise

Die Beurteilung der aktiven Managementleistung des Fondsmanagements von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* anhand der erzielten Renditen auf das eingesetzte Kapital kann aus mehreren Blickwinkeln erfolgen. Aus Sicht der Kapitalgeber stellt letztendlich die auf Fondsebene erzielte Nettorendite auf Basis der geleisteten Einzahlungen sowie der entsprechenden Rückzahlungen (*cash on cash return*) ein zentrales Beurteilungskriterium dar.<sup>889</sup> Neben den Beteiligungserträgen aus den Portfoliounternehmen schließt diese Betrachtung insbesondere die auf Fondsebene anfallenden Kosten und Gebühren, wie etwa die Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements mit ein.<sup>890</sup> Allerdings stehen die für die Messung der Nettorendite erforderlichen Daten in der Regel nur dem Fondsmanagement selbst oder denjenigen Kapitalgebern zur Verfügung, welche bereits Anteile an der aktiven Beteiligungsgesellschaft halten.<sup>891</sup>

Auf Basis der bereits erfolgten Eingrenzung der Datenbasis auf börsennotierte Portfoliounternehmen mit Sitz in Deutschland, stellt die Beurteilung der aktiven Managementleistung auf Portfolioebene einen alternativen Ansatz zur Verfügung. In diesem Fall erfolgt die Beurteilung des Managementbeitrags von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zur Wertentwicklung der Portfoliounternehmen unmittelbar anhand der Börsenkursentwicklung der Portfoliounternehmen. Diese Vorgehensweise erlaubt neben den Kapitalgebern der Beteiligungsgesellschaften auch die Perspektiven der übrigen Aktionäre der Portfoliounternehmen sowie der interessierten Öffentlichkeit in die Untersuchung miteinzubeziehen. Dazu werden die Beteiligungen an den Portfolio-

<sup>889</sup> Vgl. zu den Ebenen der Renditeberechnung gemäß EVCA Reporting Guidelines Kapitel 3.4.3.3.

<sup>890</sup> Vgl. zu den Gebühren und Vergütungsbestandteilen des Fondsmanagements von geschlossenen Fondsmodellen Kapitel 2.3.2.2 sowie von offenen Fondsmodellen Kapitel 2.3.2.3.

<sup>891</sup> Vgl. Jugel (2003), S. 6.

unternehmen zu verschiedenen Gruppen zusammengefasst und unterschiedliche Betrachtungszeiträume zum Vergleich der Börsenkursentwicklung definiert.

In einem ersten Schritt wird die Wertentwicklung der Beteiligungen über die gesamte Haltedauer (*holding period return*) eines *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* hinweg gemessen. Diese Betrachtung erfolgt in erster Linie aus der Perspektive der Kapitalgeber, da die erzielte Rendite auf Portfolioebene maßgeblichen Einfluss auf die Nettorendite auf Fondsebene nimmt. Für eine hinreichende Berücksichtigung der sich kontinuierlich verändernden Rahmenbedingungen für *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*, werden die Beteiligungen zu Gruppen zusammengefasst, deren Zeitpunkt des erstmaligen Beteiligungserwerbs in das gleiche Kalenderjahr fällt. Diese Vorgehensweise lehnt sich insbesondere an das aus dem Bereich der *Private Equity Funds* bekannte Konzept des Renditevergleichs von Fonds mit gleichem Gründungsjahr (*vintage year*) an.<sup>892</sup> Auf diese Weise werden temporäre Effekte auf die Investitionstätigkeit einer Beteiligungsgesellschaft, wie etwa variierende Kapitalallokationen der Kapitalgeber oder die unterschiedliche Verfügbarkeit von Fremdkapital zur teilweisen Fremdfinanzierung des Beteiligungserwerbs, in der Analyse berücksichtigt.

In einem zweiten Schritt werden die kurz- bis mittelfristigen Effekte der Beteiligung eines *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* auf die Portfoliounternehmen analysiert. Zu diesem Zweck wird die Börsenkursentwicklung der Portfoliounternehmen innerhalb eines Zeitraums von 360 Tagen nach dem Zeitpunkt des erstmaligen Beteiligungserwerbs gemessen. Diese Untersuchung unterscheidet sich von der oben beschriebenen *Vintage Year-Betrachtung* insbesondere dadurch, dass der Untersuchungszeitraum unabhängig von der tatsächlichen Haltedauer der Beteiligung durch einen *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* festgelegt wird. In Folge dessen kann die tatsächliche Haltedauer eines *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* unter der genannten Betrachtungsdauer liegen. Diese Vorgehensweise erlaubt insbesondere den übrigen Aktionären der Portfoliounternehmen Rückschlüsse auf die aktive Managementleistung von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zu ziehen, an deren Werteffekten sie unmittelbar partizipieren.

Die Haltedauer einer Beteiligung sowie die Auswahl einer aktiven Beteiligungsstrategie werden in der Regel durch das Fondsmanagement festgelegt. Die Entscheidung setzt eine sorgfältige Markt- und Unternehmensanalyse zur Beurteilung der mit der Beteiligung verbundenen Chancen und Risiken voraus. Vor diesem Hintergrund werden in einem dritten Schritt die Auswirkungen der jüngsten Finanz- und Wirtschafts-

---

<sup>892</sup> Werden im Gründungsjahr einer Beteiligungsgesellschaft keine Beteiligungen erworben, so zählt das Jahr des erstmaligen Beteiligungserwerbs in der Praxis als sog. *Vintage Year*, vgl. zum Aufbau von Querschnittsvergleichen von Fonds über mehrere Gründungsjahre Diller (2007), S. 93 f.

krise auf die Wertentwicklung der Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* untersucht. Eine derartige Krisensituation stellte alle Marktteilnehmer vor außergewöhnliche sowie größtenteils unerwartete Herausforderungen. Dies eröffnet die Möglichkeit, die damit verbundenen Kursentwicklungen als *Stress Test* für den Managementbeitrag von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zur Wertentwicklung ihrer Portfoliounternehmen heranzuziehen.<sup>893</sup> Den Referenzpunkt dieser Untersuchung bildet der 1. Mai 2008, welcher den Beginn der Krisenphase markiert.

Mit der Untersuchung der aktiven Managementleistung auf Portfolioebene sind zwangsläufig Nachteile hinsichtlich des Informationsgehalts verbunden. Dies betrifft zum einen die Berücksichtigung von Kosten und Gebühren auf Fondsebene, welche insbesondere in Form der Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements die Rendite der Kapitalgeber mindern. Allerdings weisen die typischen Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* vergleichbare Kompensationsstrukturen auf, welche sich in erster Linie in den Realisationszeitpunkten unterscheiden. Bei einem direkten Vergleich der Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* sind diese Effekte daher von untergeordneter Bedeutung. Zum anderen ist insbesondere die vollständige Abbildung der Anlagestrategien von *Hedge Funds* nur sehr eingeschränkt möglich. Neben dem unmittelbaren Erwerb von Beteiligungen können *Hedge Funds* weitere derivative Instrumente einsetzen oder Leerverkäufe tätigen. Über den Umfang und die Werteffekte dieser Instrumente sind in Bezug auf einzelne Portfoliounternehmen in der Regel keine verlässlichen Informationen öffentlich verfügbar. Aus diesem Grund können die Anlagestrategien von *Hedge Funds*, welche auf einer Kombination von mehreren Finanzinstrumenten und möglicherweise auf eine negative Kursentwicklung der Portfoliounternehmen ausgerichtet sind, nicht vollständig in der Untersuchung abgebildet werden.

#### 4.3.3.2 Angewandte Methoden der Renditeberechnung

Zum Vergleich der Wertentwicklung der Beteiligungen können entweder zeitgewichtete oder geldgewichtete Renditen zugrunde gelegt werden. Die Berechnung der zeit-

---

<sup>893</sup> Mit Hilfe von Stress Tests können die Auswirkungen von Krisenereignissen, wie etwa Börsencrashes oder Zins- oder Wechselkurschocks, auf den Wert einer Beteiligung oder eines Portfolios untersucht werden. Dazu werden Risikofaktoren identifiziert und in das Stress Test-Szenario implementiert. Bei den Risikofaktoren wird zwischen Marktparametern und Modellparametern unterschieden. Marktparameter, wie etwa Börsenkurse oder Wechselkurse, beruhen auf direkten Marktbeobachtungen. Im Gegensatz dazu werden Modellparameter, wie etwa Korrelationen, auf Basis von Marktparametern oder anderen Modellparametern ermittelt. Stress Tests können entweder als Sensitivitätsanalysen mit der isolierten Extremwertveränderung eines Parameters (univariater Stress Test) oder als Szenarioanalysen mit der gleichzeitigen Extremwertveränderung von mehreren Parametern (multivariater Stress Test) durchgeführt werden. Vgl. dazu ausführlich Hilbers und Jones (2004), S. 3 ff.

gewichteten Rendite (*time weighted rate of return*) erfolgt auf Basis der Börsenkurse zum Anfangszeitpunkt sowie zum Endzeitpunkt der jeweiligen Betrachtungsperiode, ohne die absolute Höhe der Beträge zu berücksichtigen, welche über den Beteiligungszeitraum hinweg investiert waren.<sup>894</sup> Diese Methode findet überwiegend im Bereich der klassischen Anlageformen sowie der *Hedge Funds* Anwendung. Im Gegensatz dazu wird bei *Private Equity Funds* in erster Linie die geldgewichtete Methode zur Renditemessung (*money weighted rate of return*) angewandt.<sup>895</sup> Diese auch als interne Zinsfußmethode (*internal rate of return*) bekannte Renditeformel berücksichtigt das *Timing* sowie die Höhe des investierten Kapitals und reflektiert die Möglichkeit des Fondsmanagements, sowohl den Abruf der zugesagten Mittel (*committed capital*) als auch den Veräußerungszeitpunkt einer Beteiligung zu beeinflussen.<sup>896</sup> Um die aktive Managementleistung anhand einer einheitlichen Renditekennziffer vergleichen zu können, wird im vorliegenden Fall sowohl für die Beteiligungen von *Private Equity Funds* als auch von *Hedge Funds* die zeitgewichtete Methode zur Renditeberechnung zugrunde gelegt. Diese Vorgehensweise erlaubt sowohl die Perspektiven von Fondsmanagern und Kapitalgebern als auch der übrigen Aktionäre der Portfoliounternehmen sowie der interessierten Öffentlichkeit auf Basis der Investitionszeitpunkte sowie den damit verbundenen Börsenkursen zu berücksichtigen.

Die Kursentwicklung der Portfoliounternehmen wird neben der aktiven Managementleistung der *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* maßgeblich durch externe Marktfaktoren, wie etwa dem Börsenklima sowie Konjunktur- und Branchenzyklen beeinflusst. Die Werteinflüsse dieser externen Faktoren können anhand eines breit angelegten Aktienindexes abgebildet werden, welcher die allgemeine Marktentwicklung widerspiegelt. Vor diesem Hintergrund erfolgt die Beurteilung des Managementbeitrags von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zur Wertentwicklung ihrer Portfoliounternehmen anhand der relativen Kursentwicklung der Portfoliounternehmen im Vergleich zum *CDAX Index* der *Deutschen Börse AG (CDAX)*.<sup>897</sup> Durch die Verwendung des *CDAX Kursindex* werden in der Berechnung dieser Überrenditen

<sup>894</sup> Vgl. Spremann (2008), S. 339 ff.

<sup>895</sup> Vgl. Kapitel 3.4.3.3.

<sup>896</sup> Darüber hinaus können bei einem Beteiligungsportfolio aus nicht-börsennotierten Portfoliounternehmen möglicherweise aus verschiedenen Gründen nicht regelmäßig Beteiligungswerte als Grundlage zur Berechnung der zeitgewichteten Rendite ermittelt werden, vgl. Diller (2007), S. 76.

<sup>897</sup> Der *CDAX Index* startete am 17. September 1993 und wird als Kurs- und Performanceindex von der Deutsche Börse AG berechnet. Basis der Berechnung ist der 30. Dezember 1987 mit einem Wert von 1.000 Punkten. Die historische Zeitreihe reicht bis 1970 zurück. Im *CDAX* sind alle deutschen Unternehmen im Prime Standard und General Standard vertreten. Der Index präsentiert deshalb die gesamte Breite des deutschen Aktienmarktes und bietet sich als Indikator für die wirtschaftliche Entwicklung an, vgl. [www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com).

(*abnormal returns*) Dividendenzahlungen auf Ebene der Portfoliounternehmen sowie des Vergleichsindex vollständig ausgeschlossen.<sup>898</sup>

Aufgrund der Meldefristen an die BaFin von vier Tagen (vor dem 20. Januar 2007 sieben Tage) kann der exakte Zeitpunkt des Beteiligungserwerbs anhand des Meldedatums nicht genau bestimmt werden.<sup>899</sup> Als Zeitpunkt und Kurs des erstmaligen Beteiligungserwerbs wird daher als Näherungswert der Tagesschlusskurs des jeweiligen Portfoliounternehmens zwei Handelstage vor dem von der BaFin genannten Meldedatum zugrunde gelegt. Darüber hinaus enthält die Datenbank der BaFin keine Angaben über den konkreten Verkaufszeitpunkt einer Beteiligung. Als Verkaufskurs wird daher der Tagesschlusskurs zur Mitte des Monats festgelegt, ab dem die Beteiligung nicht mehr in der Datenbank der BaFin aufgeführt wird. Zur Berechnung der Überrenditen, welche auf Monatsbasis ermittelt und dargestellt werden, wird der Schlusskurs des *CDAX* zu den entsprechenden Erwerbs- und Veräußerungszeitpunkten der Beteiligungen zugrunde gelegt.

#### 4.3.3.3 Wertentwicklung nach Vintage Years

Der Managementbeitrag von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zur Wertentwicklung ihrer Portfoliounternehmen wird in einem ersten Schritt über die gesamte Haltedauer (*holding period*) der Beteiligung hinweg relativ zum *CDAX* (*abnormal holding period return* oder *AHPR*) gemessen. Für eine erste Differenzierung der Renditeentwicklung unterscheidet die in Tab. 4.16 abgebildete *Managementmatrix* zur Wertentwicklung anhand der *Abnormal Holding Period Returns* zwischen realisierten und unrealisierten Beteiligungen. Als unrealisiert im Sinne dieser Untersuchung gelten Beteiligungen, welche sich zum Ende des Auswahlzeitraums, den 31. März 2009, nach wie vor im Portfolio eines *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* befinden.<sup>900</sup> Diese gehen mit dem Tagesschlusskurs zum 31. März 2009 in die Untersuchung ein. Die Analyse zeigt, dass der überwiegende Teil der betrachteten Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* im Vergleich zum *CDAX* negative Überrenditen aufweist. Gemessen am Median und Mittelwert zeigen lediglich die realisierten Beteiligungen von *Private Equity Funds*, mit Stimmrechtsanteilen zwischen 5 und 10 Prozent, während des gesamten Beteiligungszeitraums eine positive Überrendite.

In der Gesamtbetrachtung aller Beteiligungen in Tab. 4.16 werden die sich kontinuierlich verändernden Rahmenbedingungen für *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*

<sup>898</sup> Im *CDAX* Kursindex sind Dividendenzahlungen und Kapitalveränderungen nicht enthalten, dieser Index bildet also auch die bei Dividenden üblichen Kursabschläge ab, vgl. [www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com).

<sup>899</sup> Vgl. zu den Meldefristen Kapitel 2.1.2.2.

<sup>900</sup> Vgl. zur Bestimmung des Auswahlzeitraums Kapitel 4.1.1.



nicht berücksichtigt. Diese umfassen in erster Linie die über die Jahre hinweg variierenden Kapitalallokationen der Kapitalgeber, die Verfügbarkeit geeigneter Investitionsmöglichkeiten sowie die generelle Verfügbarkeit von Fremdkapital zur teilweisen Fremdfinanzierung des Beteiligungserwerbs. Die Rahmenbedingungen zur Nutzung von Fremdkapital auf Fonds- und Portfolioebene stellen einen bedeutenden Faktor für die Investitionstätigkeit von aktiven Beteiligungsgesellschaften dar. Die Höhe der Fremdfinanzierung bestimmt zusammen mit den Mitteln der Kapitalgeber das maximale Investitionsvolumen, welches letztendlich die Beteiligungshöhe sowie die damit verbundenen Einflussmöglichkeiten im Portfoliounternehmen determiniert. Um diese Faktoren zu berücksichtigen, passen *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* ihre Anlagestrategien kontinuierlich an.<sup>901</sup>

Abnormal Holding Period Return	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	unrealisiert			realisiert			unrealisiert			realisiert			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
<b>Minderheits- beteiligung</b>	< 5%	0,0%	-0,8%	3,9%	-4,7%	-3,9%	8,4%	-1,1%	-0,8%	4,5%	-1,0%	-2,0%	7,6%
	5-10%	-2,3%	-2,9%	4,6%	1,4%	2,0%	3,1%	-0,3%	-1,0%	3,9%	-1,9%	-3,2%	6,0%
	10-25%	-1,2%	-2,3%	4,9%	-1,2%	0,6%	5,8%	-1,3%	-1,8%	2,8%	-2,9%	-6,4%	10,7%
	25-50%	-2,0%	-2,8%	3,7%	-25,6%	-25,6%	k.a.	0,6%	0,0%	1,4%	-20,5%	-20,5%	k.a.
<b>Mehrheits- beteiligung</b>	50-75%	-1,4%	-1,7%	3,5%	-0,6%	-0,6%	k.a.						
	>75%	-3,1%	-1,7%	4,4%									
<b>Gesamt</b>		-1,6%	-2,2%	4,4%	-0,9%	-1,7%	8,0%	-0,9%	-1,1%	4,0%	-1,4%	-2,8%	7,6%

Tab. 4.16: Managementmatrix zur Wertentwicklung (AHPR)

Aus diesem Grund wird eine weitere Differenzierung der Untersuchung anhand des erstmaligen Erwerbszeitpunkts der Beteiligungen vorgenommen und die Beteiligungen zu Gruppen zusammengefasst, deren erstmaliger Erwerbszeitpunkt in das gleiche Kalenderjahr (*vintage year*) fällt. Auf diese Weise kann die Motivation eines *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* zur Beteiligung an einem börsennotierten Unternehmen vom Ziel des aktiven Managements der Beteiligung bis hin zur notgedrungenen Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten reichen und auch angesichts vergleichsweise hoher Mittelzuflüsse in den Jahren von 2006 bis anfangs 2008, berücksichtigt werden.<sup>902</sup> In Abb. 4.5 erfolgt ein Vergleich der Überrenditen der Minderheitsbeteiligungen (unter 50 Prozent der Stimmrechte) von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* für die *Vintage Years* von 2003 bis 2008. Die Beteiligungen von

<sup>901</sup> Vgl. zur Erweiterung des Anlagehorizonts von *Private Equity Funds* Kapitel 2.3.3.3 sowie für *Hedge Funds* Kapitel 2.3.4.3.

<sup>902</sup> Vgl. zu Fondsvolumen von *Private Equity Funds* Kapitel 2.3.3.4 sowie für *Hedge Funds* Kapitel 2.3.4.4.

*Private Equity Funds* zeigen bei einem gleichermaßen negativen Verlauf der Renditeentwicklung im Vergleich zu den Beteiligungen von *Hedge Funds* über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg eine höhere negative Überrendite. Für *Private Equity Funds* markiert das *Vintage Year* 2006, für *Hedge Funds* das *Vintage Year* 2007 die negativste Überrendite. In dieser Betrachtung werden ebenfalls sowohl die realisierten als auch die unrealisierten Beteiligungen berücksichtigt.

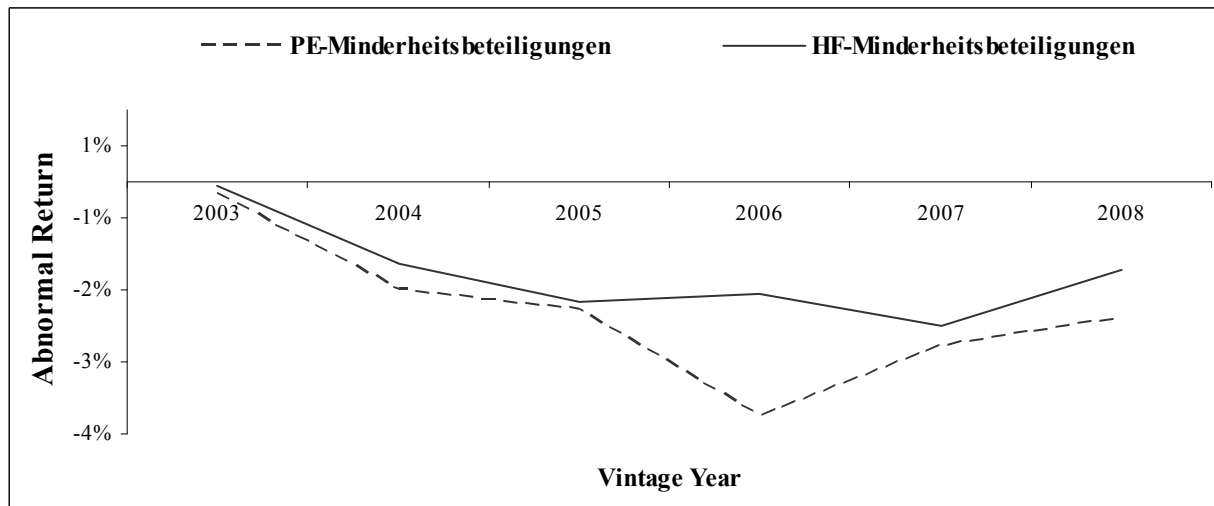


Abb. 4.5: Wertentwicklung nach Abnormal Vintage Year Returns

Mit 73 Beteiligungen von *Private Equity Funds* sowie 131 Beteiligungen von *Hedge Funds* können im Jahr 2007 (vgl. Abb. 4.2) die meisten Beteiligungskäufe beobachtet werden, welche mindestens bis zum Beginn der Krisephase gehalten werden. Die Ableitung der *Managementmatrix* zur Wertentwicklung eines *Abnormal Vintage Year Returns* erfolgt daher in Tab. 4.17 für das Jahr 2007.

Auch in diesem Fall zeigen, gemessen am Median und Mittelwert, lediglich die realisierten Beteiligungen von *Private Equity Funds* mit Stimmrechtsanteilen zwischen 5 und 10 Prozent während des gesamten Beteiligungszeitraums eine positive Überrendite. Die entsprechenden Ableitungen für die *Vintage Years* 2004 bis 2009 finden sich in Anhang E. Nach Berücksichtigung der Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements sowie der weiteren Gebühren auf Fondsebene, nimmt der auf Ebene der Portfoliounternehmen erzielte Wertbeitrag maßgeblichen Einfluss auf die letztendlich durch die Kapitalgeber realisierbaren Renditen.

Vintage Year (2007) Abnormal Return	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	investiert			realisiert			investiert			realisiert			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
Minderheits- beteiligung	< 5%	0,1%	-0,1%	3,3%	-5,0%	-5,1%	7,0%	-1,1%	-1,8%	3,3%	0,5%	-0,6%	4,2%
	5-10%	-2,5%	-4,4%	6,5%	4,7%	4,7%	3,9%	-1,0%	-1,6%	3,2%	-2,8%	-3,9%	6,9%
	10-25%	-1,1%	-1,8%	4,1%	-2,7%	-1,9%	2,5%	-0,9%	-1,0%	3,0%	-2,9%	-6,4%	10,7%
	25-50%	-2,0%	-2,5%	3,7%							-20%	-20%	k.a.
Mehrheits- beteiligung	50-75%	-4,4%	-2,3%	4,5%									
	>75%	-3,1%	-5,2%	3,6%									
<b>Gesamt</b>		<b>-1,0%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>6,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>3,2%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-2,6%</b>	<b>6,7%</b>

Tab. 4.17: Managementmatrix zur Wertentwicklung (Vintage Year 2007)

Die Analyse nach *Vintage Years* zeigt, dass in der Investitionsentscheidung der Kapitalgeber, neben der Wahl des Geschäftsmodells der aktiven Beteiligungsgesellschaft, auch Erwartungen hinsichtlich der Dauer von Konjunkturzyklen Berücksichtigung finden müssen. In wirtschaftlichen Aufschwungphasen können sich aufgrund des vermeintlich positiven wirtschaftlichen Ausblicks entsprechende Wertübertreibungen ergeben. *Vice versa* können die Bewertungen in wirtschaftlich schwachen Phasen aufgrund des allgemein negativen Marktausblicks nicht das ganze Unternehmenspotential widerspiegeln. Diese Faktoren schlagen sich über die entsprechenden Kauf- und Verkaufspreise der Beteiligungen in den Renditen der Kapitalgeber nieder.

#### 4.3.3.4 Wertentwicklung ab Beteiligungsdatum

Die Analyse der Wertentwicklung der Portfoliounternehmen nach der unmittelbaren Beteiligung eines *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* erfolgt neben den Kapitalgebern und dem Fondsmanagement in erster Linie aus der Perspektive der übrigen Aktionäre der Portfoliounternehmen. Die passiven Aktionäre der Portfoliounternehmen üben definitionsgemäß keinen maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftsführung im Hinblick auf die Umsetzung wertsteigernder Maßnahmen aus.<sup>903</sup> Allerdings besteht im Falle der Beteiligung einer aktiven Beteiligungsgesellschaft die Chance, von den wertsteigernden Maßnahmen und Effekten auf den Börsenkurs oder die Dividendenzahlungen der Portfoliounternehmen zu profitieren. Andererseits tragen diese Aktionäre auch das Risiko eines Fehlschlags der durchgesetzten Maßnahmen mit, was sich in entsprechenden Kursverlusten widerspiegeln kann. Dies führt zu einem Abhängigkeitsverhältnis der passiven Aktionäre von den aktiven Beteiligungsgesellschaften, dem in letzter Konsequenz nur durch einen Beteiligungsverkauf entgegnet werden

<sup>903</sup> Vgl. zum passiven Verhalten von Aktionären Kapitel 2.2.1.4.

kann.<sup>904</sup> In gleicher Weise können andere Kapitalmarktteilnehmer, welche bisher noch keine Anteile an dem Portfoliounternehmen halten, durch die Beteiligung einer aktiven Beteiligungsgesellschaft und der damit verbundenen Erwartung an zukünftigen Wertsteigerungen ebenfalls zum Erwerb von Anteilen motiviert werden. Vor diesem Hintergrund werden die kurz- und mittelfristigen Effekte des Beteiligungserwerbs eines *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* analysiert.

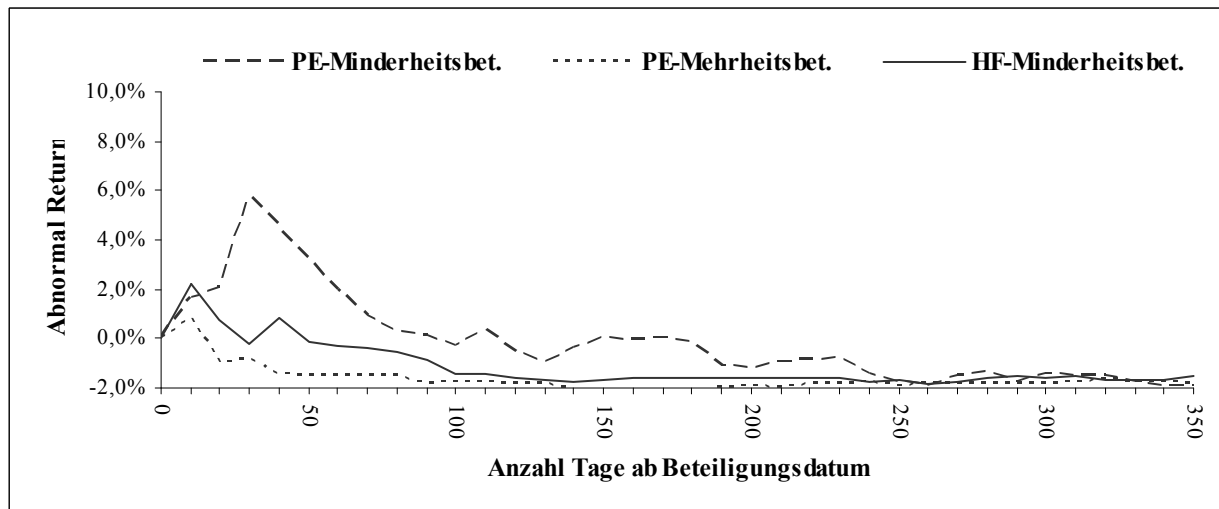


Abb. 4.6: Wertentwicklung ab Beteiligungsdatum

Für eine Analyse der Wertentwicklung der Portfoliounternehmen ab dem erstmaligen Zeitpunkt des Beteiligungserwerbs unterscheidet Abb. 4.6 zwischen Minderheits- und Mehrheitsbeteiligungen von *Private Equity Funds* sowie Minderheitsbeteiligungen von *Hedge Funds*. Für den Fall, dass die Beteiligungsdauer eines *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* aufgrund der vorzeitigen Veräußerung einer Beteiligung nicht mit dem zugrunde gelegten Betrachtungshorizont übereinstimmt, werden die betroffenen Portfoliounternehmen dessen ungeachtet bis zum Ende des Betrachtungshorizonts in der Analyse berücksichtigt. Diese Vorgehensweise basiert auf der Annahme, dass die Einleitung und Umsetzung wertsteigernder Maßnahmen durch aktive Beteiligungsgesellschaften längerfristige Werteffekte nach sich ziehen können.

Die Analyse zeigt, dass jede der betrachteten Gruppen von Beteiligungen unmittelbar nach dem Beteiligungserwerb kurzfristig positive Überrenditen aufweist. Allerdings lassen sich deutliche Unterschiede hinsichtlich Höhe und Dauerhaftigkeit der gezeigten Überrenditen feststellen. Die höchsten kurzfristigen Überrenditen erzielt die Gruppe der Minderheitsbeteiligungen von *Private Equity Funds*, gefolgt von den Min-

<sup>904</sup> Vgl. zu den möglichen Interessenskonflikten Kapitel 2.2.4.1.

derheitsbeteiligungen von *Hedge Funds*. Im Gegensatz dazu, sind die beobachteten Mehrheitsbeteiligungen von *Private Equity Funds* nur sehr begrenzt in der Lage, kurzfristige Überrenditen zu erzielen. Diese Reihenfolge spiegelt auch die Dauerhaftigkeit der gezeigten Überrenditen wider. In Übereinstimmung mit den Beobachtungen in den vorangegangenen Abschnitten erzielt keine der analysierten Gruppen eine langfristige Überrendite im Vergleich zum *CDAX*. Aufgrund der Beobachtungen in Abb. 4.6 erfolgt die Ableitung der *Managementmatrix* zur Wertentwicklung ab dem erstmaligen Beteiligungserwerbs eines *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* in Tab. 4.18 für einen Zeithorizont von 50 Tagen (vgl. Anhang F für Zeithorizonte von 100, 180 und 360 Tagen).

Beteiligungsdatum plus 50 Tage	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	on-shore			off-shore			on-shore			off-shore			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
Minderheits- beteiligung	< 5%	-1,0%	-0,5%	11,5%	3,4%	9,7%	20,4%	-1,8%	1,2%	11,8%	-6,7%	-6,3%	12,7%
	5-10%	-1,7%	-3,4%	9,2%	2,9%	5,6%	14,7%	-0,7%	0,5%	9,1%	0,4%	-0,6%	11,3%
	10-25%	-3,0%	-1,8%	11,6%	-0,9%	-2,3%	4,7%	-1,4%	0,3%	10,7%	0,6%	0,0%	5,9%
	25-50%	-5,0%	-1,6%	11,2%	-0,4%	-1,0%	6,4%	-3,4%	-3,3%	1,4%	5,3%	0,6%	k.a.
Mehrheits- beteiligung	50-75%	-1,8%	6,8%	19,4%	0,3%	0,6%	9,3%						
	>75%	0,1%	0,7%	6,3%	-2,0%	3,5%	14,2%						
Gesamt		-1,9%	-1,4%	11,4%	0,9%	2,1%	11,3%	-1,5%	0,8%	10,7%	0,0%	-2,4%	11,0%

Tab. 4.18: Managementmatrix zur Wertentwicklung (50 Tage ab Erwerb)

Diese *Managementmatrix* zeigt, dass die nach 50 Tagen verbleibenden positiven Überrenditen im Bereich der Minderheitsbeteiligungen von *Private Equity Funds* in erster Linie auf *Off-Shore-Funds* mit Stimmrechtsanteilen von bis zu 10 Prozent zurückzuführen sind. Im Gegensatz dazu verantworten insbesondere die Minderheitsbeteiligungen von *Off-Shore-Funds* mit bis zu 5 Prozent der Stimmrechtsanteile einen Teil der negativen Überrenditen im Bereich der *Hedge Funds*. Vor diesem Hintergrund sind keine Anhaltspunkte erkennbar, dass *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* durch die aktive Einflussnahme in den Verantwortungsbereich der Geschäftsleitung der Portfoliounternehmen eine langfristige Reduktion der *Agency Costs* erzielen.

#### 4.3.3.5 Wertentwicklung in der Krisenphase

Die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise stellte die Marktteilnehmer vor große und vielfach unerwartete Herausforderungen. Dies bietet die Möglichkeit, die Fondsmanager von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* in Bezug auf ihre Reaktionsfähigkeit auf unerwartete Krisensituationen zu untersuchen. In diesem Sinne werden die Effekte der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise als *Stress Test* für den Managementbeitrag

von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* auf die Wertentwicklung ihrer Portfoliounternehmen genutzt. Diese Untersuchung erfolgt sowohl aus dem Blickwinkel der Fondsmanager und Kapitalgeber als auch der übrigen Aktionäre der Portfoliounternehmen. Vor dem Hintergrund der kontrovers geführten Debatte um die Belastung der Portfoliounternehmen mit Fremdkapital zur Finanzierung von Transaktionen sowie zur Ausschüttung von Sonderdividenden an die bestehenden Aktionäre, ermöglicht diese Untersuchung darüber hinaus Rückschlüsse auf die finanzielle Stabilität der Portfoliounternehmen.<sup>905</sup> Zu diesem Zweck wird die Wertentwicklung der Portfoliounternehmen im Vorfeld und nach Beginn der Krisenphase untersucht. Der 1. Mai 2008 bildet als Referenzdatum für den Beginn der Krisenphase den Bezugspunkt zur Berechnung der vorwärts und rückwärts gewandten Überrenditen im Vergleich zum *CDAX*.<sup>906</sup>

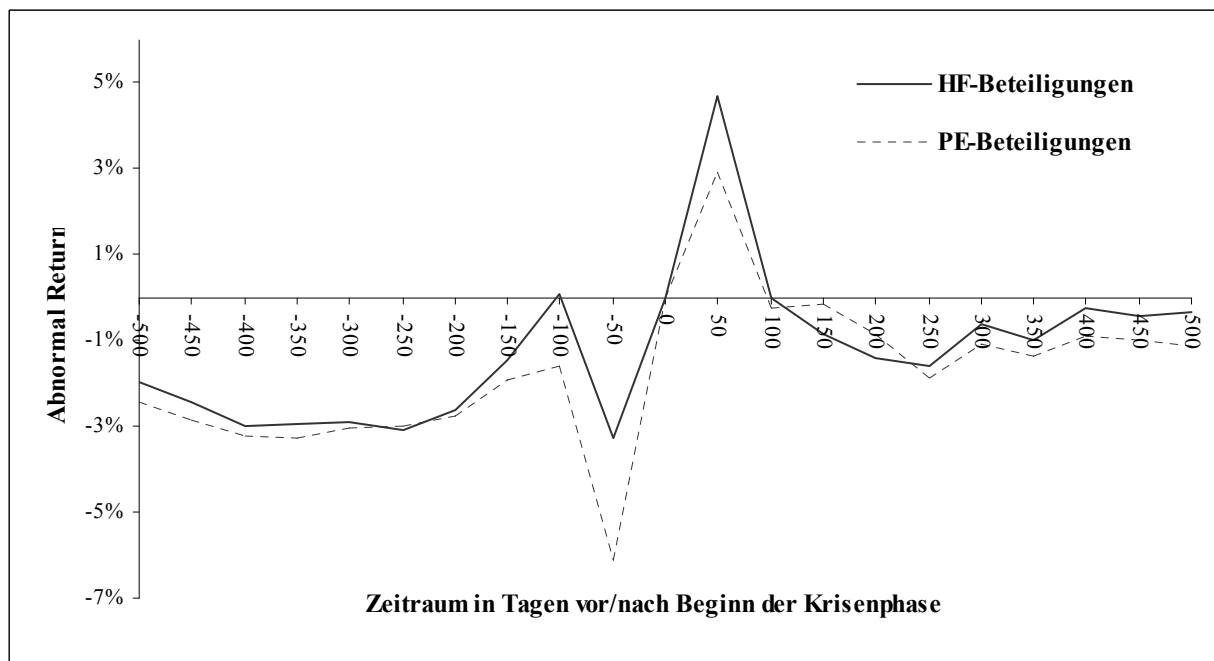


Abb. 4.7: Wertentwicklung in der Krisenphase (+/- 500 Tage)

Die Entwicklung der Überrenditen der Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* im Vorfeld und nach Beginn der Krisenphase in Abb. 4.7 zeigt deutliche Unterschiede zwischen der allgemeinen Marktentwicklung und der Wertentwicklung der Portfoliounternehmen. Sowohl die Beteiligungen von *Private Equity Funds* als auch die Beteiligungen von *Hedge Funds* weisen unmittelbar vor dem Beginn der Kri-

<sup>905</sup> Vgl. zum Verschuldungsgrad der Portfoliounternehmen Kapitel 4.3.1.5.

<sup>906</sup> Vgl. zur Abgrenzung der Krisenphase Kapitel 4.1.1.

senphase eine deutlich negative Überrendite im Vergleich zum bereits negativen Verlauf in den Vormonaten auf. Unmittelbar nach Beginn der Krisenphase kehrt sich diese Situation um und es lassen sich deutlich positive Überrenditen beobachten. Dieser Effekt ist allerdings nur von kurzer Dauer und mündet nach rund 100 Tagen in einer weiterhin negativen Entwicklung der Überrenditen. Insgesamt steht dieser Verlauf in Einklang mit den Beobachtungen der vorangegangenen Untersuchungen. Als mögliche Ursache für diese Entwicklung könnten die vergleichsweise negativen Erwartungen der übrigen Marktteilnehmer hinsichtlich der finanziellen Stabilität der Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* im Vorfeld der sich abzeichnenden Finanz- und Wirtschaftskrise angeführt werden. Diese führen zunächst zu überproportionalen Wertberichtigungen, welche sich nach Beginn der Krisenphase in dieser Schärfe nicht bestätigen und eine relative Wertaufholungen der Portfoliounternehmen nach sich ziehen. Der weitere negative Verlauf der Überrenditen steht dann in Einklang mit den vorangegangenen Beobachtungen.

Krisenphase Abnormal Return	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	-50 Tage			+50 Tage			-50 Tage			+50 Tage			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
<b>Minderheits- beteiligung</b>	< 5%	-4,2%	-6,6%	16,9%	5,5%	6,8%	10,1%	-1,0%	-1,9%	17,5%	3,7%	5,6%	10,9%
	5-10%	-5,2%	-6,4%	10,2%	3,0%	2,1%	9,3%	-5,0%	-4,5%	11,3%	2,7%	3,2%	8,9%
	10-25%	-5,7%	-4,6%	13,2%	0,8%	1,1%	7,9%	-3,1%	-2,4%	10,3%	4,3%	4,7%	10,0%
	25-50%	-5,5%	-1,8%	15,2%	0,5%	-1,2%	7,7%	-3,1%	-19%	39,4%	8,3%	14,7%	16,6%
<b>Mehrheits- beteiligung</b>	50-75%	-11%	-12%	18,6%	7,0%	9,8%	8,7%						
	>75%	-4,6%	-5,3%	7,1%	0,0%	-3,0%	11,2%						
<b>Gesamt</b>		-5,3%	-6,1%	13,5%	2,8%	2,9%	9,5%	-2,3%	-3,3%	15,0%	3,6%	4,7%	10,2%

Tab. 4.19: Managementmatrix zur Wertentwicklung (Krisenphase +/- 50 Tage)

Die Ableitung der *Managementmatrix* zur Wertentwicklung während der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise erfolgt in Tab. 4.19 für einen Zeitraum von jeweils 50 Tagen vor und nach Beginn der Krisenphase. Dies zeigt, dass sowohl *Private Equity Funds* als auch *Hedge Funds* im unmittelbaren Vorfeld der Krisenphase, über alle Stimmrechtsanteile hinweg, deutlich negative Überrenditen aufweisen. Die Beteiligungen von *Hedge Funds* gleichen diese Wertverluste unmittelbar nach Beginn der Krisenphase, mit Ausnahme der Beteiligungen zwischen 5 bis 10 Prozent der Stimmrechtsanteile, wieder vollständig aus. Im Bereich der *Private Equity Funds* gelingt dieser Ausgleich nur für Minderheitsbeteiligungen mit bis zu 5 Prozent der Stimmrechte. Die gezeigte Entwicklung der Überrenditen der Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* liefert keine Anhaltspunkte, dass die Fondsmanager von *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* durch ein aktives Management der Beteiligungen zu einer überdurchschnittlichen Krisenreaktion in der Lage wären.

An dieser Stelle kann mit weiterem zeitlichen Abstand zur Finanz- und Wirtschaftskrise die weitere Forschung ansetzen, um die langfristigen Effekte der bis dato gezeigten aktiven Anlagestrategien zu analysieren.

#### **4.4 Zusammenfassung der Ergebnisse**

Die Erwartungen an die aktive Managementleistung des Fondsmanagements einer aktiven Beteiligungsgesellschaft stellen neben den Transparenzanforderungen an das Geschäftsmodell ein wesentliches Auswahlkriterium der Kapitalgeber dar. Zu diesem Zweck wurde in Kapitel vier der Managementbeitrag von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* auf die Wertentwicklung ihrer Portfoliounternehmen in drei Schritten analysiert. Für eine inhaltliche Verknüpfung der Untersuchung mit dem in Kapitel drei entwickelten Gestaltungsmodell wurde die *Strategiematrix*, nach Anpassung an die erhobene Datenbasis, als grundsätzliches Analyseraster zur Ableitung von verschiedenen Versionen der *Managementmatrix* zugrunde gelegt. Neben einem Vergleich der aktiven Managementleistung der verschiedenen Geschäftsmodelle von aktiven Beteiligungsgesellschaften, stellen die verschiedenen Versionen der *Managementmatrix* dem Fondsmanagement sowie den Kapitalgebern einen Vergleichsmaßstab (*benchmark*) zur Beurteilung und Einordnung des eigenen Geschäftsmodells zur Verfügung.

Die Basis der Untersuchung bilden 192 Beteiligungen von *Private Equity Funds* sowie 258 Beteiligungen von *Hedge Funds* an insgesamt 229 börsennotierten Unternehmen mit Sitz in Deutschland, welche während des Zeitraums von Mai 2008 bis März 2009 beobachtet werden. Dieser Betrachtungszeitraum stellt einen direkten Bezug der Untersuchung zur jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise her und reflektiert insgesamt die Beteiligung von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* an rund 20 Prozent der börsennotierten Unternehmen in Deutschland. Gemessen an den Erwerbszeitpunkten der Beteiligungen, welche überwiegend in die Jahre 2007 und 2008 fallen, zeigt sich sowohl bei *Private Equity Funds* als auch bei *Hedge Funds* ein zunehmender Trend zum Erwerb von vergleichsweise geringeren Stimmrechtsanteilen. Diese Beobachtung bestätigt die international beobachtbare Konvergenz der Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* hinsichtlich der Höhe der erworbenen Stimmrechtsanteile an börsennotierten Unternehmen auch für den deutschen Markt.

In einem ersten Schritt wurde anhand von absoluten und relativen Finanzkennzahlen untersucht, ob sich die Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* hinsichtlich der Merkmale und Charakteristika der selektierten Portfoliounternehmen unterscheiden. Ein Vergleich von absoluten Bilanz- und Erfolgsgrößen sowie der Anzahl der Mitarbeiter der Portfoliounternehmen zeigt, dass *Private Equity Funds* im Vergleich zu *Hedge Funds* überwiegend kleinere Unternehmen in das Beteiligungs-



portfolio aufnehmen. Die Analyse von ausgewählten Kapitalstrukturkennzahlen zeigt eine vergleichsweise geringere Verschuldung der Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds*. Allerdings deuten die untersuchten Rentabilitäts- und Liquiditätskennzahlen darauf hin, dass der damit verbundene Kapitaldienst aufgrund der vergleichsweise geringeren Ertragskraft dieser Portfoliounternehmen zu einer höheren wirtschaftlichen Belastung im Vergleich zu den Portfoliounternehmen von *Hedge Funds* führt. Diese Beobachtungen unterstützen die Annahme, dass *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* unterschiedliche Selektionskriterien zur Auswahl ihrer Portfoliounternehmen zugrunde legen.

In einen zweiten Schritt wurden die Haltedauern der Beteiligungen vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Liquiditätsanforderungen der Geschäftsmodelle von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* untersucht. Sowohl die bereits realisierten als auch die bis zum Ende des Betrachtungszeitraums unrealisierten Beteiligungen von *Private Equity Funds* weisen im Vergleich zu den Beteiligungen von *Hedge Funds* im Durchschnitt eine längere Haltedauer auf. Dies gilt jeweils unabhängig davon, ob es sich um Beteiligungen von *On-Shore-Funds* oder *Off-Shore-Funds* handelt. Diese Beobachtung steht in Einklang mit den vergleichsweise kurzfristigen Liquiditätsanforderungen der Geschäftsmodelle von *Hedge Funds*. Bei *Hedge Funds* lässt sich darüber hinaus eine Zunahme der Beteiligungsdauer mit ansteigenden Stimmrechtsanteilen beobachten.

In einem dritten Schritt wurde die Wertentwicklung der Beteiligungen auf Basis von zeitgewichteten Renditen anhand eines relativen Vergleichs mit dem CDAX Kursindex, als Indikator für die allgemeine Marktentwicklung, gemessen. Dazu wurden drei unterschiedliche Betrachtungsweisen gewählt, um die Wertentwicklung sowohl aus Sicht des Fondsmanagements und der Kapitalgeber als auch der übrigen Aktionäre der Portfoliounternehmen zu analysieren. Als erstes wurde insbesondere aus Sicht der Fondsmanager sowie der Kapitalgeber die Wertentwicklung der Portfoliounternehmen getrennt nach dem Jahr des erstmaligen Beteiligungserwerbs (*vintage year*) über den gesamten Beteiligungshorizont hinweg gemessen. Die Beteiligungen von *Private Equity Funds* zeigen, bei einem gleichermaßen negativen Verlauf der Renditeentwicklung im Vergleich zu den Beteiligungen von *Hedge Funds*, über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg eine höhere negative Überrendite. Für *Private Equity Funds* markiert das *Vintage Year* 2006, für *Hedge Funds* das *Vintage Year* 2007 die negativste Überrendite für die gesamte Haltedauer der Beteiligungen. Die unterschiedliche Entwicklung der Überrenditen nach *Vintage Years* im Zeitablauf zeigt, dass in der Investitionsentscheidung der Kapitalgeber, neben der Wahl des Geschäftsmodells der aktiven Beteiligungsgesellschaft, auch Erwartungen hinsichtlich der Dauer von Konjunkturzyklen Berücksichtigung finden müssen.

Als zweites fand eine Untersuchung der Wertentwicklung in festen Zeitabschnitten ab dem Zeitpunkt des erstmaligen Beteiligungserwerbs durch *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* statt. Dies erweitert die Untersuchung um die Perspektive der übrigen passiven Aktionäre der Portfoliounternehmen, welche *ceteris paribus* an den Effekten der aktiven Einflussnahme partizipieren. Insgesamt zeigen die Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* nach dem unmittelbaren Beteiligungserwerb kurzfristig positive Überrenditen, welche in Abhängigkeit vom erworbenen Stimmrechtsanteil in Höhe und Dauerhaftigkeit stark variieren. Die höchsten kurzfristigen Überrenditen erzielt die Gruppe der Minderheitsbeteiligungen von *Private Equity Funds*, gefolgt von den Minderheitsbeteiligungen der *Hedge Funds*. Allerdings lässt sich über den gesamten Betrachtungszeitraum von 360 Tagen nach dem Zeitpunkt des erstmaligen Beteiligungserwerbs hinweg, bei keiner der analysierten Gruppen von Beteiligungen eine längerfristige Überrendite im Vergleich zum *CDAX* feststellen. Vor diesem Hintergrund sind keine Anhaltspunkte erkennbar, dass durch die aktive Einflussnahme in den Verantwortungsbereich der Geschäftsleitung der Portfoliounternehmen durch *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* eine nachhaltige Reduktion der *Agency Costs* erzielt werden kann.

Als drittes wurden die Auswirkungen der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise auf die Wertentwicklung der Portfoliounternehmen im Sinne eines *Stress Tests* für die Reaktionsfähigkeit der Fondsmanager von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* auf unerwartete Krisensituationen untersucht. Sowohl die Beteiligungen von *Private Equity Funds* als auch die Beteiligungen von *Hedge Funds* weisen unmittelbar vor dem Beginn der Krisenphase eine deutlich negative Überrendite im Vergleich zum bereits negativen Verlauf in den Vormonaten auf. Diese Entwicklung können insbesondere *Hedge Funds* nach dem Beginn der Krisenphase größtenteils wieder ausgleichen. Allerdings zeigt keine der betrachteten Gruppen von Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* nach rund 100 Tagen nach Beginn der Krisenphase positive Überrenditen – ein Übereinstimmung mit den vorherigen Beobachtungen. Die beobachtete Entwicklung der Überrenditen der Portfoliounternehmen zeigt keine Anhaltspunkte, dass die Fondsmanager von *Private Equity Funds* oder *Hedge Funds* durch ein aktives Management der Beteiligungen zu einer überdurchschnittlichen Reaktion auf Krisenphasen in der Lage wären.

## 5 Schlussbetrachtung und Ausblick

Den Ausgangspunkt dieser Arbeit stellt die häufig kontrovers geführte öffentliche Diskussion um die Transparenz und die aktive Managementleistung von aktiven Beteiligungsgesellschaften dar. Häufig ist damit die undifferenzierte Verwendung der Begriffe *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* verbunden, welche die wesentlichen Geschäftsmodelle für aktive Beteiligungsgesellschaften beschreiben. Hinsichtlich der Transparenz von Beteiligungserwerben haben *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zunächst die gesetzlich vorgeschriebenen aktien- und kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten zu erfüllen. Darüber hinaus gelten die handelsrechtlichen Berichts- und Offenlegungspflichten.

Diese gesetzlichen Berichts- und Offenlegungspflichten sind in der Regel nicht ausreichend, um die umfangreichen Informationsbedürfnisse ihrer Kapitalgeber hinsichtlich der Anlageentscheidung und der Entwicklung des Beteiligungsportfolios zu erfüllen. Zu diesem Zweck erstellt das Fondsmanagement ein spezifisches *Investorreporting*, welches dem gewählten Geschäftsmodell sowie den Erwartungen der Kapitalgeber gerecht werden soll. Neben der Erfüllung dieser Erwartungen bilden die Renditeaussichten der gewählten Anlagestrategie der aktiven Beteiligungsgesellschaft ein wesentliches Kriterium für die Anlageentscheidung der Kapitalgeber. Vor diesem Hintergrund werden im Rahmen dieser Arbeit die gesetzlichen und vertraglichen Gestaltungsmöglichkeiten des *Investorreportings* sowie der Managementbeitrag von *Private Equity Funds* und *aktivistischen Hedge Funds* zur Wertentwicklung ihrer Portfoliounternehmen untersucht.

Im Zuge des Aufbaus und der Operationalisierung eines modularen Gestaltungsmodells, wird im ersten Teil der Arbeit aufgezeigt, entlang welcher Ebenen und anhand welcher Kriterien das Transparenzniveau einer aktiven Beteiligungsgesellschaft aus dem Blickwinkel der Kapitalgeber bestimmt werden kann. Der Aufbau des Gestaltungsmodells orientiert sich an den beobachteten Anlagestrategien von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*, welche auf der ersten Ebene des Gestaltungsmodells in einer *Strategiematrix* zusammengefasst werden. Darauf aufbauend werden auf der zweiten Ebene des Gestaltungsmodells die erweiterten Berichts- und Offenlegungspflichten von regulierten Geschäftsmodellen im Rahmen einer *Regulierungsmatrix* erfasst. Auf der dritten Ebene des Gestaltungsmodells erfolgt die Ableitung der *Kommunikationsmatrix*, welche auf den Vorschriften und Empfehlungen der vorhandenen Bewertungs- und Reportingrichtlinien der Branchenverbände von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zur Gestaltung des *Investorreportings* basiert. Aus der auf diese drei Ebenen projizierten Analyse wurden folgende Erkenntnisse gewonnen:

- Die Berichts- und Offenlegungspflichten der regulierten Geschäftsmodelle umfassen in erster Linie die Vorlage von aussagekräftigen Geschäftsplänen im Rahmen der Zulassung des Fonds, den Nachweis der fachlichen Eignung des Fondsmanagements, die Pflicht zur Anwendung von höheren Größenklassen im Rahmen der handelsrechtlichen Berichterstattung, die Erstellung von speziellen Jahres- und Halbjahresberichten sowie die Veröffentlichung von Verkaufsprospekten.
- Die Bewertungs- und Reportingrichtlinien aus dem Bereich der *Private Equity Funds* stellen auf Basis der Anwendung für geschlossenen Fondsmodelle in erster Linie Empfehlungen zur Bewertung und Darstellung von Beteiligungen an nicht börsengehandelten Portfoliounternehmen im *Investorreporting* zur Verfügung.
- Im Gegensatz dazu, setzen die Bewertungs- und Reportingrichtlinien aus dem Bereich der *Hedge Funds* in erster Linie börsennotierte Finanzinstrumente und offene Fondsmodelle voraus und legen entsprechende Schwerpunkte bei der marktgerechten Ermittlung des *Net Asset Value* zur Rückgabe und Ausgabe von Anteilen sowie der Vermeidung von Interessenskonflikten zwischen dem Fondsmanagement und den Kapitalgebern.
- Die in der Praxis zu beobachtende Konvergenz zwischen den Anlagestrategien von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* spiegelt sich bisher nicht in den Bewertungs- und Reportingrichtlinien der Branchenverbände wider und kann, in Abhängigkeit vom zugrunde liegenden Geschäftsmodell, im Einzelfall zu bewertungstechnischen Fragestellungen oder Interessenskonflikten zwischen Kapitalgebern und Fondsmanagement führen.
- Branchenübergreifend wird in allen Regelwerken die Bewertung anhand von verfügbaren Marktpreisen empfohlen. Die Definition sowie die Ableitung der Marktwerte orientieren sich in erster Linie am *Fair Value-Konzept* der *International Financial Reporting Standards* sowie der dahinter liegenden *Fair Value-Hierarchie*. Dies ermöglicht den grundsätzlichen Vergleich des *Investorreportings* mit der gesetzlichen Finanzberichterstattung und erlaubt den Rückgriff auf eine breite Kommentierung in der Fachliteratur.

Die empirische Untersuchung der aktiven Managementleistung des Fondsmanagements im zweiten Teil der Arbeit basiert auf den während der Krisenphase von Mai 2008 bis März 2009 beobachteten Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* an börsennotierten Unternehmen mit Sitz in Deutschland. Als Analyseraster zur Ableitung von mehreren Versionen einer *Managementmatrix* dient die im ersten Teil der Arbeit entwickelte *Strategiematrix*. Diese Vorgehensweise ermöglicht die Ver-

bindung des ersten theoretisch-konzeptionellen Teils der Arbeit mit den empirischen Ergebnissen des zweiten Teils der Arbeit. Aus der Untersuchung folgt ein differenziertes Bild der aktiven Managementleistung von aktiven Beteiligungsgesellschaften:

- Die Analyse der Selektionskriterien zur Auswahl der Portfoliounternehmen sowie ein Vergleich der durchschnittlichen Haltedauer der Beteiligungen bestätigt die vermuteten Unterschiede zwischen den typischen Anlagestrategien von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*.
- *Private Equity Funds* investieren im Vergleich zu *Hedge Funds* im Durchschnitt mit einem höheren Stimmrechtsanteil in kleinere Portfoliounternehmen und halten die erworbenen Beteiligungen über einen längeren Zeitraum hinweg.
- Die Analyse der Wertentwicklung der Portfoliounternehmen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* zeigt, abgesehen von positiven kurzfristigen Werteffekten, keine nachhaltigen Wertsteigerungen im Vergleich zur allgemeinen Marktentwicklung.
- Diese Erkenntnis bestätigt sich während des Verlaufs der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise, indem weder die Beteiligung eines *Private Equity Funds* noch eines *Hedge Funds* eine im Vergleich zur Marktentwicklung nachhaltig positive Wertentwicklung erkennen ließen.

Die im Rahmen dieser Untersuchung beobachteten Unterschiede und Gemeinsamkeiten sowie die gleichzeitig zunehmende Konvergenz zwischen den Geschäftsmodellen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* verdeutlichen die Schwierigkeiten bei der Ausgestaltung einer angemessenen Regulierung. Dies spiegelt sich in der kontrovers geführten Diskussion um die undifferenzierte Gleichbehandlung von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* im Rahmen der geplanten *AIFM Direktive* wider. In diesem Zusammenhang bestätigt die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise die hohe Bedeutung einer umfassenden, zeitgerechten und an Marktwerten orientierten Berichterstattung.

Die Anzahl der untersuchten Beteiligungen von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*, welche rund 20 Prozent der börsennotierten Unternehmen in Deutschland repräsentieren, bestätigt das mittlerweile erreichte Gewicht dieser Marktteilnehmer. Neben den Kapitalgebern hat die zukünftige Regulierung daher insbesondere die Interessen der Portfoliounternehmen und deren Mitarbeiter und Geschäftspartner zu berücksichtigen. Diese Forderung wird durch die Untersuchung der verfügbaren Bewertungs- und Reportingrichtlinien der Branchenverbände untermauert, die aufzeigt, dass den Kapitalgebern ohnehin die Möglichkeit eingeräumt wird, ein an den Vor-

gaben der *AIFM Direktive* angelehntes *Investorreporting* seitens des Fondsmanagements zu fordern.

Die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise stellt eine *Zäsur* in der weltweiten Entwicklung von *Private Equity Funds* und *Hedge Funds* dar. Vor diesem Hintergrund können die langfristigen Auswirkungen auf die Konvergenz der Geschäftsmodelle sowie die möglichen Auswirkungen einer strengeren Regulierung zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht abschließend beurteilt werden. Dies eröffnet einen Ansatzpunkt für zukünftigen Forschungsbedarf im Bereich der *Private Equity Funds* und *Hedge Funds*.

# Anhang

## Anhang A: EVCA Reporting Guidelines

<b>Fund Reporting</b>	<b>Requirements</b>	<b>Recommendation</b>
<b>Fund Overview</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ first closing date and vintage year (i.e. year of first cash flow), total commitment, term and investment period;</li> <li>▪ fund's domicile, legal form and structure, and investment focus both by stage and geography.</li> </ul>	
<b>Executive Summary</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ current investments (significant events);</li> <li>▪ new investments;</li> <li>▪ realisations;</li> <li>▪ significant changes to the management company or to the general partner (especially to senior investment personnel);</li> <li>▪ changes in portfolio or fund strategy;</li> <li>▪ material risks to the performance of the fund as a whole, not included elsewhere in the report;</li> <li>▪ events that have had, or might have, an impact on the future performance of the fund;</li> <li>▪ a notification of the annual meeting;</li> <li>▪ a statement of compliance with EVCA Reporting Guidelines.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ presentation of a value progression chart, showing the change in value of the fund over its life, analysed into total contributed capital, cumulative distributions, and residual fund value net of management fees and carried interest.</li> </ul>
<b>Fund Summary</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ total commitment;</li> <li>▪ total drawdowns;</li> <li>▪ total remaining available for drawdown;</li> <li>▪ cumulative distributions to the investor(s) and to the fund manager;</li> <li>▪ recallable distributions;</li> <li>▪ fair value of portfolio;</li> <li>▪ total other assets and liabilities;</li> <li>▪ total net asset value;</li> <li>▪ gross IRR;</li> <li>▪ net IRR to investors (optional during the first 2 years);</li> <li>▪ multiple to investors optional during the first 2 years):               <ul style="list-style-type: none"> <li>– distributions to paid-in capital;</li> <li>– residual value (net of management fees and carried interest) to paid-in capital;</li> <li>– total value to paid-in capital;</li> <li>– paid-in capital to committed capital;</li> </ul> </li> <li>▪ total invested in portfolio companies;</li> <li>▪ total additional committed to portfolio companies and planned for follow-on investments;</li> <li>▪ note of any leverage of the fund, including debt, guarantees, charges, warranties, indemnities or other contingent liabilities.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ potential drawdowns for next reporting period.</li> </ul>
<b>Cash Flow &amp; IRR</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ cash flows between fund and investors and their timing;</li> <li>▪ IRR calculated on at least a monthly cash flow basis on fund performance (net of management fees in carried interest).</li> </ul>	

Tab. A1: Inhalte des Fund Reporting gem. EVCA Reporting Guidelines (2009)

<b>Portfolio Reporting</b>	<b>Requirements</b>	<b>Recommendation</b>
<b>Realisation Summary</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ legal and/or trading name of the portfolio company;</li> <li>▪ disposal date;</li> <li>▪ holding period;</li> <li>▪ percentage of the fund's holding sold;</li> <li>▪ cost of realised investment;</li> <li>▪ proceeds of the investment, including interest and dividends;</li> <li>▪ deferred proceeds, escrow accounts and earn outs;</li> <li>▪ realised gains/losses;</li> <li>▪ multiple to cost;</li> <li>▪ gross IRR on realised investment;</li> <li>▪ exit method.</li> </ul>	
<b>Current Portfolio Summary</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ legal and/or trading name of the portfolio company;</li> <li>▪ whether the company is quoted or unquoted;</li> <li>▪ date of initial investment;</li> <li>▪ geography;</li> <li>▪ industry;</li> <li>▪ stage of initial investment;</li> <li>▪ percentage ownership;</li> <li>▪ cost of investment;</li> <li>▪ fair value of the investment (in accordance with IPEV Guidelines);</li> <li>▪ interest and dividends since inception;</li> <li>▪ multiple (Fair Value / Cost) as at the end of the current reporting period;</li> <li>▪ gross IRR on unrealised investment.</li> </ul>	
<b>General Information</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ legal and trading names (including any change) of portfolio company;</li> <li>▪ location of head of office or management;</li> <li>▪ total amount invested by the fund;</li> <li>▪ brief description of the business;</li> <li>▪ stage of initial investment;</li> <li>▪ statement of the fund's role in the investment (lead, co-lead, etc) at the time of the first investment;</li> <li>▪ percentage ownership and board representation (if any) by the fund;</li> <li>▪ valuation of the company (enterprise value if leveraged) at the time of the initial investment;</li> <li>▪ valuation of the company (enterprise value if leveraged) at the end of the current reporting period in accordance with the IPEV Guidelines).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ budget or forecast for the current year and comparison of historic profit and loss with budgeted numbers.</li> </ul>



<b>Specific Information</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ valuation of each investment, in accordance with the IPEV Guidelines;</li> <li>▪ specific methodology used in accordance with the IPEV Guidelines;</li> <li>▪ for quoted shares, price and any discounts applied;</li> <li>▪ currency when the investment is denominated in a currency other than the fund's currency;</li> <li>▪ exchange rate used for the conversion at the reporting date;</li> <li>▪ interest and dividends since inception;</li> <li>▪ gross IRR on realised and unrealised investments;</li> <li>▪ other exposure of the fund to the portfolio company, such as guarantees and contingent liabilities.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ explanation of any changes in valuation compared to the previous reporting period;</li> <li>▪ name of significant syndication partners and co-investors;</li> <li>▪ exit plans, where applicable.</li> </ul>
<b>Significant Events</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ brief analysis of significant events during the reporting period and anticipated events;</li> <li>▪ disclosure of any significant extraordinary items;</li> <li>▪ any realisation restrictions over the investment (for example a lock-up period on listed shares).</li> </ul>	
<b>Historic Data</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Historic profit and loss – turnover, EBIT and additional key performance indicators as appropriate for the type of company and industry (e.g. gross profit, EBITDA, cash and cash equivalent, net earnings, net debt, etc.).</li> </ul>	
<b>Individual Assessment</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ An assessment of the company's status compared to the expectation at the time of the investment.</li> </ul>	

Tab. A2: Inhalte des Portfolio Reporting gem. EVCA Reporting Guidelines (2009)

<b>Capital Account</b>	<b>Requirements</b>	<b>Recommendation</b>
<b>From Inception to Current Reporting Period</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ percentage ownership;</li> <li>▪ total commitment, split between different instruments if appropriate;</li> <li>▪ total contributions;</li> <li>▪ cumulative distributions;</li> <li>▪ sub-total representing the contributions outstanding;</li> <li>▪ amount of cumulative distributions recallable by the fund manager;</li> <li>▪ cumulative realised portfolio gains/losses;</li> <li>▪ cumulative unrealised portfolio gains/losses;</li> <li>▪ allocation to the carried interest partner;</li> <li>▪ cumulative operating income and expenses (other than portfolio gains/losses);</li> <li>▪ capital account at fair value at the end of the current reporting period.</li> </ul>	
<b>Current Reporting Period</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ capital account at fair value at the beginning of the period;</li> <li>▪ contributions made during the period;</li> <li>▪ distributions made during the period. If distributions are non-cash instruments, value and the calculation basis for valuation should be disclosed. Where applicable stock markets and tickers of the distributed non-cash instruments and expiration date of any lock-up period should be disclosed;</li> <li>▪ realised portfolio gains/losses;</li> <li>▪ unrealised portfolio gains/losses;</li> <li>▪ operating income and expenses (other than portfolio gains/losses);</li> <li>▪ capital account at fair value at the end of the current reporting period.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ the fund manager may provide details of the capital account for all investors in the fund in tabular form. The disclosure of the names of investors is left to the discretion of the fund manager;</li> <li>▪ for each individual investor: her/his own cash flow schedule detailing amounts and dates of draw downs and distributions since inception;</li> <li>▪ information regarding the origin of the distributions may be provided to investors (e.g. distributions related to capital gains, dividends or interest).</li> </ul>

Tab. A3: Erläuterungen zum Eigenkapitalkonto gem. EVCA Reporting Guidelines (2009)

<b>Fees &amp; Carried Interest</b>	<b>Requirements</b>
<b>Fees</b> (Current Reporting Period)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ clear statement of related party transactions, benefits and fees, broken down into principal categories (e.g. underwriting fees, directors and monitoring fees, deal fees, broken deal fees, etc.) The treatment of such fees and transactions will be specific to each individual fund and the reporting should show clearly the treatments adopted;</li> <li>▪ net management fees (i.e. gross management fees net of any credit from received fees) and the basis of calculation.</li> </ul>
<b>Statement of Carried Interest</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ total amount of carried interest paid since inception to the end of the current reporting period;</li> <li>▪ total amount of carried interest paid during the current reporting period;</li> <li>▪ total amount of carried interest earned during the current reporting period;</li> <li>▪ total amount of carried interest accrued during the current reporting period.</li> </ul>
<b>Potential Clawbacks</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ The value of any potential clawbacks of carried interest as at the end of the current reporting period should be reported.</li> </ul>

Tab. A4: Erläuterungen zur Gebührenstruktur gem. EVCA Reporting Guidelines (2009)

**Anhang B: ILPA Private Equity Principles**

<b>Bericht</b>	<b>Inhalte</b>
<b>Annual Reports</b>	<p>Funds should provide the following information at the end of each year (within 75 days of year-end) to investors:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ audited financial statements (including a clean opinion letter from auditors and a statement from the auditor detailing other work performed for the fund);</li> <li>▪ internal Rate of Return (“IRR”) calculations prepared by the fund manager (that clearly set forth the methodology for determining the IRR);</li> <li>▪ schedule of aggregate carried interest received;</li> <li>▪ breakdown of fees received by the manager as management fees, from portfolio companies or otherwise;</li> <li>▪ breakdown of partnership expenses;</li> <li>▪ certification by auditor that allocations, distributions and fees were effected consistent with the governing documentation of the fund;</li> <li>▪ summary of all capital calls and distribution notices;</li> <li>▪ schedule of fund-level leverage, including commitments and outstanding balances on subscription financing lines or any other credit facilities of the fund;</li> <li>▪ management letter describing the activities of the fund directed to the Limited Partner Advisory Committee but distributed to all investors; and</li> <li>▪ political contributions made by placement agents, the manager or any associated individuals to trustees or elected officials on investor boards.</li> </ul>
<b>Quarterly Reports</b>	<p>Funds should provide the following information at the end of each quarter (within 45 days of the end of the quarter) to investors:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ unaudited quarterly profit and loss statements also showing year-to-date results;</li> <li>▪ schedule showing changes from the prior quarter;</li> <li>▪ schedule of fund-level leverage, including commitments and outstanding balances on subscription financing lines or any other credit facilities of the fund;</li> <li>▪ information on material changes in investments and expenses;</li> <li>▪ management comments about changes during the quarter;</li> <li>▪ if valuations have changed quarter-to-quarter, an explanation of such changes;</li> <li>▪ a schedule of expenses of the general partner.</li> </ul>
<b>Portfolio Company Reports</b>	<p>A fund should provide quarterly a report on each portfolio company with the following information:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ amount initially invested in the portfolio company (including loans and guarantees);</li> <li>▪ any amounts invested in the portfolio company in follow-on transactions;</li> <li>▪ a discussion by the fund manager of recent key events in respect of the portfolio company;</li> <li>▪ selected financial information (quarterly and annually) regarding the portfolio company including: □□ <ul style="list-style-type: none"> <li>– Valuation (along with a discussion of the methodology of valuation); □□</li> <li>– Revenue; □□</li> <li>– Debt (terms and maturity); □□</li> <li>– EBITDA; □□</li> <li>– Profit and loss; □</li> <li>– □□ Cash position; and □□</li> <li>– Cash burn rate.</li> </ul> </li> </ul>

Tab. B1: Inhalte der Berichterstattung gem. ILPA Private Equity Principles (2009)

## Anhang C: HFSB Standards

Standard	Vorschrift	Empfehlung / Wahlrecht
Investment Policy and Risk (1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ explanation of the fund's investment policy/strategy and associated risks by taking into account the identity and sophistication of potential investors.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ appropriate description of the investment strategies and techniques employed and prominent disclosure of the risks involved;</li> <li>▪ general details of the investments and instruments (including, for example, derivatives) likely to be included in the fund's portfolio;</li> <li>▪ details of any investment restrictions or guidelines and of the procedures the manager will follow in respect of any breaches;</li> <li>▪ an explanation of the circumstances in which the fund may use leverage, the sources of such leverage and details of any restrictions on the use of leverage;</li> <li>▪ prominent disclosure of the risks involved in employing leverage.</li> </ul>
Commercial terms (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ commercial terms applicable to a particular <i>hedge fund</i> in sufficient detail and with sufficient prominence (taking into account the identity and sophistication of potential investors).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ fees and expenses;</li> <li>▪ termination rights;</li> <li>▪ exit terms (in the case of open-ended funds).</li> </ul>
Performance measurement (3)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ reference to any factors which may be material to the robustness of the performance calculation due to the exposure to hard-to-value assets.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ the percentage of the portfolio invested in what the manager considers to be hard-to-value assets;</li> <li>▪ the method used in valuing assets which the manager considers to be hard-to-value; and</li> <li>▪ the use of side pockets.</li> </ul>
Hard-to-value assets (7)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ types of asset eligible for side pocketing</li> <li>▪ side pocketing process.</li> </ul>	
Portfolio risk (16)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Summary of the risk framework (processes and risk management techniques employed).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Target ranges or averages as anticipated by the manager for specific risk parameters and how short-term deviations from such target ranges are handled, this could include: <ul style="list-style-type: none"> <li>– volatility of returns;</li> <li>– VaR or equivalent (e.g. potential loss arising from a stress event);</li> <li>– leverage (according to the manner in which the manager measures leverage);</li> <li>– limits to the percentage of the portfolio which can be invested in non-marketable securities (or another measure of liquidity).</li> </ul> </li> </ul>

Tab. C1: Inhalte der Angebotsunterlagen gem. HFSB Standards (2010)

<b>Standard</b>	<b>Vorschrift</b>	<b>Empfehlung / Wahlrecht</b>
Investment Policy and Risk (1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ statement explaining how the fund has invested its assets during the relevant period in accordance with its published investment policy.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ high-level factual explanation as to how the fund has invested its assets during the period (its is not intended to be a review or confirmation of compliance with the fund's investment policy).</li> </ul>
Commercial terms (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ material changes to commercial terms according to offering document;</li> <li>▪ management and performance fees charged.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ categories and captions in the fund's financial statements might correspond to those used in the fund's offering documents so they can be easily compared.</li> <li>▪ Total Expense Ratio (TER) or gross vs. net return for the period under review.</li> </ul>
Hard-to-value assets (8)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ percentage of the fund's portfolio that is invested in what the manager considers to be hard-to-value assets (also periodically by newsletter);</li> <li>▪ extent to which internal pricing models or assumptions are used to value certain components of the fund's portfolio invested in hard-to-value assets. (also periodically by newsletter).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ classify assets by the valuation methodology used (e.g. by adopting the fair value hierarchy used in USGAAP FAS 157).</li> </ul>
Portfolio risk (16)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Actual risk profile of the fund for the relevant period.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Actual risk profile of the fund, where applicable using risk measures (realised volatility of returns, VaR, leverage);</li> <li>▪ The percentage of the portfolio invested in what the manager considers to be hard-to-value assets (see more detailed disclosure requirements for hard-to-value assets in the Standards relating to valuation);</li> <li>▪ Investment instruments used during the relevant period.</li> </ul>

Tab. C2: Inhalte der regelmäßigen Berichterstattung gem. HFSB Standards (2009)

**Anhang D: Kennzahlenanalyse**

<b>Kennzahl</b>	<b>Berechnungsgrundlage</b>
Gesamtkapitalrendite	$(\text{Jahresüberschuss} + \text{Zinsaufwand}) / (\text{Eigenkapital} + \text{zinstragendes Fremdkapital})$
Eigenkapitalrendite	$\text{Jahresüberschuss} / \text{Eigenkapital}$
Operative Marge	$\text{EBIT} / \text{Umsatz}$
Umsatzrendite	$\text{Jahresüberschuss} / \text{Umsatz}$
Kurs-Buchwert-Verhältnis	$\text{Marktkapitalisierung} / \text{Eigenkapital}$
Kurs-Gewinn-Verhältnis	$\text{Aktienkurs} / \text{Gewinn pro Aktie}$
F&E Quote	$\text{F\&E Aufwendungen} / \text{Umsatz}$
Kapitalumschlagshäufigkeit	$\text{Umsatz} / \text{Sachanlagevermögen}$
Mitarbeitereffizienz	$\text{Umsatz} / \text{Mitarbeiter}$

Tab. D1: Berechnung der Rentabilitätskennzahlen

<b>Kennzahl</b>	<b>Berechnungsgrundlage</b>
Free Cash Flow-Ratio	$(\text{Operativer Cash Flow} - \text{Investitionen}) / \text{Operativer Cash Flow}$
Zinsdeckungsgrad I	$\text{EBIT} / \text{Zinsaufwand}$
Zinsdeckungsgrad II	$\text{EBITDA} / \text{Zinsaufwand}$
Schuldentilgungsdauer	$(\text{zinstragendes Fremdkapital} - \text{Flüssige Mittel}) / \text{Operativer Cash Flow}$

Tab. D2: Berechnung der Liquiditätskennzahlen

<b>Kennzahl</b>	<b>Berechnungsgrundlage</b>
Fremdkapitalquote	$\text{Zinstragendes Fremdkapital} / \text{Bilanzsumme}$
Eigenkapitalquote	$\text{Eigenkapital} / \text{Bilanzsumme}$
Verschuldungsgrad	$\text{Zinstragendes Fremdkapital} / \text{Eigenkapital}$
Anlagenintensität	$\text{Sachanlagevermögen} / \text{Bilanzsumme}$
Investitionsquote	$\text{Investitionen} / \text{Sachanlagevermögen}$
Rücklagenanteil	$\text{Rücklagen} / \text{Grundkapital}$

Tab. D3: Berechnung der Kapitalstrukturkennzahlen

### Anhang E: Wertentwicklung nach Vintage Years

Vintage Year (2004) Abnormal Return	Private Equity Funds						Hedge Funds																																																																																																													
	unrealisiert			realisiert			unrealisiert			realisiert																																																																																																										
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd																																																																																																								
<b>Minderheits- beteiligung</b>	<table border="0"> <tr> <td>&lt; 5%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>5-10%</td> <td>-2,1%</td><td>-1,7%</td><td>1,4%</td> <td>-0,2%</td><td>-0,2%</td><td>k.a.</td> <td>-2,4%</td><td>-2,4%</td><td>k.a.</td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>10-25%</td> <td>-1,5%</td><td>-1,7%</td><td>1,6%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>25-50%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td><b>Mehrheits- beteiligung</b></td> <td colspan="12"> <table border="0"> <tr> <td>50-75%</td> <td>0,7%</td><td>0,5%</td><td>0,8%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>&gt;75%</td> <td>-3,7%</td><td>-3,7%</td><td>k.a.</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> </table> </td> </tr> <tr> <td><b>Gesamt</b></td> <td><b>-1,0%</b></td><td><b>-1,2%</b></td><td><b>1,7%</b></td> <td><b>-0,2%</b></td><td><b>-0,2%</b></td><td><b>k.a.</b></td> <td><b>-2,2%</b></td><td><b>-1,1%</b></td><td><b>2,0%</b></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> </table>												< 5%													5-10%	-2,1%	-1,7%	1,4%	-0,2%	-0,2%	k.a.	-2,4%	-2,4%	k.a.				10-25%	-1,5%	-1,7%	1,6%										25-50%													<b>Mehrheits- beteiligung</b>	<table border="0"> <tr> <td>50-75%</td> <td>0,7%</td><td>0,5%</td><td>0,8%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>&gt;75%</td> <td>-3,7%</td><td>-3,7%</td><td>k.a.</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> </table>												50-75%	0,7%	0,5%	0,8%										>75%	-3,7%	-3,7%	k.a.										<b>Gesamt</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>k.a.</b>	<b>-2,2%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>2,0%</b>			
< 5%																																																																																																																				
5-10%	-2,1%	-1,7%	1,4%	-0,2%	-0,2%	k.a.	-2,4%	-2,4%	k.a.																																																																																																											
10-25%	-1,5%	-1,7%	1,6%																																																																																																																	
25-50%																																																																																																																				
<b>Mehrheits- beteiligung</b>	<table border="0"> <tr> <td>50-75%</td> <td>0,7%</td><td>0,5%</td><td>0,8%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>&gt;75%</td> <td>-3,7%</td><td>-3,7%</td><td>k.a.</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> </table>												50-75%	0,7%	0,5%	0,8%										>75%	-3,7%	-3,7%	k.a.																																																																																							
50-75%	0,7%	0,5%	0,8%																																																																																																																	
>75%	-3,7%	-3,7%	k.a.																																																																																																																	
<b>Gesamt</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>k.a.</b>	<b>-2,2%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>2,0%</b>																																																																																																											

Tab. E1: Managementmatrix zur Wertentwicklung (Vintage Year 2004)

Vintage Year (2005) Abnormal Return	Private Equity Funds						Hedge Funds																																																																																																													
	unrealisiert			realisiert			unrealisiert			realisiert																																																																																																										
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd																																																																																																								
<b>Minderheits- beteiligung</b>	<table border="0"> <tr> <td>&lt; 5%</td> <td>-2,2%</td><td>-2,2%</td><td>k.a.</td> <td>-4,8%</td><td>-4,8%</td><td>k.a.</td> <td>1,0%</td><td>1,0%</td><td>k.a.</td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>5-10%</td> <td>-1,1%</td><td>-1,4%</td><td>1,9%</td> <td>0,8%</td><td>0,8%</td><td>3,0%</td> <td>-0,5%</td><td>-0,7%</td><td>2,4%</td> <td>-1,1%</td><td>-1,1%</td><td>k.a.</td> </tr> <tr> <td>10-25%</td> <td>-3,6%</td><td>-3,6%</td><td>3,9%</td> <td>-2,8%</td><td>-2,8%</td><td>2,0%</td> <td>-1,7%</td><td>-2,9%</td><td>2,1%</td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>25-50%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td>-0,4%</td><td>-0,4%</td><td>1,5%</td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td><b>Mehrheits- beteiligung</b></td> <td colspan="12"> <table border="0"> <tr> <td>50-75%</td> <td>-4,9%</td><td>-4,9%</td><td>3,7%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>&gt;75%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> </table> </td> </tr> <tr> <td><b>Gesamt</b></td> <td><b>-1,4%</b></td><td><b>-2,2%</b></td><td><b>2,5%</b></td> <td><b>-1,4%</b></td><td><b>-1,8%</b></td><td><b>3,1%</b></td> <td><b>-1,5%</b></td><td><b>-1,7%</b></td><td><b>2,3%</b></td> <td><b>-1,1%</b></td><td><b>-1,1%</b></td><td><b>k.a.</b></td> </tr> </table>												< 5%	-2,2%	-2,2%	k.a.	-4,8%	-4,8%	k.a.	1,0%	1,0%	k.a.				5-10%	-1,1%	-1,4%	1,9%	0,8%	0,8%	3,0%	-0,5%	-0,7%	2,4%	-1,1%	-1,1%	k.a.	10-25%	-3,6%	-3,6%	3,9%	-2,8%	-2,8%	2,0%	-1,7%	-2,9%	2,1%				25-50%							-0,4%	-0,4%	1,5%				<b>Mehrheits- beteiligung</b>	<table border="0"> <tr> <td>50-75%</td> <td>-4,9%</td><td>-4,9%</td><td>3,7%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>&gt;75%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> </table>												50-75%	-4,9%	-4,9%	3,7%										>75%													<b>Gesamt</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>2,5%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>3,1%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>2,3%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>k.a.</b>
< 5%	-2,2%	-2,2%	k.a.	-4,8%	-4,8%	k.a.	1,0%	1,0%	k.a.																																																																																																											
5-10%	-1,1%	-1,4%	1,9%	0,8%	0,8%	3,0%	-0,5%	-0,7%	2,4%	-1,1%	-1,1%	k.a.																																																																																																								
10-25%	-3,6%	-3,6%	3,9%	-2,8%	-2,8%	2,0%	-1,7%	-2,9%	2,1%																																																																																																											
25-50%							-0,4%	-0,4%	1,5%																																																																																																											
<b>Mehrheits- beteiligung</b>	<table border="0"> <tr> <td>50-75%</td> <td>-4,9%</td><td>-4,9%</td><td>3,7%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>&gt;75%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> </table>												50-75%	-4,9%	-4,9%	3,7%										>75%																																																																																										
50-75%	-4,9%	-4,9%	3,7%																																																																																																																	
>75%																																																																																																																				
<b>Gesamt</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>2,5%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>3,1%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>2,3%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>k.a.</b>																																																																																																								

Tab. E2: Managementmatrix zur Wertentwicklung (Vintage Year 2005)

Vintage Year (2006) Abnormal Return	Private Equity Funds						Hedge Funds																																																																																																													
	unrealisiert			realisiert			unrealisiert			realisiert																																																																																																										
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd																																																																																																								
<b>Minderheits- beteiligung</b>	<table border="0"> <tr> <td>&lt; 5%</td> <td>-1,7%</td><td>-1,7%</td><td>4,4%</td> <td></td><td></td><td></td> <td>-0,5%</td><td>-0,5%</td><td>1,2%</td> <td>-0,9%</td><td>-1,1%</td><td>4,3%</td> </tr> <tr> <td>5-10%</td> <td>-2,3%</td><td>-2,2%</td><td>1,6%</td> <td>0,9%</td><td>0,9%</td><td>k.a.</td> <td>-1,3%</td><td>-2,1%</td><td>4,1%</td> <td>-0,8%</td><td>-2,8%</td><td>4,5%</td> </tr> <tr> <td>10-25%</td> <td>-4,4%</td><td>-3,6%</td><td>2,4%</td> <td>0,2%</td><td>0,6%</td><td>k.a.</td> <td>-0,9%</td><td>-0,7%</td><td>2,3%</td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>25-50%</td> <td>0,3%</td><td>-2,8%</td><td>k.a.</td> <td>-25,6%</td><td>-25,6%</td><td>k.a.</td> <td>1,0%</td><td>1,0%</td><td>k.a.</td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td><b>Mehrheits- beteiligung</b></td> <td colspan="12"> <table border="0"> <tr> <td>50-75%</td> <td>-4,0%</td><td>-1,7%</td><td>3,1%</td> <td>-0,6%</td><td>-0,6%</td><td>k.a.</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>&gt;75%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> </table> </td> </tr> <tr> <td><b>Gesamt</b></td> <td><b>-3,0%</b></td><td><b>-2,7%</b></td><td><b>2,3%</b></td> <td><b>-0,2%</b></td><td><b>-6,3%</b></td><td><b>12,9%</b></td> <td><b>-1,0%</b></td><td><b>-1,3%</b></td><td><b>3,3%</b></td> <td><b>-0,9%</b></td><td><b>-2,1%</b></td><td><b>4,2%</b></td> </tr> </table>												< 5%	-1,7%	-1,7%	4,4%				-0,5%	-0,5%	1,2%	-0,9%	-1,1%	4,3%	5-10%	-2,3%	-2,2%	1,6%	0,9%	0,9%	k.a.	-1,3%	-2,1%	4,1%	-0,8%	-2,8%	4,5%	10-25%	-4,4%	-3,6%	2,4%	0,2%	0,6%	k.a.	-0,9%	-0,7%	2,3%				25-50%	0,3%	-2,8%	k.a.	-25,6%	-25,6%	k.a.	1,0%	1,0%	k.a.				<b>Mehrheits- beteiligung</b>	<table border="0"> <tr> <td>50-75%</td> <td>-4,0%</td><td>-1,7%</td><td>3,1%</td> <td>-0,6%</td><td>-0,6%</td><td>k.a.</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>&gt;75%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> </table>												50-75%	-4,0%	-1,7%	3,1%	-0,6%	-0,6%	k.a.							>75%													<b>Gesamt</b>	<b>-3,0%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>2,3%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>12,9%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>4,2%</b>
< 5%	-1,7%	-1,7%	4,4%				-0,5%	-0,5%	1,2%	-0,9%	-1,1%	4,3%																																																																																																								
5-10%	-2,3%	-2,2%	1,6%	0,9%	0,9%	k.a.	-1,3%	-2,1%	4,1%	-0,8%	-2,8%	4,5%																																																																																																								
10-25%	-4,4%	-3,6%	2,4%	0,2%	0,6%	k.a.	-0,9%	-0,7%	2,3%																																																																																																											
25-50%	0,3%	-2,8%	k.a.	-25,6%	-25,6%	k.a.	1,0%	1,0%	k.a.																																																																																																											
<b>Mehrheits- beteiligung</b>	<table border="0"> <tr> <td>50-75%</td> <td>-4,0%</td><td>-1,7%</td><td>3,1%</td> <td>-0,6%</td><td>-0,6%</td><td>k.a.</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> <tr> <td>&gt;75%</td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> <td></td><td></td><td></td> </tr> </table>												50-75%	-4,0%	-1,7%	3,1%	-0,6%	-0,6%	k.a.							>75%																																																																																										
50-75%	-4,0%	-1,7%	3,1%	-0,6%	-0,6%	k.a.																																																																																																														
>75%																																																																																																																				
<b>Gesamt</b>	<b>-3,0%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>2,3%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>12,9%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>4,2%</b>																																																																																																								

Tab. E3: Managementmatrix zur Wertentwicklung (Vintage Year 2006)



Vintage Year (2007) Abnormal Return	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	unrealisiert			realisiert			unrealisiert			realisiert			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
Minderheits- beteiligung	< 5%	0,1%	-0,1%	3,3%	-5,0%	-5,1%	7,0%	-1,1%	-1,8%	3,3%	0,5%	-0,6%	4,2%
	5-10%	-2,5%	-4,4%	6,5%	4,7%	4,7%	3,9%	-1,0%	-1,6%	3,2%	-2,8%	-3,9%	6,9%
	10-25%	-1,1%	-1,8%	4,1%	-2,7%	-1,9%	2,5%	-0,9%	-1,0%	3,0%	-2,9%	-6,4%	10,7%
	25-50%	-2,0%	-2,5%	3,7%							-20%	-20%	k.a.
Mehrheits- beteiligung	50-75%	-4,4%	-2,3%	4,5%									
	>75%	-3,1%	-5,2%	3,6%									
<b>Gesamt</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>6,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>3,2%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-2,6%</b>	<b>6,7%</b>	

Tab. E4: Managementmatrix zur Wertentwicklung (Vintage Year 2007)

Vintage Year (2008) Abnormal Return	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	unrealisiert			realisiert			unrealisiert			realisiert			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
Minderheits- beteiligung	< 5%	-2,4%	-1,3%	5,1%	1,6%	-1,3%	13,3%	0,0%	0,1%	5,5%	-3,8%	-4,2%	11,0%
	5-10%	-4,9%	-3,0%	5,6%				1,7%	0,6%	5,5%	1,2%	1,2%	k.a.
	10-25%	-1,8%	-3,1%	8,7%	10,6%	10,6%	4,3%	-2,6%	-3,5%	3,3%			
	25-50%	-6,8%	-6,8%	1,2%									
Mehrheits- beteiligung	50-75%	-0,9%	-0,9%	6,0%									
	>75%	5,2%	5,2%	k.a.									
<b>Gesamt</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>6,3%</b>	<b>7,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>5,3%</b>	<b>-2,6%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>10,8%</b>	

Tab. E5: Managementmatrix zur Wertentwicklung (Vintage Year 2008)

Vintage Year (2009) Abnormal Return	Private Equity Funds						Hedge Funds					
	unrealisiert			realisiert			unrealisiert			realisiert		
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd
Minderheits- beteiligung	< 5%											
	5-10%											
	10-25%											
	25-50%											
Mehrheits- beteiligung	50-75%											
	>75%	2,5%	2,5%	1,2%								
<b>Gesamt</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>1,2%</b>									

Tab. E6: Managementmatrix zur Wertentwicklung (Vintage Year 2009)

## Anhang F: Wertentwicklung ab Beteiligungsdatum

Beteiligungsdatum plus 100 Tage	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	on-shore			off-shore			on-shore			off-shore			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
Minderheits- beteiligung	< 5%	-2,6%	-2,1%	7,7%	1,9%	3,9%	3,4%	-2,5%	-1,0%	7,9%	-5,0%	-5,3%	9,7%
	5-10%	-1,7%	-3,0%	6,3%	5,3%	1,6%	6,6%	-0,5%	-0,1%	6,0%	1,3%	-2,2%	10,5%
	10-25%	-1,3%	-1,1%	7,4%	-1,4%	-2,3%	3,8%	-1,3%	-0,9%	7,6%	1,0%	-0,5%	5,7%
	25-50%	-6,8%	-1,1%	7,5%	-1,0%	-0,4%	0,2%	1,4%	-7,2%	11,1%	3,3%	-0,9%	k.a.
Mehrheits- beteiligung	50-75%	-1,4%	0,9%	8,4%	1,3%	-1,3%	10,1%						
	>75%	-0,4%	-0,9%	5,9%	-2,4%	-1,0%	3,4%						
<b>Gesamt</b>		<b>-1,8%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>7,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>6,4%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>7,3%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-2,9%</b>	<b>9,3%</b>

Tab. F1: Managementmatrix zur Wertentwicklung (100 Tage ab Erwerb)

Beteiligungsdatum plus 180 Tage	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	on-shore			off-shore			on-shore			off-shore			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
Minderheits- beteiligung	< 5%	-3,7%	-2,1%	6,0%	1,0%	2,4%	2,4%	-2,3%	-0,7%	5,9%	-4,5%	-4,7%	8,9%
	5-10%	-1,9%	-2,2%	5,2%	1,2%	-0,1%	4,5%	-0,4%	0,0%	5,0%	-1,0%	-3,8%	9,6%
	10-25%	-2,2%	-2,4%	6,8%	-1,4%	-2,1%	4,5%	-0,9%	-1,9%	4,4%	-1,0%	-1,2%	5,3%
	25-50%	-9,0%	-4,1%	7,3%	-1,9%	-2,5%	0,2%	0,3%	-8,7%	24,2%	0,4%	-2,9%	k.a.
Mehrheits- beteiligung	50-75%	-0,2%	1,4%	10,8%	-1,5%	-0,9%	10,9%						
	>75%	0,0%	-1,3%	6,2%	-0,9%	-0,6%	2,4%						
<b>Gesamt</b>		<b>-2,1%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>6,5%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>6,1%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>6,1%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>8,5%</b>

Tab. F2: Managementmatrix zur Wertentwicklung (180 Tage ab Erwerb)

Beteiligungsdatum plus 360 Tage	Private Equity Funds						Hedge Funds						
	on-shore			off-shore			on-shore			off-shore			
	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	md	mw	sd	
Minderheits- beteiligung	< 5%	-3,7%	-2,3%	5,0%	0,6%	2,9%	1,8%	-2,5%	-0,8%	4,8%	-4,1%	-2,6%	7,1%
	5-10%	-0,9%	-1,7%	4,2%	0,2%	-0,6%	5,0%	-1,9%	-0,7%	3,9%	-2,0%	-3,6%	7,8%
	10-25%	-2,4%	-2,3%	5,9%	0,3%	-0,1%	3,8%	-1,5%	-0,7%	1,9%	-3,0%	-3,1%	9,0%
	25-50%	-4,8%	-3,2%	10,4%	-0,9%	-1,0%	4,3%	2,4%	-4,5%	15,1%	0,9%	-0,8%	k.a.
Mehrheits- beteiligung	50-75%	-0,6%	-1,6%	5,8%	1,4%	-1,2%	4,8%						
	>75%	-0,3%	-3,3%	8,0%	-0,3%	-1,5%	0,6%						
<b>Gesamt</b>		<b>-2,4%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>5,6%</b>	<b>0,5%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>4,5%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>7,7%</b>

Tab. F3: Managementmatrix zur Wertentwicklung (360 Tage ab Erwerb)

## Literaturverzeichnis

**Acharya, Viral, Julian Franks und Henri Servaes (2007)**, "Private Equity: Boom and Bust", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 19, Iss. 4, S. 44-53.

**Achleitner, Ann-Kristin, Christian Andres, André Betzer und Charlie Weir (2009)**, "Wealth Effects of Private Equity Investments on the German Stock Market", *European Journal of Finance*, forthcoming.

**Achleitner, Ann-Kristin, Giorgio Behr und Dirk Schäfer (2009)**, *Internationale Rechnungslegung*, 4. Aufl., Verlag Franz Vahlen, München.

**Achleitner, Ann-Kristin, André Betzer und Jasmin Gider (2009)**, "Investment Rationales of Hedge Funds and Private Equity Funds in the German Stock Market", *www.ssrn.com*, Stand 10. Mai 2009, Datum des Zugriffs: 4. November 2009.

**Achleitner, Ann-Kristin, Sven Beyer, Kay Müller und Hansjörg Zelger (2004)**, "Venture Capital/Private Equity-Studie 2004: Company (E)valuation und EVCA Valuation Guidelines", *Finanz-Betrieb*, Heft 10, S. 701 - 709.

**AFIC (2002)**, *AFIC Valuation and Reporting Guidelines*, Eigenverlag AFIC, Paris.

**Aggarwal, Rajesh K. und Andrew A. Samwick (2006)**, "Empire-Builders and Shirkers: Investment, Firm Performance, and Managerial Incentives", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, Iss. 3, S. 489-515.

**Akerlof, George (1970)**, "The market for Lemons: Quality uncertainty and the market mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, S. 488-500.

**Ammelung, Ulrich und Alexandra Knorr (2009)**, "Ausgewählte Tax-Compliance-Risiken bei ausländischen Private Equity Fonds in der Private-Wealth-Management-Praxis", *Finanz-Betrieb*, Heft 6, S. 349-355.

**Arnold, Arnd (2007)**, *Die Steuerung des Vorstandshandelns*, Verlag C.H. Beck, München.

**Arrow, Kenneth J. (1985)**, "The economics of agency", in: Pratt, J. W. und R. Zeckhauser (Hrsg.), *Principals and Agents: the structure of business*, Harvard Business School Press, Boston.

**Askar, Atif und Dodo zu Knyphausen-Aufseß (2008)**, "Neue Branchen-Standards zur Bewertung von Venture Capital-Beteiligungen", *Finanz-Betrieb*, Heft 2, S. 106-114.

**Ballwieser, Wolfgang (2007)**, *Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme*, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

**Ballwieser, Wolfgang, Karlheinz Küting und Thomas Schildbach (2004)**, "Fair Value - erstrebenswerter Wertansatz im Rahmen einer Reform der handelsrechtlichen Rechnungslegung", *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Heft 6, S. 529-549.

- Balser, Markus und Martin Hesse (2007)**, "Unnahbare Dax-Unternehmen", *www.sueddeutsche.de*, Online-Ausgabe v. 13. Februar 2007, Datum des Zugriffs: 13. Februar 2007.
- Bamberg, Günter und Franz Baur (1996)**, *Statistik*, R. Oldenbourg Verlag, München.
- Bamberg, Günter und Klaus Spremann (Hrsg.) (1987)**, *Agency theory, information and incentives*, Springer Verlag, Berlin.
- Barber, Brad M. (2007)**, "Monitoring the Monitor: Evaluation CalPERS' Activism", *Journal of Investing*, Vol. 16, No. 4, S. 66-80.
- Bassen, Alexander (2002)**, *Institutionelle Investoren und Corporate Governance*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Bertram, Klaus, Ralph Brinkmann, Harald Kessler und Stefan Müller (2009)**, *Haufe HGB Kommentar*, Haufe-Lexware, Freiburg.
- Bessler, Wolfgang, Wolfgang Drobetz und Julian Holler (2008)**, "Capital Markets and Corporate Control: Empirical Evidence from Hedge Fund Activism in Germany", *www.fmpm.org*, Stand 1. Dezember 2008, Datum des Zugriffs: 4. November 2009.
- Beuselinck, Christof, Marc Deloof und Sophie Manigart (2008)**, "Private Equity Investments and Disclosure Policy", *European Accounting Review*, Vol. 17, No. 4, S. 607-639.
- Bevilacqua, Jonathan (2006)**, "Convergence and Divergence: Blurring the Lines Between Hedge Funds and Private Equity Funds", *Buffalo Law Review*, Vol. 54, S. 101-127.
- Böhmer, Ekkehart (2000)**, "Business Group, Bank Control, and Large Shareholders: An Analysis of German Takeovers", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, S. 117-148.
- Borello, Isabelle und Hanspeter Bader (2004)**, "Hedge Funds: A Threat to Private Equity?" *www.altassets.com*, zuerst veröffentlicht am 5. Oktober 2004, Datum des Zugriffs: 13. November 2006.
- Boyson, Nicole M. und Robert M. Mooradian (2007)**, "Hedge Funds as Shareholder Activists from 1994 - 2005", *www.ssrn.com*, Stand 31. Juli 2007, Datum des Zugriffs: 4. November 2009.
- Brav, Alon, Wei Jiang, Frank S. Partnoy und Randall S. Thomas (2006)**, "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance", *ECGI Working Paper Series in Finance*, 139/2006.
- Brav, Alon, Wei Jiang, Frank S. Partnoy und Randall S. Thomas (2008)**, "The Returns to Hedge Fund Activism", *Financial Analyst Journal*, Vol. 64, No. 6, S. 45 - 61.
- Breslow, Stephanie und Paul S. Gutman (2005)**, "Hedge fund investment in private equity", *www.altassets.com*, zuerst veröffentlicht am 11. Februar 2005, Datum des Zugriffs: 13. November 2006.
- Brewster, Deborah (2009)**, "USD 150bn taken out of hedge funds", *www.FT.com*, 14. Januar 2009.

**Brown, Stephen J., Thomas Fraser und Bing Liang (2008)**, "Hedge Fund Due Diligence: A Source of Alpha in a Hedge Fund Portfolio Strategy", *Journal of Investment Management*, Vol. 6, No. 4, S. 23 - 33.

**Brown, Stephen J., William Goetzmann, Bing Liang und Christopher Schwarz (2009)**, "Trust and Delegation", *www.ssrn.com*, Stand 11. November 2009, Datum des Zugriffs: 11. Dezember 2010.

**Busack, Michael und Stefan Sohl (2008)**, "Hedgefonds in Deutschland - Ein Marktüberblick", *Absolut-Report*, Nr. 44, S. 27 - 35.

**Busse von Colbe, Walther (1957)**, *Der Zukunftserfolg*, Verlag Gabler, Wiesbaden.

**BVCA (1998)**, *Guidelines for the Valuation and Disclosure of Venture Capital Portfolios*, *www.bvca.co.uk*, January 1998, Datum des Zugriffs: 2. April 2001.

**BVK (2004)**, "Private Equity von A bis Z", *www.bvkap.de*.

**Carls, Andre (2007)**, "Akquisitionsfinanzierung", in: Hockmann, H.-J. und F. Thießen (Hrsg.), *Investment Banking*, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

**Cary, Chris und Daniel Koelsch (2009)**, "Was Anleger jetzt von Hedge-Fonds verlangen", *www.faz.net*, Datum des Zugriffs: 4. September 2009.

**CFA-Institute (2007)**, *A Comprehensive Business Reporting Model*, *www.cfainstitute.org*, Edition July 2007, Datum des Zugriffs: 22. September 2007.

**CFA-Institute (2009a)**, "CFA Institute Member Poll: Alternative Investment Fund Managers", *www.cfainstitute.org*, Datum des Zugriffs: 3. November 2009.

**CFA-Institute (2009b)**, "Press Release on the survey on the AIFM Directive", [http://www.cfainstitute.org/aboutus/press/release/09releases/20091103\\_01.html?intCamp=cent\\_sidebar\\_eu\\_member\\_survey](http://www.cfainstitute.org/aboutus/press/release/09releases/20091103_01.html?intCamp=cent_sidebar_eu_member_survey), Datum des Zugriffs: 3. November 2009.

**Cheffins, Brian R. (1997)**, *Corporate law: theory, structure, and operation*, Oxford University Press, Oxford.

**Chirinko, Bob und Julie Ann Elston (2006)**, "Finance, Control, and Profitability: The influence of German Banks", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 59, Iss. 1, S. 69-88.

**Christoffersen, Susan K., Chris Geczy, David K. Musto und Adam V. Reed (2007)**, "Vote Trading and Information Aggregation", *The Journal of Finance*, Vol. 62, No. 6, S. 2897-2929.

**Clifford, Chris (2007)**, "Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists", *www.ssrn.com*, Stand Juni 2007, Datum des Zugriffs: 4. November 2009.

**Coase, Ronald (1937)**, "The Nature of the Firm", *Economica*, Vol. 4, No. 16, S. 386-405.

**Coenenberg, Adolf G., Axel Haller und Wolfgang Schultze (2009)**, *Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse*, 21. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart.

- Coller Capital (2009)**, "Global Private Equity Barometer", *www.collercapital.com*.
- Cornell, Bradford und Alan C. Shapiro (1987)**, "Corporate stakeholders and corporate finance", *Financial Management*, Vol. 16, No. 1, S. 5 - 14.
- Cumming, Douglas, Andrej Gill und Uwe Walz (2009)**, "International Private Equity Valuation and Disclosure", *www.ssrn.com*, Stand 16. April 2009, Datum des Zugriffs: 3. März 2010.
- Cumming, Douglas und Sofia Johan (2007)**, "Regulatory Harmonization and the Development of Private Equity Markets", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 31, Iss. 10, S. 3218-3250.
- Dai, Na (2007)**, "Does Investor Identity Matter? An Empirical Examination of Investments by Venture Capital Funds and Hedge Funds in PIPEs", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, No. 4 (September), S. 538-563.
- Davison, Chris (2002)**, *The Limited Partner Perspective, A Survey of European Institutional Investors*, Almeida Capital, London.
- Diller, Christian (2007)**, *Private Equity: Risiko, Rendite und Markteinflussfaktoren*, Uhlenbruch Verlag, Bad Soden.
- Drukarczyk, Jochen und Andreas Schüler (2009)**, *Unternehmensbewertung*, 6. Aufl., Verlag Vahlen, München.
- Easterbrook, Frank (1984)**, "Two agency-cost explanations of dividends", *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 4, S. 650 - 659.
- Eidenmüller, Horst (2007)**, "Regulierung von Finanzinvestoren", *Deutsches Steuerrecht*, Heft 47, S. 2116-2120.
- Eisenhardt, Kathleen M. (1989)**, "Agency theory: an assessment and review", *The Academy of Management Review*, Vol. 14, S. 57 - 74.
- Eisenhardt, Ulrich (2007)**, *Gesellschaftsrecht*, 13. Aufl., Verlag C.H. Beck, München.
- Ellrott, Helmut, Michael Kozikowski, Gerhart Förschle und Norbert Winkeljohann (Hrsg.) (2010)**, *Beck'scher Bilanz-Kommentar*, 7. Aufl., Verlag C.H. Beck, München.
- Elschen, Rainer (1991)**, "Gegenstand und Anwendungsmöglichkeiten der Agency-Theorie", *ZfbF*, Jhrg. 43, Heft 11, S. 1002 - 1012.
- Elston, Julie Ann und Lawrence G. Goldberg (2003)**, "Executive Compensation and Agency Costs in Germany", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27, No. 7, S. 1391-1410.
- Engert, Andreas (2006)**, "Hedgefonds als aktivistische Aktionäre", *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht ZIP*, Heft 46, S. 2105 - 2113.
- European Commission (2006)**, *Report of the Alternative Investment Expert Group*, *www.europa.eu*.

- EVCA (2000)**, *EVCA Reporting Guidelines*, www.evca.com, March 2000, Datum des Zugriffs: 2. April 2001.
- Fallgatter, Michael J. (2003)**, "Variable Vergütung von Mitgliedern des Aufsichtsrats: Resultiert eine verbesserte Unternehmensüberwachung", *DBW*, Jahrgang 63, S. 703.
- Fama, Eugene und Michael C. Jensen (1983)**, "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, S. 301-325.
- Fenn, George W., Nellie Liang und Stephen Prowse (1997)**, "The Private Equity Market: An Overview", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 6, No. 4, S. 1-105.
- Fleischer, Holger (2008)**, "Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht", *Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht*, Jahrgang 37, Heft 2-3, S. 184-232.
- Friedrich, Marcus (Hrsg.) (2006)**, *Hedge Funds*, FinanzBuch Verlag GmbH, München.
- Gedenk, Karen (1994)**, *Strategie-orientierte Steuerung von Geschäftsführern*, Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Getmansky, Mila (2004)**, "The life cycle of hedge funds: fund flows, size and performance", [http://lfe.mit.edu/media/hedge\\_fund\\_life\\_cycle.pdf](http://lfe.mit.edu/media/hedge_fund_life_cycle.pdf), Stand 16. Januar 2004, Datum des Zugriffs: 15. März 2007.
- Gilson, S.C. (1995)**, "Investing in Distressed Securities: A Market Survey", *Financial Analyst Journal*, November / Dezember, S. 8-27.
- Gilson, Stuart C. (2001)**, *Creating Value Through Corporate Restructuring - Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups*, John Wiley, Boston.
- Goetzmann, William, Jonathan Ingersoll und Stephen Ross (2003)**, "High-Water Marks and Hedge Fund Management Contracts", *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 4, S. 1685-1717.
- Gompers, Paul und Joshua Lerner (2004)**, *The Venture Capital Cycle*, 2. Aufl., MIT Press, Cambridge Mass.
- Gorton, Gary und Frank A. Schmid (2000)**, "Universal Banking and the Performance of German Firms", *The Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1, S. 29-80.
- Gradow, Alexander und Lucian Schönefelder (2009)**, "Private Equity Reporting - Auswirkungen des Walker-Report auf die Transparenz britischer Private Equity-Gesellschaften", *Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, Heft 12, S. 689-696.
- Grant\_Thornton (2006)**, *Crossing the line: The growing convergence of private equity and hedge funds*, www.grantthornton.com, Datum des Zugriffs: 11. Dezember 2006.
- Grossman, Sanford J. und Oliver Hart (1982)**, "Corporate financial structures and managerial incentives", in: McCall, J. (Hrsg.), *The economics of information and uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago, USA, S. 107.

- Grossman, Sanford J. und Oliver Hart (1986)**, "The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 4, S. 691-719.
- Grünbichler, Andreas, Steffen Graf und Alfred Gruber (2001)**, "Der Private Equity Markt in Europa", in: Grünbichler, A., S. Graf und A. Gruber (Hrsg.), *Private Equity und Hedge Funds*, Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich.
- Haberstock, Otto (2003)**, "Vertragliche Dokumentation der Venture-Capital-Transaktion", in: Jugel, S. (Hrsg.), *Private Equity Investments*, Verlag Gabler, Wiesbaden.
- Harris, Milton und Artur Raviv (1990)**, "Capital Structure and the Informational Role of Debt", *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 2, S. 321-349.
- Hayn, Sven, Georg Graf Waldersee und Ute Benzel (2009)**, *HGB / HGB-BilMoG / Steuerbilanz im Vergleich*, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.
- Helwege, Jean, Christo Pirinsky und Renè M. Stulz (2007)**, "Why do Firms Become Widely Held? An Analysis of the Dynamics of Corporate Ownership", *The Journal of Finance*, Vol. 62, No. 3, S. 995-1028.
- Herring, Frank und Torsten Hunke (2001)**, "Investmentfonds und Kostentransparenz", *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, Heft 16/17, S. 906 - 909.
- Hesse, Martin (2009)**, "Der langsame Tod der Heuschrecke", *Sueddeutsche Zeitung*, 26. Mai 2009, S. 22.
- Hielscher, Udo, Hansjörg Zelger und Sven Beyer (2003)**, "Performancemessung und Reporting von Venture Capital-/Private Equity-Gesellschaften", *Finanz-Betrieb*, Heft 7, S. 498 - 505.
- Hilbers, Paul und Matthew Jones (2004)**, *Stress Testing Financial Systems*, IMF Publications, Washington (USA).
- Hollenberg, Christian (2006)**, "Enter the Hedge Funds", *Private Equity International - Restructuring and Turnaround Special Supplement*, November 2006, S. 14 - 16.
- Hu, Henry T. C. und Bernard Black (2007)**, "Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, S. 343-367.
- Huang, Jiekun (2009)**, "Hedge Funds and Shareholder Wealth Gains in Leveraged Buyouts", *www.ssrn.com*, Stand Mai 2009, Datum des Zugriffs: 4. November 2009.
- IDW (Hrsg.) (2006)**, *Wirtschaftsprüfer Handbuch Band I 2006*, 13. Aufl., IDW Verlag, Düsseldorf.
- IDW (Hrsg.) (2007)**, *Wirtschaftsprüfer Handbuch Band II 2008*, 13. Aufl., IDW Verlag, Düsseldorf.
- Ineichen, Alexander M. (2003)**, *Absolute Returns - The Risks and Opportunities of Hedge Fund Investing*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.



**IPEV Board (2009)**, "Comment Letter on IASB Exposure Draft ED 10 Consolidated Financial Statements", *www.ifrs.org*, Datum des Zugriffs: 5. April 2009.

**Jarass, Lorenz und Gustav Obermair (2007)**, *Steuerliche Aspekte von Private Equity- und Hedge-Fonds unter der Berücksichtigung der Unternehmenssteuerreform 2008*, Edition Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf.

**Jensen, Michael (1986)**, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *The American Economic Review*, Vol. 76, Iss. 2, S. 323-329.

**Jensen, Michael (2002)**, "Value maximation, stakeholder theory, and the corporate objective function", *Business Ethics Quarterly*, Vol. 12, Iss. 2, S. 235-256.

**Jensen, Michael C. und William H. Meckling (1976)**, "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *The Journal of Financial Economics*, Vol. 3, S. 305-360.

**Jensen, Michael und Richard Ruback (1983)**, "The Market of Corporate Control: The scientific evidences", *The Journal of Financial Economics*, Vol. 11, S. 5-50.

**Jesch, Thomas A. (2004)**, *Private-Equity-Beteiligungen - Wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen aus Investorensicht*, Gabler/GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden.

**Jones, Thomas M. (1995)**, "Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics", *The Academy of Management Review*, Vol. 20, No. 2, S. 404-437.

**Judd, Matthew (2006)**, "Hedge funds and private equity converge", *International Financial Law Review*, Jan2006, Vol. 25, S. 14 - 16.

**Jugel, Stefan (2003)**, "Benchmarking von Beteiligungsgesellschaften", in: Jugel, S. (Hrsg.), *Private Equity Investments*, Verlag Gabler, Wiesbaden.

**Kahan, Marcel und Edward B. Rock (2007)**, "Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, No. 5, S. 1021-1093.

**Kaiser, Dieter G. (2007)**, *Der Lebenszyklus von Hedgefonds*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.

**Kaneyuki, Mika (2003)**, "Creative Valuation Techniques for Venture Capital", *Finanz-Betrieb*, Heft 7-8, S. 506-511.

**Karpoff, Jonathan M (2006)**, "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings", *www.ssrn.com*, Stand 1. März 2006, Datum des Zugriffs: 4. November 2009.

**Kaserer, Christoph und Ann-Kristin Achleitner (2005)**, *Private Equity Funds and Hedge Funds: A Primer*, Working Paper Series, Working Paper No. 2005-03, Center for Entrepreneurial and Financial Studies.

- Kaserer, Christoph, Ann-Kristin Achleitner, Christoph von Einem und Dirk Schiereck (2007)**, *Private Equity in Deutschland - Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen*, Books on Demand GmbH, Norderstedt.
- Kaserer, Christoph und Christian Diller (2004)**, "Beyond IRR once more", *Private Equity International*, Vol. 8, No. 8, S. 30-38.
- Kaune, Clemens und Mark Oulds (2004)**, "Das neue Investmentgesetz", *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, Heft 2, S. 114 - 126.
- Kayser, Joachim, Alexander Lindemann und Caroline Käks (2009)**, "Aufsichtsrechtliche Entwicklungen auf dem deutschen Markt im Bereich Hedgefonds - Teil I", *Finanz-Betrieb*, 4/2009, S. 204 - 213.
- Kemmerer, Andreas und Tom Weidig (2005)**, "Reporting Value to the Private Equity Fund Investor", *www.ssrn.com*, Stand Juli 2005, Datum des Zugriffs: 4. November 2009.
- Keunecke, Ulrich (2009)**, *Prospekte im Kapitalmarkt*, 2. Aufl., Erich Schmidt Verlag, Berlin.
- Klein, April und Emanuel Zur (2009)**, "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors", *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 1, S. 187-229.
- Knauer, Thorsten und Jennifer Marx (2009)**, "Fundraising im deutschen Private Equity-Markt - Der Einfluss des Finanzmarktes", *Finanz-Betrieb*, Heft 2, S. 94 - 99.
- Knyphausen-Aufseß, Dodo zu, Daniel Kittlaus und Carsten W. Seeliger (2003)**, "Internationale Standardisierungstendenzen bei der Renditeberechnung von Venture Capital-Fonds", *Finanz-Betrieb*, Heft 9, S. 548-555.
- Koschnick, Wolfgang (1984)**, *Standardwörterbuch für die Sozialwissenschaften*, K.G. Saur Verlag, München.
- Kraft, Volker (2001)**, *Private Equity für Turnaround-Investitionen*, Campus Verlag GmbH, Frankfurt a.M.
- Kreuter, Bernd (2008)**, "Kriterien für die Fondsauswahl", in: Jugel, S. (Hrsg.), *Private Equity Investments*, 2. Aufl., Verlag Gabler, Wiesbaden.
- Kreutzer, Laura und Marine Cole (2006)**, "Mid-Market Buyout Firms Follow Big Boys into Hedge Fund Territory", *Private Equity Analyst*, Vol. 16, Iss. 4, S. 4-16.
- Kuan, Judy, David Snow und Andy Thomson (2006)**, "Proudly off-market", *Private Equity International - Private Equity Fundraising Compendium 2006 Special Supplement*, November 2006, S. 17 - 21.
- Kübler, Friedrich und Heinz-Dieter Assmann (2006)**, *Gesellschaftsrecht*, 6. Aufl., C.F. Müller Verlag, Heidelberg.
- Kusmaul, Heinz und Dennis Weiler (2009)**, "Fair Value-Bewertung im Licht aktueller Entwicklungen (Teil 1)", *Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, Heft 3, S. 163-171.

- Küting, Karlheinz und Claus-Peter Weber (2008)**, *Der Konzernabschluss*, 11. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.
- Laib, Peter (2003)**, "Private Equity für institutionelle Investoren - Anforderungen, Potenziale, Erfolgsfaktoren", in: Jugel, S. (Hrsg.), *Private Equity Investments*, Verlag Gabler, Wiesbaden.
- Langenbucher, Katja (2008)**, *Aktien- und Kapitalmarktrecht*, Verlag C.H. Beck, München.
- Laubrecht, Kristina (2007)**, "Akquisitionsfinanzierung", in: Hockmann, H.-J. und F. Thießen (Hrsg.), *Investment Banking*, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.
- Lenz, Susanne (2006)**, "Steigerung der Hauptversammlungsteilnahme durch monetäre Anreize?" *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, Heft 14, S. 534.
- Lhabitant, Francois-Serge (2002)**, *Hedge Funds Myths and Limits*, John Wiley & Sons Ltd., Chichester, England.
- Lossen, Ulrich (2006)**, *Portfolio Strategies of Private Equity Firms*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Mathonet, Pierre-Yves und Monjanel Gauthier (2006)**, "Valuation Guidelines for Private Equity and Venture Capital Funds: A Survey", *Journal of Alternative Investments*, Vol. 9, Iss. 2 (Fall 2006), S. 59 - 70.
- McConnell, John und Chris Muscarella (1986)**, "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", *The Journal of Financial Economics*, Vol. 14, Iss. 3, S. 399-422.
- Memento (2007)**, *Gesellschaftsrecht in der Praxis*, Memento Verlag AG, Freiburg i. Br.
- Mietzner, Mark und Denis Schweizer (2008)**, "Hedge Funds versus Private Equity Funds as Shareholder Activists - Differences in Value Creation", *www.campus-for-finance.com*, Stand Februar 2008, Datum des Zugriffs: 4. November 2009.
- Mietzner, Mark, Denis Schweizer und Marcel Tyrell (2009)**, "Intra-Industry Effects of Shareholder Activism - Market Reactions to Hedge Fund and Private Equity Investments", *www.ssrn.com*, Stand Februar 2009, Datum des Zugriffs: 4. November 2009.
- Moore, John und Oliver Hart (1990)**, "Property rights and the nature of the firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 6, S. 1119-1158.
- Moxter, Adolf (1976)**, *Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung*, Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, Wiesbaden.
- Mülbert, Peter O. (1997)**, "Shareholder Value aus rechtlicher Sicht", *ZGR*, S. 129.
- Müller, Kay (2008)**, *Investing in Private Equity Partnerships: The role of Monitoring and Reporting*, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden.
- O. V. (2009)**, "Beteiligungsbranche muss Firmen länger halten", *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 10. März 2009, S. 14.

**Partnoy, Frank S. und Randall S. Thomas (2006)**, "Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation", *Vanderbilt University Law School, Law and Economics Working Paper*, No. 06-21.

**Pellens, Bernhard, Rolf Uwe Fülbier, Joachim Gassen und Thorsten Sellhorn (2008)**, *Internationale Rechnungslegung*, 7. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

**Perridon, Louis, Manfred Steiner und Andreas Rathgeber (2009)**, *Finanzwirtschaft in der Unternehmung*, 15. Aufl., Verlag Franz Vahlen, München.

**Pratt, John W. und Richard Zeckhauser (1985)**, "Principals and Agents: an overview", in: Pratt, J. W. und R. Zeckhauser (Hrsg.), *Principals and Agents: the structure of business*, Harvard Business School Press, Boston, S. 1-35.

**PricewaterhouseCoopers (2009)**, *Private Equity Trend Report 2009*, PricewaterhouseCoopers, Frankfurt a. Main.

**Prokop, Jörg (2008)**, "Aktive Finanzinvestoren: Ein Einblick in Formen und Motive des Anteilseigneraktivismus am Beispiel der Hedge Fonds", *Finanz-Betrieb*, 2008, Heft 3, S. 169-175.

**Rappaport, Alfred (1995)**, *Shareholder Value*, 2. Aufl., Schaeffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

**Reifschneider, Christina (2007)**, *Informationeller Anlegerschutz*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.

**Reiss, Malte (2006)**, *Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anlegers bei Pflichtverletzungen*, Duncker & Humboldt, Berlin.

**Richter, Rudolf und Eirik G. Furobotn (2003)**, *Neue Institutionenökonomik*, Verlag Mohr Siebeck, Tübingen.

**Rodde, Christian (2007)**, "Akquisitionsfinanzierung", in: Hockmann, H.-J. und F. Thießen (Hrsg.), *Investment Banking*, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

**Romano, Roberta (2001)**, "Less is more: making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance", *Yale Journal on Regulation*, Vol. 18, No. 2, S. 174-252.

**Roth, Günter H. (2003)**, "Die (Ohn-)Macht der Hauptversammlung", *ZIP*, S. 369.

**Roth, Günter H. und Ulrike Wörle (2004)**, "Die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats - Recht und Wirklichkeit", *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, S. 565.

**Rozwadowski, Karim und Brynjar Young (2005)**, "Buyout Competition: The Emergence of Hedge Funds in the World of Private Equity", *Journal of Private Equity*, Vol. 9, No. 1, S. 67-73.

**Ruffner, Markus (2000)**, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaften*, Schulthess Juristische Medien, Zürich.

**Sakoui, Anousha (2008)**, "Private Equity funds focus on distressed debt", *www.ft.com*, veröffentlicht 12. August 2008, Datum des Zugriffs: 14. August 2008.

**Schäfer, Lars (2009a)**, *Corporate Governance bei Kapitalanlagegesellschaften - Fund Governance*, Duncker & Humboldt, Berlin.

**Schäfer, Ulrich (2009b)**, "Größer als die große Depression", *Sueddeutsche Zeitung*, Nr. 142, S. 26.

**Schmidt, Karsten (2002)**, *Gesellschaftsrecht*, 4. Aufl., Carl Heymanns Verlag KG, Köln.

**Schmidt, Reinhard H. und Gerald Spindler (2008)**, *Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive*, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden.

**Schöning, Stephan (2008)**, "Kritische Analyse der steuerlichen Rahmenbedingungen für Private Equity in Deutschland", *Finanz-Betrieb*, Heft 7-8, S. 477-490.

**Schuler, Armin (2007)**, "Akquisitionsfinanzierung", in: Hockmann, H.-J. und F. Thießen (Hrsg.), *Investment Banking*, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

**Shadab, Houman (2009)**, "Coming Together After the Crisis: The Global Convergence of Private Equity and Hedge Funds", *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 29, S. 603-616.

**Shleifer, Andrei und Robert W. Vishny (1986)**, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3 Part 1, S. 461-488.

**Shleifer, Andrei und Robert W. Vishny (1989)**, "Management entrenchment", *The Journal of Financial Economics*, Vol. 25, S. 123-139.

**Shleifer, Andrei und Robert W. Vishny (1997)**, "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, S. 737-783.

**Sohbi, Hassan (2003)**, "Corporate Governance von Private-Equity-Fonds in Deutschland", in: Jugel, S. (Hrsg.), *Private Equity Investments*, Verlag Gabler, Wiesbaden.

**Sousa de, Octavio (2007)**, *Regulierung von Hedgefonds in Deutschland*, Peter Lang GmbH, Frankfurt am Main.

**Speckbacher, Paul (1997)**, "Shareholder Value und Stakeholder Ansatz", *DBW*, Jahrgang 57, S. 630.

**Spremann, Klaus (2004)**, *Valuation - Grundlagen moderner Unternehmensbewertung*, Oldenbourg, München.

**Spremann, Klaus (2005)**, *Modern Finance*, 2. Aufl., Oldenbourg Verlag, München.

**Spremann, Klaus (2007)**, "Aktionärsaktivismus", *www.alexandria.unisg.ch/EXPORT/DL/41095.pdf*, Datum des Zugriffs: 14. August 2008.

**Spremann, Klaus (2008)**, *Portfoliomanagement*, 4. Aufl., Oldenbourg Verlag, München.

**Spremann, Klaus und Pascal Gantenbein (2005)**, *Kapitalmärkte*, UTB Lucius & Lucius, Stuttgart.

**Stein, Jeremy (1989)**, "Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, No. 4, S. 655-669.

**Steinmüller, Jens (2005)**, *Ausländische Hedgefonds und Private Equity-Pools im Investmentsteuerrecht*, Shaker Verlag, Aachen.

**Thoma, Georg F. (2008)**, *Risikobegrenzungsgesetz tritt in Kraft*, Shearman & Sterling, Düsseldorf.

**Tun, Thiha und Scott Cochrane (2006)**, "Alternative investments attract mainstream investors", *International Financial Law Review*, April 2006 Supplement, Vol. 25, S. 51 - 53.

**Uhlig, Michael (2006)**, *Hedgefonds in Deutschland*, CT Salzwasser-Verlag, Bremen.

**Useem, Michael, Edward H. Bowman, Jennifer Myatt und Craig W. Irvine (1993)**, "U.S. Institutional Investors Look at Corporate Governance in the 1990s", *European Management Journal*, Vol. 11, Iss. 2, S. 175-189.

**v. Werder, Axel (2003)**, "Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance", in: Hommelhoff, K., K. Hopt und A. v. Werder (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance*, Verlag Dr. Otto Schmidt Köln, S. 3-27.

**Vahldiek, Wolfgang (2007)**, "Das Investmentgesetz", in: Bödecker, C. (Hrsg.), *Handbuch Investmentrecht*, Uhlenbruch Verlag GmbH, Bad Soden.

**Vetter, Eberhard (2006)**, "Handgeld für in der Hauptversammlung präsenste Aktionäre?" *Aktiengesellschaft*, S. 32-35.

**Vollmer, Lothar und Thomas Elser (2005)**, *Unternehmensbeteiligungsgesellschaftsgesetz mit Erläuterungen zur Besteuerung der Kapital-/Unternehmensbeteiligungsgesellschaften*, Erich Schmidt Verlag GmbH & Co., Berlin.

**Weber, Martin (2004)**, "Börsenkursbestimmung aus ökonomischer Perspektive", *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 33, Nr. 2, S. 280 - 300.

**Weitzel, Michael und Sven Zeller (2006)**, "Hedgefonds-Investitionen von Versicherungsunternehmen nach der neuen Anlageverordnung", *WM - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, Heft 8/2006.

**Wenger, Ekkehard und Eva Terberger (1988)**, "Die Beziehung zwischen Agent und Prinzipal als Baustein einer ökonomischen Theorie der Organisation", *WiSt*, S. 506.

**Wentges, Paul (2000)**, "Eine Stakeholder-orientierte Analyse der Berücksichtigung des Risikos im Rahmen des Shareholder-Value-Konzepts", *DBW*, Jahrgang 60, S. 199.

**Williamson, Oliver E. (1989)**, "Transaction cost economics", in: Schmalensee, R. und R. Willig (Hrsg.), *Handbook of industrial organization*, Elsevier Science B.V., Amsterdam, New York.

---

**Winkler, Sylko (2008)**, *Die Verantwortung institutioneller Anleger als Aktionäre in Publikumsgesellschaften in Deutschland und den USA*, JWV Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft mbH, Jena.

**Woolfe, Jeremy (2010)**, "Big issues to resolve for EU AIFM directive", *www.FT.com*, Datum des Zugriffs: 14. Januar 2009.

**Zeidler, Gernot, Stefan Schöniger und Andreas Tschöpel (2008)**, "Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform 2008 auf Unternehmensbewertungskalküle", *Finanz-Betrieb*, 4/2008, S. 276-288.

**Zeller, Sven (2007)**, "Akquisitionsfinanzierung", in: Hockmann, H.-J. und F. Thießen (Hrsg.), *Investment Banking*, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart.

**Züchner, Patrick (2006)**, *Private Equity - Teilmärkte, Engpässe und Marktzyklus*, Verlag für Wissenschaft und Forschung, Berlin.





## Verzeichnis der Gesetzestexte und Richtlinien

### Gesetzestexte

**AIFM Direktive (2009)** – Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwaltung alternativer Investmentfonds, in der Entwurfsfassung vom 30. April 2009, KOM(2009) 207, 2009/0064 COD.

**AktG** – Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Artikel 1 des Gesetzes vom 31. Juli 2009 (BGBl. I S. 2509).

**HGB** – Handelsgesetzbuch in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, zuletzt geändert durch Artikel 6a des Gesetzes vom 31. Juli 2009 (BGBl. I S. 2512).

**IAS/IFRS** – Verordnung (EG) Nr. 1126/2008 der Kommission vom 3. November 2008 zur Übernahme bestimmter internationaler Rechnungslegungsstandards gemäß der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates, abrufbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/ias/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/ias/index_en.htm).

**InvG** – Investmentgesetz vom 15. Dezember 2003 (BGBl. I S. 2676), zuletzt geändert durch Artikel 13 des Gesetzes vom 30. Juli 2009 (BGBl. I S. 2479).

**KWG** – Kreditwesengesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2776), das durch Artikel 4 Absatz 8 des Gesetzes vom 30. Juli 2009 (BGBl. I S. 2437) geändert worden ist.

**Publ** – Publizitätsgesetz vom 15. August 1969 (BGBl. I S. 1189), das zuletzt durch Artikel 4 des Gesetzes vom 25. Mai 2009 (BGBl. I S. 1102) geändert worden ist.

**UBGG** – Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (Unternehmensbeteiligungsgesellschaftengesetz) in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September

1998 (BGBl. I S. 2765), zuletzt geändert durch Artikel 78 des Gesetzes vom 17. Dezember 2008 (BGBl. I S. 2586).

**WKBG** – Gesetz zur Förderung von Wagniskapitalbeteiligungen (Wagniskapitalbeteiligungsgesetz) vom 12. August 2008 (BGBl. I S. 1672).

**WpHG** – Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708).

**WpÜG** – Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822).

**WpÜGAngebV** – Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung) in der Fassung vom 27. Dezember 2001 (BGBl. I S. 4263), die zuletzt durch die Verordnung vom 17. Juli 2006 (BGBl. I S. 1697) geändert worden ist.

## **Standards und Richtlinien**

**AIMA Managers Guide (2007)** – Alternative Investment Management Association (AIMA) Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers, May 2007, [www.aima.org](http://www.aima.org).

**AIMA Valuation Guide (2007)** – Alternative Investment Management Association (AIMA) Guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation, March 2007, [www.aima.org](http://www.aima.org).

**BVK Transparenz-Richtlinien (2009)** – Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) Transparenz-Richtlinien zur Publizität von Private Equity Gesellschaften und Portfoliogesellschaften in der Fassung vom 22. April 2009, [www.bvkap.de](http://www.bvkap.de).

**BVK Verhaltenskodex (2009)** – Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) Verhaltenskodex in der Fassung vom 22. April 2009, [www.bvkap.de](http://www.bvkap.de).

**DCGK** – Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 18. Juni 2009, [www.corporate-governance-code.de](http://www.corporate-governance-code.de).

**EVCA Code of Conduct (2009)** – European Private Equity and Venture Capital Association Code of Conduct, October 2008 (reprint January 2009), [www.evca.com](http://www.evca.com).

**EVCA Corporate Governance Guidelines (2009)** – European Private Equity and Venture Capital Association Corporate Governance Guidelines, June 2005 (reprint January 2009), [www.evca.com](http://www.evca.com).

**EVCA Governing Principles (2009)** – European Private Equity and Venture Capital Association Governing Principles, May 2003 (reprint January 2009), [www.evca.com](http://www.evca.com).

**EVCA Reporting Guidelines (2009)** – European Private Equity and Venture Capital Association Reporting Guidelines, June 2006 (reprint January 2009), [www.evca.com](http://www.evca.com).

**GIPS (2010)** – Global Investment Performance Standards (GIPS), 29 March 2010, [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org).

**HFSB Standards (2010)** – Hedge Funds Standards Board (HFSB) Standards, 21. Januar 2010, [www.hfsb.org](http://www.hfsb.org).

**IDW S 1 (2008)** – Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in der Fassung vom 2. April 2008, veröffentlicht in: *Wirtschaftsprüfung Supplement*, 3/2008, S. 68 ff., zugleich in *Fachnachrichten des IDW*, 7/2008, S. 271 ff.

**IDW RS HFA 10 (2005)** – Anwendung der Grundsätze des IDW S 1 bei der Bewertung von Beteiligungen und sonstigen Unternehmensanteilen für die Zwecke eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses, in der Fassung vom 18. Oktober 2005, veröf-

fentlicht in: *Wirtschaftsprüfung*, 23/2005, S. 1322 f., zugleich in: *Fachnachrichten des IDW*, 11/2005, S. 718 ff.

**IDW RS HFA 16 (2005)** – Bewertungen bei der Abbildung von Unternehmenserwerben und bei Werthaltigkeitsprüfungen nach IFRS, in der Fassung vom 18. Oktober 2005, veröffentlicht in: *Wirtschaftsprüfung*, 24/2005, S. 1415 ff., zugleich in: *Fachnachrichten des IDW*, 11/2005, S. 721 ff.

**ILPA Principles (2009)** – Institutional Limited Partners Association's (ILPA) Private Equity Principles, September 2009, [www.ilpa.org](http://www.ilpa.org).

**IOSCO (2004)** – Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds, vom November 2004, [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

**IOSCO Principles (2007)** – Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios, November 2007, [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

**IPEV Guidelines (2006)** – International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, Edition September 2006, abgelöst durch *IPEV Guidelines (2009)*.

**IPEV Guidelines (2009)** – International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, Edition September 2009, gültig für Berichtsperioden ab dem 1. Juli 2009, [www.privateequityvaluation.com](http://www.privateequityvaluation.com).

**PEIGG Valuation Guidelines (2007)** – Private Equity Industry Guidelines (PEIGG) U.S. Private Equity Valuation Guidelines, March 2007, [www.peigg.org](http://www.peigg.org).

**PEIGG Reporting Guidelines (2005)** – Private Equity Industry Guidelines (PEIGG) Reporting and Performance Measurement Guidelines, April 2005, [www.peigg.org](http://www.peigg.org).

**Walker Guidelines (2007)** - Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity, vom November 2007, [www.walker-gmg.co.uk](http://www.walker-gmg.co.uk).

# Lebenslauf

---

## Ausbildung

---

1984 – 1993	Benedikt-Stattdler-Gymnasium Kötztng, Deutschland <i>Abitur</i>
1994 – 1996	Hypo-Bank AG München, Deutschland <i>Ausbildung zum Bankkaufmann</i>
1996 – 1998	Universität Regensburg, Deutschland <i>Vordiplom der Betriebswirtschaftslehre</i>
1998 – 1999	Lancaster University, Management School, Großbritannien <i>Post Graduate Diploma in Business Analysis (ERASMUS)</i>
1999 – 2001	Universität Regensburg, Deutschland <i>Hauptstudium der Betriebswirtschaftslehre</i>
2002 – 2004	CFA Institute, USA <i>Chartered Financial Analyst Program</i>
2006 – 2010	Universität St. Gallen, Schweiz <i>Doktorandenstudium der Wirtschaftswissenschaften</i>

---

## Berufserfahrung

---

1998 – 1998	HypoVereinsbank AG <i>Treasury &amp; Risk Management</i>
1999 – 2001	Cap Gemini Ernst & Young Consulting <i>Financial Services Industry</i>
2001 – 2007	Haarmann Hemmelrath LLP <i>Corporate Finance Services</i>
seit 2007	KPMG AG <i>Advisory Valuation Services</i>

---