

Jens Bernhardt

Private Equity als Anlageklasse für Fondsgebundene Lebensversicherungen

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Rainer Stöttner



RESEARCH

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort	IX
Abbildungsverzeichnis	XVII
Tabellenverzeichnis	XXI
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Glossar	XXV
1 Problemstellung und Gang der Untersuchung	1
1.1 Historische Entwicklung Deutschland	1
1.2 Historische Entwicklung USA	6
2 Begriffe und Methoden	9
2.1 Das Denkmodell der Neuen Institutionenökonomik	9
2.1.1 Methodologischer Individualismus	9
2.1.2 Maximierung des eigenen Nutzen	11
2.1.3 Eingeschränkte Rationalität	12
2.1.4 Theorie der Verfügungsrechte/Eigentumsrechte	13
2.1.5 Institutionen	15
2.1.6 Relationaler Vertrag	18
2.2 Mechanismen und Probleme der Koordination	19
2.2.1 Transaktions- und Informationskosten	19
2.2.2 Prinzipal-Agent-Problem	21
2.3 Konsequenzen für Versicherungs- und Private Equity Unternehmen	24
3 Fondsgebundene Lebensversicherungen	29
3.1 Definition von Fondsgebundenen Lebensversicherungen	29
3.2 Charakteristika von Fondsgebundenen Lebensversicherungen	31
3.3 Steuerliche Behandlung der Fondsgebundenen Lebensversicherung	32
3.4 Rendite einer Fondsgebundenen Lebensversicherung	38
3.5 Die Sicherheit einer Fondsgebundenen Lebensversicherung	40

3.6	Anforderungen an Investitionen durch den Gesetzgeber und durch die Kundenbeziehung	43
3.6.1	Risikokomponente	44
3.6.2	Sparkomponente	44
3.6.3	Sicherheit	48
3.6.4	Rentabilität	49
3.6.5	Liquidität	51
3.6.6	Mischung und Streuung	52
3.7	Kapitalanlagen bei Versicherungen	54
3.7.1	Private Equity als Kapitalanlage im freien Vermögen	54
3.7.1.1	Haftungsrechtliche Parameter	56
3.7.1.1.1	Personengesellschaften	56
3.7.1.1.2	Kapitalgesellschaften	57
3.7.1.2	Steuerrechtliche Parameter	58
3.7.1.3	Besteuerung des Versicherungsunternehmens im Rahmen einer Beteiligungskonstruktion	59
3.7.1.4	Gewerbsteuer	62
3.7.2	Private Equity als Kapitalanlage im gebundenen Vermögen	63
3.7.2.1	Konsequenzen	64
3.7.3	Die Bedeutung von Spezialfonds für die Vermögensanlage von Lebensversicherungen	64
3.7.4	Gewinn/Rentabilität	69
3.7.5	Kapitalerhaltung und Kapitalwachstum	69
3.7.6	Liquidierbarkeit	70
3.7.7	Förderung des Absatzes von Versicherungsschutz	71
3.7.8	Einflussnahme auf die Kapitalnutzer	71
3.7.9	Bedarfsdeckung	72
3.8	Umsetzung von Investitionen in der Fondsgebundenen Lebensversicherung	74
3.8.1	Modell A	76
3.8.2	Modell B	78
4	Private Equity	79
4.1	Geschichtliche Entwicklung	83
4.2	Definition	83
4.3	Performancemessung – Beteiligungs-, Fonds- und Investorenrendite	88
4.3.1	Renditekennziffern	89
4.3.1.1	Distribution to Paid-In Capital (D/PI)	89
4.3.1.2	Residual Value to Paid-In Capital (RV/PI)	90
4.3.1.3	Internal Rate of Return	90

4.3.1.4	Investment Multiples	91
4.3.1.5	Alternative Private Equity-Kennzahlen	91
4.3.2	Risikomessung bei Private Equity-Anlagen	93
4.3.2.1	Risikoadjustierte Performancemessung von Private Equity-Investments	93
4.4	Ausgestaltung und Formen von Private Equity	95
4.4.1	Frühphasenfinanzierung – Early-Stage-Financing	95
4.4.1.1	Finanzierung der Konzepterstellung (Seed-Financing)	95
4.4.1.2	Finanzierung der Produktentwicklung (Startup-Financing)	95
4.4.1.3	Finanzierung von Produktions- und Vertriebsaufbau (First-Stage-Financing)	95
4.4.2	Spätphasenfinanzierung – Expansion-Stage Financing	96
4.4.2.1	Finanzierung des Ausbaus der Vertriebskanäle (Second-Stage-Financing)	96
4.4.2.2	Expansionsfinanzierung (Third-Stage-Financing)	96
4.4.2.3	Überbrückungsfinanzierung (Bridge-Financing)	96
4.4.2.4	Reifephase und Verkauf (Exit)	97
4.4.3	Sonderanlässe der Private Equity Finanzierung	97
4.4.3.1	Übernahmefinanzierung (Acquisition Financing)	97
4.4.3.2	Management/Leveraged Buyout	97
4.5	Einordnung der Anlageklasse Private Equity	99
4.5.1	Allgemeine Intermediärfunktionen	100
4.5.1.1	Vermittlerfunktion	100
4.5.1.2	Losgrößentransformation	101
4.5.1.3	Risikotransformation	101
4.6	Spezifische Private Equity-Funktionen	102
4.6.1	Finanzierungsfunktion	102
4.6.2	Bewertungs- und Auswahlfunktion	102
4.6.3	Betreuungsfunktion	104
4.6.4	Liquidationsfunktion	105
4.7	Gewichtung von Private Equity im Rahmen der Strategischen Asset Allokation	107
4.7.1	Varianten von Private Equity Investitionen	108
4.7.1.1	Direktinvestitionen	109
4.7.1.2	Einzelfonds	109
4.7.1.3	Dachfonds	111
4.7.1.4	Sekundärmarkt für Private Equity	116
4.7.1.5	Listed Private Equity	118
4.7.2	Portfoliooptimierung mit Private Equity	122
4.7.3	Anwendbarkeit und Bedeutung der Portfolio-Theorie für Private Equity Investments	123

4.7.4	Ineffizienzen des Eigenkapitalmarktes als Voraussetzung für Private Equity-Investments	124
4.8	Selektion der geeigneten Private Equity Manager	126
4.8.1	Klare Zielformulierung	131
4.8.2	Ausreichende Programmdiversifikation	132
4.8.3	Umfangreiche Marktanalyse	132
4.8.4	Reduzierung der Abhängigkeit von Kapitalmärkten	133
4.9	Steuerlich optimale Beteiligungsstruktur im Betriebs- und Privatvermögen	134
4.9.1	Beurteilung gängiger Beteiligungsstrukturen	135
4.9.1.1	Investmentaktiengesellschaft	135
4.9.1.2	GmbH	135
4.9.1.3	GmbH & Co. KG	136
4.10	Abgrenzung zwischen Vermögensverwaltung und Gewerblichkeit ..	136
4.10.1	Abgrenzungsregeln zwischen Vermögensverwaltung und Gewerbebetrieb	137
4.10.1.1	Kein Einsatz von Bankkrediten/-Keine Übernahme von Sicherheiten	138
4.10.1.2	Keine eigene Organisation	138
4.10.1.3	Keine Ausnutzung des Marktes unter Einsatz beruflicher Erfahrung	138
4.10.1.4	Kein Anbieten gegenüber breiter Öffentlichkeit	139
4.10.1.5	Keine kurzfristige Beteiligung	139
4.10.1.6	Keine Reinvestition von Veräußerungserlösen	139
4.10.1.7	Kein unternehmerisches Tätigwerden in Portfoliogesellschaften ...	140
4.10.1.8	Keine gewerbliche Prägung bzw. gewerbliche „Infektion“	141
4.10.1.9	Exkurs: Die Höhe der Beteiligung und die Ausübung von Gesellschafterrechten	142
4.11	Steuerrechtliche Beurteilung der Gewinnanteile	144
4.11.1	Gewerbliche Fonds	144
4.11.2	Vermögensverwaltende Fonds	145
4.11.3	Besteuerung des Carried Interest	145
4.11.4	Gesetzentwurf zur Besteuerung von Wagniskapitalgesellschaften ..	146
4.11.5	Übergangsvorschriften	148
4.11.6	Umsatzsteuer auf die Geschäftsführungsgebühr	148
4.11.7	Fazit	149
5	Auflageort	151
5.1	Offshore-Finanzzentren	151
5.2	Definitionsmöglichkeiten und Kategorisierung der Offshore-Finanzzentren	154
5.2.1	Geographische Rahmenbedingungen	154

5.2.2	Politische Rahmenbedingungen	155
5.2.3	Geschäftliche Rahmenbedingungen	156
5.3	Kurzdarstellung Dublin IFSC	157
5.4	Darstellung Offshore-Finanzzentrum Luxemburg	158
5.4.1	Die finanzwirtschaftliche Entwicklung in Luxemburg	159
5.4.2	Die rechtliche Organisation der Finanzmarktaufsicht in Luxemburg	163
5.4.3	Luxemburg und das Finanzmarkt- sowie Steuerrecht auf europäischer und internationaler Ebene	167
6	Modellvorschlag für mit Private Equity unterlegte Fondsgebundene Lebensversicherungen	169
6.1	Traditionelle Private Equity Anlagevehikel für Privatinvestoren	174
6.2	LPX-Fonds als neuartiges Private Equity Anlageinstrument für Privatinvestoren	176
6.2.1	Charakteristika des LPX-Marktes	178
6.2.2	LPX-Einzel- und Dachfonds	181
6.2.3	Entwicklung und Parameter der bedeutendsten europäischen LPX-Börsenplätze	185
6.3	Portfoliomanagement	198
6.3.1	Diversifikation nach Geographie	198
6.3.2	Diversifikation nach Private Equity Segmenten und Industrien	201
6.3.3	Diversifikation nach Liquidität	206
6.3.4	Diversifikation nach Fälligkeitsstrukturen	211
6.4	Auflageort	213
6.4.1	SICAV	215
6.4.2	SICAR	216
6.4.3	FCP	216
6.5	Prozentuale Gewichtung in Fondsgebundener Lebensversicherungspolice	217
7	Vermarktung des LPX-Fonds in der Fondsgebundenen Lebensversicherung	225
7.1	MiFID-Richtlinie	226
7.2	Anlageberatung	228
7.3	Kundeneinstufung	229
7.3.1	Professionelle Kunden	229
7.3.1.1	„Geborene“ professionelle Kunden	230
7.3.1.2	„Gekorene“ professionelle Kunden	231
7.3.2	Privatkunden	232
7.3.3	Geeignete Gegenpartei	233

7.4	Erstellung eines Kundenprofils	233
7.5	Angemessenheit und Eignung	234
7.6	Bestmögliche Ausführung	237
7.7	Kundenbenachrichtigung	237
7.8	Kundeninformation	238
7.9	Einstufung als gebundener Vermittler	238
7.10	Finanzportfolioverwaltung	238
7.11	Beraterhaftung	240
7.11.1	Schaden	241
7.11.2	Verjährung	241
7.11.3	Dokumentation	241
7.11.4	Rechtsprechung	241
7.12	Empfehlung	242
8	Marktausblick Private Equity	245
8.1	Private Equity Primärmarkt	245
8.2	Private Equity Sekundärmarkt	251
8.3	Ausblick	253
9	Schlussbemerkungen	263
	Literaturverzeichnis	267