

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:

ARDIAN

CapitalDynamics
TRULY INVESTED.

CEPRES
POWERFUL INVESTING MADE EASY

Hamilton Lane

PRIVATE EQUITY **PE** MAGAZIN

STEPSTONE
inside private markets

YIELCO
Investments

Diese Termine sollten Sie sich nicht entgehen lassen!

13. März 2019, 10:00 - 10:45 Uhr

BAI-Webinar "Private Debt – wie können ESG und die SDGs der UN eine Rolle spielen?"

20. März 2019

**Vorstellung der BAI Studie „Private Debt in Deutschland“
(anlässlich der BAI Mitgliederversammlung)**

4. (Frankfurt) und 10. April (München) 2019

**BAI Insight 50 "Von Eigenkapital bis Fremdkapital:
Private Finanzierung für den deutschen Mittelstand"**

11. April 2019, 10:00 – 11:00 Uhr

BAI-Webinar „Währungsrisiken bei Private Assets: Herausforderungen, Analysen, Lösungsmöglichkeiten“

14. und 15. Mai 2019 (Frankfurt)

BAI Alternative Investor Conference

Inhalt

2 Leitartikel

7 Stellenanzeigen

10 Mitgliederneuvorstellungen

11 Herausforderungen und Management-Ansatz wachstumsorientierter Private-Equity-Investoren im Umfeld steigender Fondsvolumina
Wolfgang Pietzsch und Philipp Lattermann, ARDIAN Germany GmbH

16 Erfolgreiche Positionierung von Co-Investments über Marktzyklen
Oliver Schumann, Capital Dynamics GmbH

22 Empower Due Diligence by Digitalization of Investment Work Flows: Empirical Study on North American Private Equity
Jinfang Shi und Dr. Daniel Schmidt, CEPRES

29 Eine neue Ära in Private Markets: Secondaries und Co-Investments
Richard Hope, Hamilton Lane

35 Prospekthaftung – BGH-Urteil reduziert Risiken für Fonds
Dr. Joachim Mogck, P+P Pöllath + Partners

37 Emerging Markets Perspectives: The Rise of the Asian Consumer
Weichou Su, StepStone Group

43 Special Situations-Investitionen – Strategien zu Qualitätssteigerung in Private Equity-Portfolien institutioneller Anleger
Dr. Peter Laib, María Sanz García, Dr. Matthias Unser, YIELCO Investments AG

50 Veranstaltungshinweise

57 Buchvorstellungen

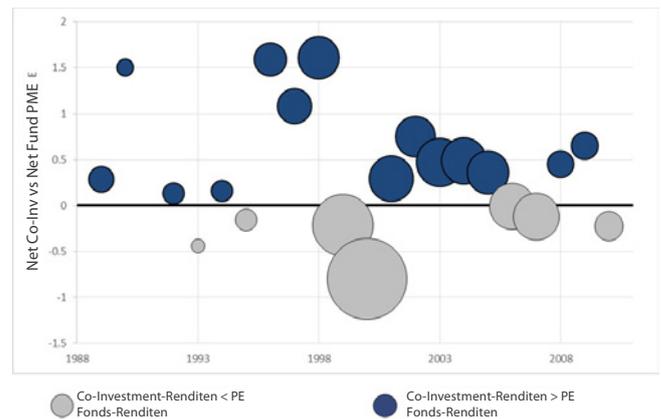
von Oliver Schumann, Capital Dynamics GmbH

1. Einleitung

Trotz der guten Konjunkturdaten und der positiven Entwicklung der Unternehmensgewinne in den letzten Jahren sind die Anlageentscheidungen aufgrund des Niedrigzinsumfelds, der immer noch hohen Bewertungen sowie der Sorgen über den kommenden Konjunkturzyklus nicht einfach. Für eine mittel- bis langfristige Anlageentscheidung bleibt das durch gute Private Equity-Häuser generierte Alpha eine interessante Alternative, insbesondere da diese ihre Investitionsstrategie in den letzten Jahren weiterentwickelt haben und ihre Rendite überwiegend durch einen Fokus auf Wachstum und notwendige Anpassungen des Geschäftsmodells an veränderte Märkte und nicht durch hohe Verschuldung generieren. ¹Besonders im Mittelstand, wo ein professionelles Private Equity-Haus mit seinem Kapital, Knowhow und vorhandenen Ressourcen oftmals mehr zur operativen Wertschöpfung beitragen kann, als bei großen Unternehmen, bieten sich Private Equity-Investitionen als Anlageklasse an.

Da Eigenkapitalinvestitionen einer eher hohen Risikoklasse zuzuordnen sind, sollte eine sinnvoll diversifizierte Anlagestrategie verfolgt werden. Neben klassischen Private Equity-Dachfonds bieten sich z.B. Private Equity Co-Investment-Fonds an. ² Diese können gemäß einer Studie der TU München auch aufgrund der Gebührenvorteile eine höhere Netto-Rendite aufweisen als Dachfonds und auch normale Private Equity-Fonds. Wie aber aus der folgenden Abbildung ersichtlich ist, können die Renditen im Zeitablauf zyklisch sein, besonders wenn viel Co-Investmentkapital in große Transaktionen fließt. ³ Daher sollte ein Co-Investment-Fonds sinnvoll diversifiziert sein und aktiv gemanagt werden, damit er zukünftig attraktive jährliche Netto-Renditen erwirtschaften kann.

Abbildung 1: Renditeentwicklung von Co-Investments im Vergleich zum Fonds des Lead Investors im Zeitablauf (gemessen am PME⁴)



Quelle: Adverse Selection and the Performance of private Equity Co-Investments. Braun/ Jenkins/ Schemerl, November 2016.

2. Co-Investment-Fonds und deren Diversifikation

Co-Investment-Fonds haben sich über die letzten 10-15 Jahre aus einer Strategie der oftmals individuell getätigten Co-Investments entwickelt, da der Mangel an Diversifizierung und / oder professioneller Betreuung oft zu einer unbefriedigenden Rendite geführt hat. Durch eine aktive Portfoliosteuerung über Regionen, Branchen, Transaktionsgrößen und Lead Investoren kann so ein ausgewogenes Portfolio mit attraktivem Wachstumspotential zusammengestellt werden.

Im Markt für Co-Investment-Fonds sind im Wesentlichen drei verschiedene Diversifizierungsansätze vertreten, die in der folgenden Tabelle dargestellt werden.

¹ Capital Dynamics Studie "Value creation in Private Equity".

² Im folgenden Artikel werden Co-Investments als Investitionen in das Eigenkapital von einzelnen Unternehmen (meistens als Minderheitseigentümer) gemeinsam mit dritten Private Equity Häusern („Lead Investoren“ und meistens Mehrheitseigentümer) definiert. Ein diversifiziertes Portfolio derartiger Co-Investments, aufgelegt als geschlossener Private Equity Fonds, wird nachfolgend als Co-Investment Fonds bezeichnet.

³ Adverse Selection and the Performance of private Equity Co-Investments. Braun/ Jenkins/ Schemerl, November 2016.

⁴ Public Market Equivalent.

Abbildung 2: Beispielhafte Modelle zur Diversifizierung eines Co-Investment Fonds

Breit diversifizierter Co-Investment Fonds mit Fokus auf große Transaktionen	Global diversifizierter Co-Investment Fonds mit Fokus auf den Mittelstand	Konzentrierter Co-Investment Fonds mit regionalem Schwerpunkt
>50 Transaktionen	20-30 Transaktionen	<20 Transaktionen
Weltweite Anlage	Weltweite Anlage	Anlage regional beschränkt
Fokus auf große Transaktionen (EV > € 1 Mrd.)	Fokus auf kleine bis mittelgroße Transaktionen (EV € 50 – 1.000 Mio.)	Fokus auf kleine bis mittelgroße Transaktionen (EV € 50 – 200 Mio.)
Passiver Betreuungsansatz	Aktiver Betreuungsansatz	Aktiver Betreuungsansatz
Vor-/Nachteile	Vor-/Nachteile	Vor-/Nachteile
Hohe Diversifikation	Ausreichende Diversifikation	Geringe Diversifikation
Hohe Verschuldung	Ermöglicht aktive Selektion von Regionen, Branchen etc.	Stabilität von kleinen Unternehmen in einer Krise ist schwer einzuschätzen
Zu erwartende Rendite ähnlich einem Index	Ausgewogenes Ertrags- und Risiko-profil	Höheres Risikoprofil
Enge Betreuung der Investitionen nicht möglich	Enge Betreuung der Investitionen möglich	Enge Betreuung der Investitionen möglich
Gebührevorteile gegenüber normalen Private Equity Fonds		

Quelle: Capital Dynamics AG

3. Selektionskriterien für die Transaktion

Die meisten Co-Investment-Fonds werden von Private Equity-Häusern aufgelegt, die über ein breites Netzwerk an Private Equity-Fondsmanagern und damit potenziellen Lead Investoren verfügen. Im Idealfall verfügt der Co-Investment-Fondsmanager über ein weltweites Netzwerk von mehreren hundert Lead Investoren verteilt über die

wesentliche Regionen (Nordamerika, Europa und Asien), Branchen und Investitionsstrategien (Buyout, Wachstum etc.). So können im Co-Investment-Fonds beim Portfolioaufbau aus einem möglichst breiten Angebot an Investitionsmöglichkeiten diejenigen Unternehmensgrößen, Regionen, Branchen und Lead Investoren ausgesucht werden, die im aktuellen Marktzyklus die größtmöglichen Wertschöpfungspotenziale aufweisen. Bei der Auswahl der Investitionen sind z.B. die folgenden Kriterien zu berücksichtigen:

- Qualität und Erfahrung des Management Teams
- Marktposition des Unternehmens sowie Eintrittsbarrieren für neue Marktteilnehmer
- Wachstumschancen (z.B. Regional, neue Produkte etc.)
- Unternehmensbewertung, Kapitalstruktur und Cash Flow
- Nachhaltigkeitskriterien (Responsible Investment-Kriterien)

Darüber hinaus ist die Qualität und Erfahrung des Lead Investors für diese spezielle Investition zu beurteilen, was natürlich deutlich einfacher ist, wenn man im Fonds des Lead Investors seit geraumer Zeit investiert ist. Gut aufgestellte Co-Investment-Fonds mit erfahrenen Teams sehen im Jahr meist über hundert Transaktionsmöglichkeiten und bekommen so einen guten Überblick über das Verhältnis von Chancen und Risiken einer Private Equity-Transaktion je nach Transaktionsgröße, Region, Branche und Lead Investor. Allerdings gehört zur Auswahl der Transaktion in einem normalerweise kurzen Zeitfenster auch eine große Menge an Erfahrung über Konjunkturzyklen hinweg, da man sich als Miteigentümer auch bis zum Verkauf des Unternehmens nach mehreren Jahren an einen Lead Investor bindet. Rechtliche, steuerliche und Strukturierungserfahrung in verschiedenen Rechtsräumen sind ebenfalls unumgänglich, wenn man im Markt für Co-Investments langfristig erfolgreich tätig sein will.

4. Berücksichtigung von Marktzyklen bei der Auswahl

Um ein ausgewogenes und attraktives Portfolio zusammenzustellen, sollte man als Co-Investor je nach Marktzyklus bewusst einzelne Regionen, Branchen, Transaktionsgrößen und / oder Transaktionsstrukturen jeweils über- oder untergewichten. In der folgenden Abbildung sind beispielhaft einige

Investmenttrends genannt, die in der Vergangenheit zu sehr erfolgreichen Private Equity-Transaktionen geführt haben. Als Co-Investor mit dem richtigen Zugang zu den entsprechenden Lead Investoren konnte man vom Wertschöpfungspotential dieser Transaktionen profitieren.

Abbildung 3: Beispiele für Co-Investments über Marktzyklen

Aufbau von Marktpositionen durch Kapitalkraft und Agilität (seit 2009)	Wachstumspotential zu attraktiven Einstiegspreisen (seit 2013)	Risikoabsicherung und spezialisierte Sponsoren (seit 2017)
Mittelgroße (oft industrielle) Unternehmen mit überdurchschnittlichem internationalem Wachstumspotential überwiegend in Asien	Software und Dienstleistungsunternehmen mit starkem Wachstumspotential und Cash Flow vorwiegend in Nordamerika	Investitionsstrukturen mit Downside Protection Kleine, spezialisierte Lead Investoren mit Zugang zu Transaktionen außerhalb von Auktionen

Quelle: Capital Dynamics AG

In den Jahren seit 2009, die generell von einer erhöhten Planungsunsicherheit der Unternehmen geprägt waren, gab es gute Chancen für größere Mittelständler im Portfolio von Private Equity-Häusern, ihre Marktposition in verschiedenen Regionen (besonders in Asien) organisch oder durch Add-on Akquisitionen auszubauen. Der Zugang zu agilem Kapital, welches Private Equity-Häuser bereitstellen, war in diesem Fall entscheidend. Da die Einstiegspreise beim Kauf der Unternehmen zu diesem Zeitpunkt oft noch recht moderat waren und sich im Laufe des Zyklus deutlich erhöhten, waren dort einige sehr erfolgreiche Transaktionen zu verzeichnen. Später im Konjunkturzyklus (seit 2013) gab es aus der Sicht eines Co-Investors besonders im Bereich Software und Services die Möglichkeit, in Transaktionen mit hohem Wertschöpfungspotential zu investieren, da die Wachstumsdynamik sehr hoch und die Einstiegspreise im Vergleich zu derzeitigen Bewertungen noch sehr attraktiv waren. Ein weiterer Trend (besonders seit 2017) waren Transaktionen mit einer gewissen Risikoabsicherung aufgrund der aktuell volatilen Märkte sowie Transaktionen mit spezialisierten Lead Investoren, die Transaktionen außerhalb von Auktionen zu attraktiven Einstiegsbewertungen

durchgeführt haben. Wenn der Co-Investor das entsprechende Netzwerk hat, um derartige Transaktionen angeboten zu bekommen, muss er zusätzlich noch die notwendige Transaktionserfahrung besitzen, um die richtigen Transaktionen auszuwählen und zu strukturieren. Die folgende Abbildung stellt Co-Investments nach der notwendigen Transaktionserfahrung dar.

Abbildung 4: Notwendige Transaktionserfahrung eines Co-Investors



Quelle: Capital Dynamics AG

Wie in der obigen Abbildung dargestellt, sind Co-investments in großen Transaktionen mit einem bekannten Private Equity Haus relativ einfach abzuwickeln, besonders wenn es sich um eine Syndizierung nach Abschluss der Transaktion (Post Closing) handelt, also kein Zeitdruck besteht. Wenn das Co-Investment vor dem Closing abgeschlossen wird und sich der Co-Investor zeitlich im Rahmen des M&A Prozesses bewegen muss, braucht der Co-Investor deutlich mehr konkrete Transaktionserfahrung. Dies ist oft bei kleinen oder mittelgroßen Transaktionen der Fall, bei denen der Lead Investor auf das Kapital des Co-Investors zum Abschluss der Transaktion angewiesen ist. Je höher der Anteil des Co-Investors am Eigenkapital ist, desto wichtiger ist die frühzeitige Einbindung in den Transaktionsprozess. Doch auch nach dem Closing bedeutet ein höherer Anteil an Eigenkapital natürlich mehr Verantwortung sowie ggf. die Übernahme einer Beirats- / Aufsichtsratsposition.

Im aktuellen Umfeld können Transaktionen mit gewissen strukturellen Komponenten attraktiv sein. Wenn z.B. die Bewertung hoch erscheint, obwohl das Unternehmen grundsätzlich interessant ist, lässt sich ggf. eine Risikoabsicherung z.B. durch eine Vorzugsrendite und / oder Liquidationspräferenz aushandeln. Auch der Einstieg eines Co-Investors bei der Finanzierung einer Add-on Akquisition durch ein Unternehmen, an dem man vorher nicht beteiligt war, kann zur Wertschöpfung beitragen. Dazu sind Bewertungsthemen, Minderheitenrechte, erwarteter Kapitalbedarf für die Investitionsstrategie (Add-on Akquisitionen oder sonstiger Finanzierungsbedarf) und die Exit-Strategie bzw. der Exit-Zeitraum vorab zu klären. Weiterhin ist es extrem wichtig, dass der Lead und der Co-Investor gleichgerichtete Interessen haben und „pari passu“ (gleichrangig) investieren, sonst könnte der Co-Investor besonders bei einer negativen Entwicklung des Unternehmens gezwungen sein, gegen seinen eigenen Lead Investor zu verhandeln, was auf jeden Fall zu vermeiden ist. Andererseits sind die Einstiegspreise für Transaktionen mit derartigen strukturellen Komponenten im Normalfall deutlich attraktiver und sollten aktuell Übergewichtet werden.

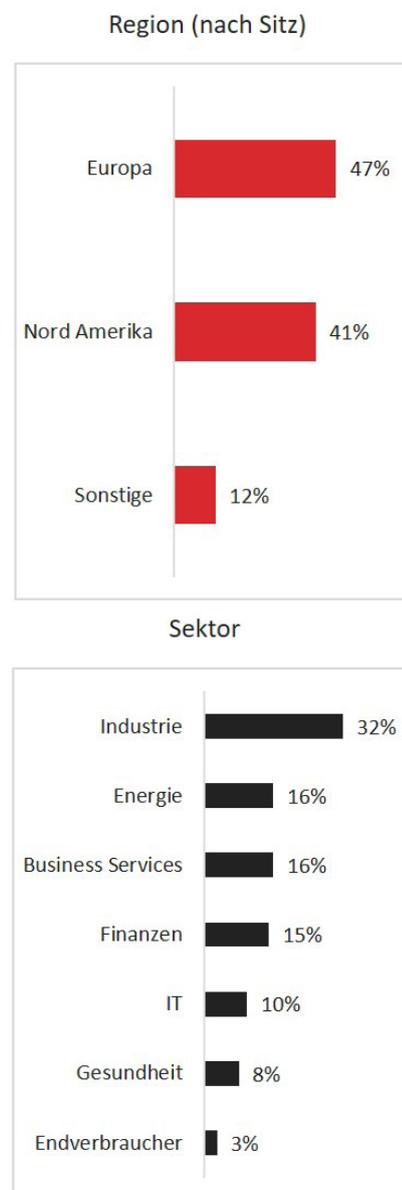
Die größte Transaktionserfahrung brauchen Co-Investoren für Transaktionen mit Lead Investoren, die nicht als Private Equity-Fonds strukturiert sind. Einige davon können aber sehr interessant sein, da der Lead Investor Zugang zu Transaktionen hat, die nicht über Auktionen angeboten werden und eine besonders attraktive Bewertung aufweisen. Andererseits ist eine jahrelange Minderheitsbeteiligung an einem Unternehmen mit einem wenig bekannten Lead Investor erst einmal mit deutlich mehr Skepsis zu beurteilen, als wenn man in den Fonds des Lead Investors investiert ist. Ein erfahrenes Co-Investment-Team kann hier Mehrwert schaffen, indem es sein internationales Netzwerk zur Verfügung stellt und sich ausreichende Minderheitenrechte sichert. Allerdings sollte man derartige Transaktionen nur in Rechtsräumen durchführen, in welchen sich der vereinbarte Minderheitenschutz auch rechtlich durchsetzen lässt.

Ein erfahrenes Team mit einem breiten Dealflow kann so durch die Auswahl von Branchen und Transaktionstypen über Marktzyklen aktiv ein Portfolio aufbauen, welches zusätzliches Alpha für seine Investoren generieren kann.

5. Beispielhaftes Portfolio

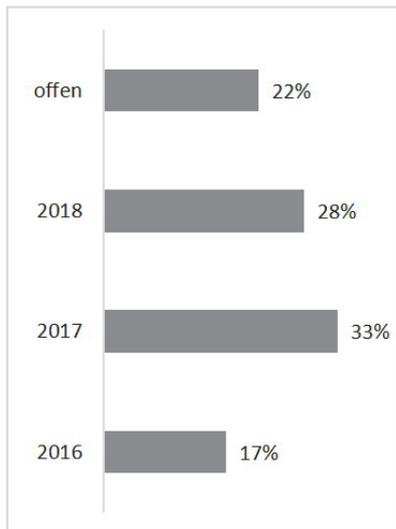
Ein Portfolio konzipiert für einen „globalen Co-Investment Fonds mit Fokus auf den Mittelstand“ könnte dann z.B. wie in der folgenden Tabelle dargestellt aussehen.

Abbildung 5: Diversifikation am Beispiel eines Portfolios für einen Co-Investment Fonds⁵



⁵ Die Informationen beziehen sich auf ein Portfolio, welches im Jahre 2016 lanciert wurde und ein Volumen von EUR 324 Millionen aufweist. Das Portfolio befindet sich noch in der Investitionsphase, so dass sich die Zusammensetzung ändern kann. Stand Dezember 2018.

Jahr der Investition



Quelle: Capital Dynamics AG

Der Schwerpunkt der Investitionen lag am Anfang der Investitionsperiode mehr in Nordamerika, da die Wachstumsdynamik dort höher war und wurde später durch Transaktionen in Europa und Asien komplementiert. Von den bisher insgesamt 17 abgeschlossenen Minderheitsbeteiligungen haben neun einen Transaktionswert unter EUR 250 Millionen, vier einen Transaktionswert von EUR 250 – 500 Millionen und drei einen Transaktionswert von EUR 500 – 1,000 Millionen. Fünf der 17 Minderheitsbeteiligungen sind „Transaktionen mit strukturellen Komponenten“ und zwei Transaktionen wurden mit „spezialisierten Lead Investoren“ abgeschlossen.

6. Zusammenfassung

Private Equity hat in den vergangenen Jahren gezeigt, dass es über einen mittel- bis langfristigen Zeitraum Alpha erwirtschaften und damit höhere Renditen als andere Anlageklassen erzielen kann. Da Eigenkapitalinvestitionen grundsätzlich einer höheren Risikoklasse zuzuordnen sind, sollte man auf ein gut diversifiziertes Portfolio setzen. Ein Co-Investment-Fonds mit einem Fokus auf 20 – 30 globale Mittelstandsinvestitionen, gut diversifiziert nach Regionen, Branchen, Unternehmensgrößen und Lead Investoren kann eine sehr attraktive Anlagealternative darstellen. Ein gutes Co-Investment-Team kann Mehrwert schaffen, indem es entlang der Marktzyklen aktiv auf Trends z.B. mit höherem Wertschöpfungspotential und/ oder mehr Risikoabsicherung setzt. Aktuell bieten sich z.B. Transaktionen mit einer Risikoabsicherung und spezialisierten Lead Investoren an. Gleichzeitig können Co-Investment-Fonds gegenüber Dachfonds und normalen Private Equity-Fonds einen deutlichen Gebührenvorteil bieten, der die Netto-Rendite erhöhen und eine attraktive jährliche Zielrendite ermöglichen kann.

Kontakt



Oliver Schumann

Capital Dynamics GmbH
 Possartstrasse 13
 81679 München
 Deutschland

Tel.: +49 89 2000 418-12
 E-Mail: oschumann@capdyn.com

Rechtlicher Hinweis Capital Dynamics

"Capital Dynamics" umfasst die Capital Dynamics Holding AG und ihre verbundenen Unternehmen.

Die hierin enthaltenen Informationen dienen nur zu Informationszwecken und sind nicht als Anlageberatung, als Verkaufsangebot oder als Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren zu verstehen. Ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung erfolgt ausschliesslich auf der Grundlage eines von Capital Dynamics zur Verfügung gestellten Private Placement Memorandums. Darüber hinaus kann dieses Dokument Informationen enthalten, die aus diversen Quellen stammen, die nicht mit Capital Dynamics verbunden sind. Capital Dynamics hat diese Informationen nicht überprüft. Nichts hierin stellt eine Zusicherung oder Gewährleistung dar, und Capital Dynamics übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen.

Dieses Dokument kann Informationen über die vergangene Performance und die prognostizierte Performance enthalten. Es wird darauf hingewiesen, dass die vergangene Performance und die prognostizierte Performance kein zuverlässiger Indikator oder eine Garantie für zukünftige Ergebnisse sind und es keine Garantie dafür gibt, dass ein von Capital Dynamics verwalteter Fonds vergleichbare Ergebnisse erzielen wird. Bestimmte in diesem Dokument enthaltene Aussagen können Aussagen über zukünftige Erwartungen und andere zukunftsgerichtete Aussagen beinhalten. Aufgrund verschiedener Risiken und Unsicherheiten können die tatsächlichen Ereignisse oder Ergebnisse oder die tatsächliche Leistung wesentlich von denjenigen abweichen, die in solchen zukunftsgerichteten Aussagen reflektiert oder angenommen werden.

Sofern hierin nicht anders angegeben, basieren die hierin enthaltenen Informationen, einschließlich der hierin enthaltenen Prognosen und der zugrunde liegenden Annahmen, auf Sachverhalten, wie sie zum Zeitpunkt der Erstellung und nicht zu einem zukünftigen Zeitpunkt bestehen, und werden nicht aktualisiert oder anderweitig überarbeitet, um Informationen oder Umstände widerzuspiegeln, die später oder nach dem Datum dieses Dokuments verfügbar werden oder eintreten. Capital Dynamics gibt nicht an, dass solche Annahmen die tatsächlichen zukünftigen Ereignisse widerspiegeln, und behält sich das Recht vor, diese Annahmen ohne vorherige Ankündigung an den Empfänger zu ändern. Capital Dynamics hat die bereitgestellten Informationen nicht unabhängig überprüft und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen.

Der Empfänger sollte den Inhalt dieses Dokuments nicht als Rechts-, Steuer-, Buchhaltungs-, Anlage- oder sonstige Beratung auslegen. Jeder Anleger sollte seine eigenen Untersuchungen durchführen und seine Berater in allen rechtlichen, steuerlichen, finanziellen und anderen relevanten Angelegenheiten im Zusammenhang mit einer Investition in einen Fonds oder ein anderes Anlagevehikel konsultieren. Capital Dynamics berät die Kunden nicht in Fragen der Steuerberatung. Dieses Dokument wurde nicht verfasst, und kann vom Steuerzahler auch nicht dazu verwendet werden, um Strafen zu vermeiden, die nach den Steuergesetzen der USA gegen den Steuerzahler verhängt werden können. Die Steuergesetze sind komplex und ändern sich ständig. Der Empfänger sollte sich immer an einen Rechts- oder Steuerberater wenden, um Informationen über seine individuelle Situation zu erhalten.

Bei der Prüfung alternativer Anlagen, wie beispielsweise Private-Equity-Fonds, sollte der Empfänger verschiedene Risiken berücksichtigen, einschließlich der Tatsache, dass einige Fonds Hebelwirkung nutzen und ein erhebliches Maß an Spekulation betreiben können, das das Risiko von Investitionsverlusten erhöhen könnte, illiquide sein können und gesetzlich nicht verpflichtet sind, den Anlegern regelmäßige Preis- oder Bewertungsinformationen zur Verfügung zu stellen, komplexe Steuerstrukturen und Verzögerungen bei der Verteilung wichtiger Steuerinformationen mit sich bringen können, oft hohe Gebühren verlangen, und in vielen Fällen die zugrunde liegenden Anlagen nicht transparent und nur dem Anlageverwalter bekannt sind. Jede solche Investition birgt erhebliche Risiken, einschließlich des Risikos, dass ein Anleger seine gesamte Investition verliert.

Mit der Annahme der Lieferung dieses Dokuments erklärt sich jeder Empfänger mit dem Vorstehenden einverstanden und verpflichtet sich, das Dokument auf Anfrage unverzüglich an Capital Dynamics zurückzusenden.

Für Anleger ansässig in Deutschland: Dieses Dokument wird von Capital Dynamics Ltd. herausgegeben und von Capital Dynamics GmbH gemäß den gesetzlichen Bestimmungen verteilt. Die Capital Dynamics GmbH ist als Finanzanlagevermittler gemäß 34f Abs. 1 S. 1 Nr. 2 und 3 Gewerbeordnung bei der IHK für München und Oberbayern, Balanstr. 55 - 59, 81541 München, unter der Registernummer D-F-155-9YP3-61. www.vermittlerregister.info.

Für Anleger ansässig in Österreich: Dieses Dokument wird den Anlegern, die als professionelle Anleger gelten (wie in der Richtlinie über alternative Anlagen definiert), von Capital Dynamics Ltd. zur Verfügung gestellt. Capital Dynamics Ltd. ist von der Financial Conduct Authority (FCA) autorisiert und reguliert. Jeder Empfänger, der nicht an der hierin beschriebenen Analyse interessiert ist, sollte dieses Dokument an Capital Dynamics Limited, Whitfield Court, 2nd Floor, 30-32 Whitfield Street, London W1T 2RQ, Großbritannien, zurücksenden und Capital Dynamics so schnell wie möglich kontaktieren (Tel. +44 20 7297 0200). Bitte beachten Sie außerdem, dass gewisse Fonds, auf die sich dieses Dokument bezieht, zum Zeitpunkt dieses Dokuments unter Umständen nicht existieren und es entsprechend noch nicht möglich ist, Anteile an diesem Fonds zu zeichnen. Capital Dynamics Limited behält sich das Recht vor, den Zweck (auch in wesentlicher Weise) eines jeden Fonds, auf den sich dieses Dokument bezieht, zu ändern oder zu beschließen, die Errichtung eines neuen Fonds nicht fortzusetzen.

Für Anleger ansässig in der Schweiz: Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch einen Vertrieb von Anteilen an Personen in oder aus der Schweiz oder eine Einladung an Personen in oder aus der Schweiz zur Beteiligung an einem Fonds oder an einem anderen Finanzprodukt dar.