

**LEVEAU UND CETTIER:**

Paradigmenwechsel in der Finanzmarkttheorie

**KÜBLER:**

Blockaden im Vertrieb von Alternative Investments  
2008 bis 2010 bei institutionellen und semi-  
institutionellen Investoren

**DEINET:**

Industry Self regulation:  
Case Study of the Hedge Fund Working Group

**MÜHLBERGER:**

Anleger entdecken Volatilität als Renditequelle

**IORDANIDIS:**

The Art of constructing  
Hedge Fund of Funds Portfolios

**ZELLER:**

Hedgefund Regulierung in der  
Bundesrepublik Deutschland und den USA -  
eine Bestandsaufnahme

## SPONSOREN

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

*Sponsoren mit einem Artikel in dieser Ausgabe*



*Weitere Sponsoren*



P+P Pöllath + Partner  
Rechtsanwälte · Steuerberater

# INHALTSVERZEICHNIS

---

	Leitartikel _____	4 - 6
	Mitgliederveränderungen _____	7 - 9
	Mitgliedernews _____	10 - 12
	Recht _____	13 - 17
	Leveau und Cettier: Paradigmenwechsel in der Finanzmarkttheorie _____	18 - 22
	Kübler: Blockaden im Vertrieb von Alternative Investments 2008 bis 2010 bei institutionellen und semi-institutionellen Investoren _____	23 - 25
	Deinet: Industry Self regulation: Case Study of the Hedge Fund Working Group _____	26 - 28
	Mühlberger: Anleger entdecken Volatilität als Renditequelle _____	29 - 31
	Iordanidis: The Art of constructing Hedge Fund of Funds Portfolios _____	32 - 35
	Zeller: Hedgefund Regulierung in der Bundesrepublik Deutschland und den USA - eine Bestandsaufnahme _____	36 - 40
	Buchbesprechung _____	41 - 45
	Veranstaltungshinweise _____	46 - 50
	Impressum _____	51

## LEITARTIKEL

---

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Zeit seit Erscheinen des letzten Newsletters hat für die AI-Branche einige bedeutende Ereignisse gebracht. Insbesondere die globale Finanzkrise und die Diskussion ihrer vermeintlichen Ursachen und Konsequenzen hat gezeigt, welche wichtige Bedeutung Hedgefonds und Beteiligungskapital zugemessen wird. Schließlich zeigen uns auch die jüngsten Entwicklungen auf gesetzgeberischer Ebene in Berlin und Brüssel, wie aufmerksam die Branche die Entwicklung verfolgen und begleiten muss. Mehr zu den momentanen Vorhaben, besonders auch in Brüssel, im Teil „Recht und Steuern“ dieses Newsletters. Doch zunächst ein kurzer Blick zurück in das Geschäftsjahr 2007 des BAI, über das der Vorstand anlässlich der ordentlichen Mitgliederversammlung am 19. Mai 2008 berichtete.

Sie wurde im Le Meridien Parkhotel in Frankfurt am Main abgehalten und war mit über 50 Teilnehmern erfreulich gut besucht. Im Rahmen der Tagesordnung stellte der Vorstand den Geschäftsbericht für das abgelaufene Geschäftsjahr 2007 vor, der neben Verbandsinterna auch die nicht nachlassenden Bemühungen des BAI schilderte, die regulatorischen Rahmenbedingungen für Alternative Investments in Deutschland zu verbessern. Versammlungsleiter Achim Pütz, erster Vorsitzender des Vorstandes des BAI, musste zwar konstatieren, dass das pünktlich zum Jahreswechsel 2007/2008 in Kraft getretene Investmentänderungsgesetz keineswegs die gewünschte und dringend notwendige Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Fondsbranche

gebracht hat. Andererseits ergaben sich wenigstens für Spezialfonds einige Erleichterungen, so dass zumindest ein kleiner Schritt in die richtige Richtung zu verzeichnen war.

Die auch vom BAI vehement geforderte Erhöhung der Dach- und Single-Hedgefonds-Quoten in der Anlageverordnung von 5% auf 10% für Dach-Hedgefonds und von 1% auf 3% für Single-Hedgefonds hat der Gesetzgeber wiederum versäumt, stattdessen werden Rohstoffinvestments auf die Hedgefonds-Quote angerechnet. Auch hier werden der Branche wesentliche Verbesserungen des regulatorischen Umfelds vorenthalten und die Attraktivität des deutschen Markts für Alternative Investments weiter geschmälert.

Die noch nicht verabschiedeten Gesetzesentwürfe zu MoRaKG und Risikobegrenzungs-gesetz lassen ebenfalls überhaupt keine Verbesserung der rechtlichen Rahmenbedingungen für Alternative Investments erwarten.

Eine Bewertung der neuen Vorschriften muss aber noch unterbleiben, denn nach ausführlichen Konsultationen, in denen sich der BAI im Sinne der Branche, aber auch nachdrücklich im Sinne der Investoren, für eine Entschärfung der vorgesehenen Regulierungen eingesetzt hat, wird die finale Fassung beider Gesetze derzeit in einem wenig transparenten Verfahren auf politischer Ebene zwischen den Koalitionspartnern weiter diskutiert. Auf europäischer Ebene hingegen wurde durch die Richtlinie 2007/16/EG der Kommission vom 19. März 2007 ein altes Petitum des BAI erfüllt und UCITS/OGAW die Möglichkeit er-

## LEITARTIKEL

öffnet, auf Hedgefonds-Indizes bezogene Derivate als Vermögensgegenstände zu erwerben. Um das Know-how der BAI-Mitglieder und die Bedürfnisse sowohl von AI-Anbietern wie auch von Investoren für die Vertretung der Brancheninteressen nutzbar zu machen, hat sich auf Anregung des Vorstandes und der Geschäftsstelle eine Arbeitsgruppe gebildet, die im Zuge der geplanten weiteren Änderung der Anlageverordnung signifikante Verbesserungsvorschläge erarbeiten wird, um die Bedürfnisse der Branche zu formulieren. Die Ergebnisse der Arbeitsgruppe, die sich einer regen Beteiligung aus dem Kreis der Mitglieder erfreut, wird der BAI in das Gesetzgebungsverfahren einbringen und damit hoffentlich auch Gehör finden.

Schließlich hat der BAI auf der jüngsten Mitgliederversammlung die Diskussion angestoßen, ob die Branche zusätzlich zu der umfassenden gesetzgeberischen Regulierung eine ergänzende freiwillige Selbstregulierung braucht.

Als ersten Denkanstoß in diese Richtung hat die Geschäftsstelle den Mitgliedern die vom Hedge Fund Standard Board in London entwickelten Branchen-Standards vorgestellt, die jedoch in allen wesentlichen Punkten bereits Entsprechungen im geltenden deutschen Recht haben.

Sofern die Diskussion im Kreis der Mitglieder ergibt, dass hier Ansatzpunkte für freiwillige Verhaltensregeln bestehen, wird der BAI die Diskussionsergebnisse zunächst der Branche und dann auch der breiteren Öffentlichkeit vorstellen.

Die Mitgliederversammlung bestätigte den amtierenden Vorstand für weitere zwei Jahre, so dass der BAI auch zukünftig durch Achim Pütz als ersten Vorsitzenden und Dietmar Bahr, Michael Bu-

sack, Bastian Schmedding und Dr. Dirk Söhnholz als weiteren Vorstandsmitgliedern geleitet wird.

Auch der neue Generalbevollmächtigte des Verbandes, den der Vorstand zum 1. März 2008 in dieses neu geschaffene Amt berufen hat, Aleksander Kluźniak, hatte Gelegenheit, sich offiziell den Mitgliedern vorzustellen.

Ebenso konnte sich der seit 1. Dezember 2007 für den Verband tätige Leiter Recht und Policy, Frank Dornseifer, vorstellen. Mit der Berufung der beiden Herren geht der BAI konsequent den nächsten Schritt, um die Vertretung der Brancheninteressen auf der fachlichen ebenso wie auf der politischen Ebene, gegenüber den Medien und der breiten Öffentlichkeit weiter zu intensivieren.

Die Notwendigkeit, neben der fachlichen Mitarbeit an konkreten Regulierungsvorhaben die Anliegen der AI-Branche in Deutschland auch auf politischer Ebene und gegenüber den Medien offensiver zu vertreten und stärker als bisher auch politische „Landschaftspflege“ zu betreiben, zeigt sich nicht zuletzt daran, wie die Krise der globalen Finanzmärkte in den Medien dargestellt und von der breiten Öffentlichkeit wie auch von politischen Entscheidungsträgern wahrgenommen wird. Obwohl von den weltweit rund 10.000 Hedgefonds gerade einmal ein Dutzend im Zuge der Krise geschlossen und abgewickelt werden mussten, herrscht allgemein die Anschauung vor, dass es „die Heuschrecken“ gewesen seien, die die Krise zu verantworten hätten.

Hier ist der BAI gefordert, in Politik und Medien auf die Tatsache hinzuweisen, dass die Schiefelage der internationalen Finanzmärkte gerade nicht auf Hedgefonds oder gar Private-Equity-Fonds

## LEITARTIKEL

zurückzuführen ist, sondern vielmehr von klassischen Finanzinstituten ausging und, mit den wenigen genannten Ausnahmen, auch nur diese betrifft.

Zwei Hinweise, die der BAI immer wieder vorbringt, erweisen sich als besonders aussagekräftig. Zum einen hat sich nicht etwa die AI-Branche die strukturierten Produkte, die die Krise ausgelöst haben, ausgedacht, und zum anderen sind es Hedgefonds, die jene Risiken erwerben, die von den betroffenen Investment- und Geschäftsbanken dringend, geradezu (über-)lebensnotwendig veräußert werden müssen. Insgesamt kann zum jetzigen Zeitpunkt konstatiert werden, dass sich Alternative Investments nunmehr erwiesenermaßen auch in Zeiten der Krise bewähren. Die weitaus größere Erfahrung im Umgang mit Risiken und komplexen Finanzinstrumenten in der AI-Branche lassen hoffen, dass dieser Befund auch zukünftig bestätigt wird.

Abschließend sei noch auf das VII. BAI Forum Alternative Investments hingewiesen, das der BAI am 24. September 2008 in Kooperation mit der Gruppe Deutsche Börse und Eurex in der Neuen Börse in Frankfurt am Main veranstaltet. Als ei-

nen der beiden Key-note-Speaker konnte der BAI Herrn Karl-Ralf Jung, Managing Director der Allianz Alternative Assets Holding GmbH gewinnen, der sich in seinem Vortrag mit dem immer mehr in den Focus der AI-Branche rückenden Thema Infrastruktur beschäftigen wird. Neben zwei Panels, die sich zum einen mit aktuellen Themen aus dem Hedgefonds-Universum und zum anderen mit ebenfalls immer stärker beachteten Themen wie Real Estate, Mezzanine und Distressed Debt, beschäftigen werden, bringt die ganztägige Veranstaltung eine ganze Reihe von Beiträgen zu aktuellen AI-Themen und natürlich ausreichend Gelegenheit für intensives Networking. Nähere Informationen zum vorläufigen Programm und zur Anmeldung hält die Website [www.forum-ai.com](http://www.forum-ai.com) bereit. Schon nach dem jetzigen Stand der Anmeldungen zeichnet sich ab, dass das VII. AI-Forum an den großen Erfolg des VI. BAI Forum AI im vergangenen Jahr anknüpfen wird. Wir hoffen sehr, auch Sie zu dieser Veranstaltung willkommen heißen zu können und grüßen Sie herzlich

Der Vorstand



Achim Pütz  
1. Vorsitzender



Bastian Schmedding  
Schatzmeister



Dietmar H. Bahr  
stellv. Vorstandsvorsitzender



Michael Busack  
stellv. Vorstandsvorsitzender



Dr. Dirk Söhnholz  
stellv. Vorstandsvorsitzender

## MITGLIEDERVERÄNDERUNGEN

**Das Mitgliederwachstum des Verbandes verlief auch in den ersten Monaten des Jahres 2008 sehr erfolgreich. In diesem Jahr hat der BAI mittlerweile dreizehn neue renommierte Unternehmen als Mitglieder aus der Alternativen Investmentindustrie gewinnen können.**

**Wir freuen uns sehr**

- **Allianz Global Investors Deutschland GmbH**
- **BDO Deutsche Warentreuhand AG**
- **Dauphin Capital Corporation Inc.**
- **Deloitte & Touche GmbH**
- **SIG (Deutschland) GmbH**
- **TUNGSTEN Capital Management GmbH**

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

### BDO Deutsche Warentreuhand AG – Fachbereich Investmentsteuerrecht

Der Fachbereich Investmentsteuerrecht ist einer von 15 Competence Centern innerhalb der BDO Deutsche Warentreuhand AG. BDO Deutschland ist Mitglied von BDO International, der 5. größten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft weltweit. Dipl.-Kfm. RA StB Christian Ebner, Autor des Standardwerks „Handbuch für die Besteuerung von Fondsvermögen“ und zahlreicher weiterer Veröffentlichungen in Fachzeitschriften, leitet ein Team von spezialisierten Steuerberatern, Rechtsanwälten und Wirtschaftsprüfern, das das gesamte Spektrum der Beratung des Asset Managements abdeckt.

Zu unseren Beratungsleistungen zählen unter anderem:

- Steuerliche Gutachten zu sämtlichen Themen des Investmentsteuerrechts und des Investmentrechts im Hinblick auf alternative Investmentformen
- Abgrenzung von Investmentfonds zu alternativen Investments (z.B. Private Equity, geschlossene Fonds) / REITs / Zertifikatelösungen

- Beratung des Fondsmanagements zur steuerlichen Qualifikation von alternativen Vehikeln und darauf aufbauend Beratung bei der Auswahl der Vehikel zur Erhöhung der steuerfreien Quoten aus Fondserträgen
- Asset Analyse von Portfolien privater Investoren zur Steueroptimierung insbesondere unter Berücksichtigung alternativer Investments
- Erstellung des Tax Reportings für in- und ausländische (Hedge-) Fonds nach § 5 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 InvStG

Unsere langjährige Expertise im Investmentsteuerrecht und der Rückgriff auf unser internationales BDO-Netzwerk im Bereich Asset Management garantieren Beratungsleistungen auf höchstem Niveau.

### Kontakt

Christian Ebner  
 christian.ebner@bdo.de  
 BDO Deutsche Warentreuhand AG  
 Radtkoferstraße 2  
 81373 München  
 Tel.: +49 89 55 168 247  
 Fax: +49 89 55 168 155

### Dauphin Capital Corporation Inc.

Dauphin Capital Corporation Inc. (www.dauphin-capitalcorp.com) is an investment banking firm that acts transnationally as financial advisor to financial institutions and corporations with special emphasis on structuring and negotiating financing and deals in the alternative asset segment. More recently and by way of example, Dauphin devised and set up an innovative and optimized € 500 million combination fund (fund of hedge funds and private equity) in Luxembourg. For this Dauphin selected and brought in BNP Paribas, EIM and IPE.

## Deloitte Alternative Investments

Deloitte ist eine der führenden Prüfungs- und Beratungsgesellschaften in Deutschland. Das breite Leistungsspektrum umfasst Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Consulting und Corporate Finance-Beratung. Mit 4.000 Mitarbeitern an 18 Standorten betreut Deloitte seit mehr als 100 Jahren Unternehmen und Institutionen jeder Rechtsform und Größe aus fast allen Wirtschaftszweigen.

Über den Verbund Deloitte Touche Tohmatsu ist Deloitte mit 150.000 Mitarbeitern in über 140 Ländern auf der ganzen Welt vertreten.

### Multidisziplinäres Dienstleistungsangebot

Seit über 10 Jahren erbringt Deloitte Dienstleistungen im Bereich Alternative Investments, insbesondere für:

- Private Equity-Fonds
- Hedge Fonds
- Real Estate-Fonds
- Strukturierte Produkte
- ABS / CDO

Experten aus den Bereichen Audit, Financial Services Tax, Reorganisation Services und Securitisation Services bieten multidisziplinär umfassende Dienstleistungen bezüglich abwicklungstechnischer, bilanzieller sowie aufsichtsrechtlicher Fragen. Des Weiteren unterstützt Deloitte die Mandanten als Trustee sowie unabhängiger Experte bei der Strukturierung von ABS-Transaktionen.

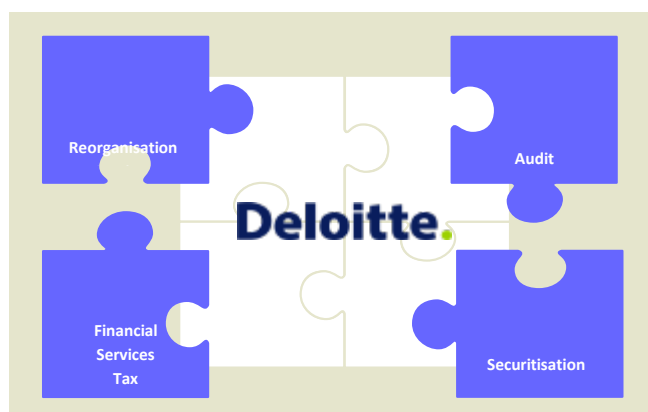
Aufgrund des umfassenden, fachlichen Know-how sowie fundierter Kenntnisse im Bereich Alternative Investments zeichnete die Fachzeitschrift International Securitisation

Report (ISR) Deloitte in diesem Jahr bereits zum zehnten Mal in Folge mit dem Award "Accountancy Firm of the Year" aus.

In Deutschland wurden bisher mehr als 170 ABS-Transaktionen von Banken sowie Industrie- und Handelsunternehmen begleitet. Darüber hinaus bietet Deloitte Deutschland Zugriff auf ein Netzwerk mit Securitisation-Experten in über 40 Ländern.

Deloitte ist in Deutschland Sponsor von Hedgework.

- **Audit**  
Ein großer Teil der vom weltgrößten Hedgefonds-Manager, der Man Group plc verwalteten Fonds wird von Deloitte geprüft. Deloitte ist weltweit mit seinen Dienstleistungen für ein Fünftel der Top 100 Anbieter alternativer Anlagen tätig.
- **Financial Services Tax**  
Bereits seit Mitte der neunziger Jahre hat Deloitte ein Alternative Investment Team, das bei der Anlage in Alternative Investments und der Strukturierung von Alternativen Investmentfonds- und Produkten steuerlich und aufsichtsrechtlich berät.
- **Reorganisation Services**  
Reorganisation Services umfassen Dienstleistungen für Investoren und anderen Stakeholdern in besonderen Situationen. Hierzu zählen u.a. die Optimierung von Finanzierungsstrukturen, Begleitung von NPL-Transaktionen oder Unternehmensverkäufen, die Entwicklung von Reorganisations- und Sanierungskonzepten, die Analyse von Business Plänen sowie die Identifizierung und das Management von Exit-Strategien.
- **Securitisation Services**  
Securitisation Services bearbeitet bilanzielle, steuerliche und aufsichtsrechtliche Fragestellungen bei Verbriefungstransaktionen. Zu weiteren Dienstleistungen zählen Strukturierungsberatung, Asset Audits, Due Dilligence, Trustee Services sowie die Prüfung von Prospektangaben.



## Kontakt

Dr. Carsten Bödecker  
Partner ,StB  
Tel +49 211 8772-2223  
cboedecker@deloitte.de

Markus P. Neuhaus  
Senior Manager  
WP/RA/StB  
Tel +49 211 8772-3968  
mneuhaus@deloitte.de

## Olympia Capital Management (nachträglich)

Founded in 1989, Olympia Capital Management is an independent fund of hedge funds manager with over \$5.4 billion under management. The Group is 54% owned by its management and 46% by Sagard, an independent Private Equity Fund. Olympia Capital Management has an international presence, with over 80 people in Paris, New York, London, Zurich and Hong Kong and an experienced investment team composed of 20 professionals with 10 years of experience on average. In addition to its flagship fund, Olympia Star I with a 16 year track record, Olympia offers to investors a large range of alternative multi manager funds: both multi-strategy and thematic, as well as customized and sub-advisory portfolios.

**For more information, see:**  
[www.olympiagroup.com](http://www.olympiagroup.com)

## MITGLIEDERNEWS

### Feri Rating & Research AG

Gemeinsam mit dem Wirtschaftsmagazin Capital und dem Nachrichtensender n-tv wird die Bad Homburger Feri Rating & Research AG ab sofort viermal im Jahr Anleger online nach ihrer Meinung zu den kurzfristigen Entwicklungen der internationalen Kapitalmärkte befragen. Diese Erhebungen werden jeweils durch Fragen zur aktuellen Konjunktur- und Marktlage ergänzt. Die Ergebnisse werden zu Beginn eines jeden Quartals (Juli, Oktober, Januar und April) im „Feri Privatanleger Monitor“ veröffentlicht. Diese Publikation wird den Umfrageteilnehmern kostenlos zur Verfügung gestellt.

„Ziel der Umfrage ist es, ein möglichst aktuelles und zeitnahes Stimmungsbild der Privatanleger zu ermitteln, um so zu einem besseren Verständnis des deutschen Kapitalmarktes beizutragen“, erläutert Dr. Tobias Schmidt, Leiter Kapitalmärkte & Fonds bei Feri Rating & Research. „Wir führen derartige Umfragen seit dem Sommer 2006 in größeren Zeitabständen unter meist sehr erfahrenen Fondsanlegern durch.“

Mit unseren Medienpartnern Capital und n-tv soll nun die Basis der befragten Anleger erweitert und die Frequenz der Umfragen erhöht werden.“

Die kurzfristige Entwicklung der Kapitalmärkte wird mitunter stark von den Stimmungen und Stimmungsschwankungen der Investoren beeinflusst. Jochen Dietrich, Redaktionsleiter n-tv Wirtschaftsmagazine, betont daher, dass vor allem die Veränderungen der Einschätzungen von großem Interesse seien. „Dabei interessiert uns natürlich auch, welche spezifischen Marktpräferenzen die Nutzer der n-tv Wirtschaftsinformationen haben.“

„Die Umfrage richtet sich in erster Linie an erfahrene und kritische Anleger, die sich aktiv über die Entwicklungen der Märkte informieren und sich eine eigene Meinung über deren Perspektiven bilden – und genau die spricht Capital mit seinem Monatsheft und der Wochenpublikation Capital Investor an“, sagt Paul Prandl, stellvertre-

tender Chefredakteur des Wirtschaftsmagazins Capital. So besitzen 87 Prozent der Capital-Abonnenten ein Wertpapierdepot, 66 Prozent verfügen im Schnitt über elf bis zwanzig Jahre an Börsenerfahrung und stufen sich im Bereich Geldanlage als Fortgeschrittene ein. „Das macht es sehr spannend, diese kompetente Zielgruppe regelmäßig nach ihrer aktuellen Einschätzung zu befragen.“

„Die Fokussierung auf diese Gruppe erlaubt relativ komplexe Fragen, die man einem breiteren Personenkreis kaum mit der Aussicht auf verwertbare Antworten stellen könnte“, ergänzt Dr. Schmidt. „Sobald wir über eine ausreichende Datenbasis verfügen, werden wir prüfen, ob sich auf Grundlage dieser Daten aussagekräftige Stimmungsindikatoren entwickeln lassen.“

Anleger, die an den Umfragen teilnehmen möchten, können sich seit dem 01. Juni 2008 im Internet unter <http://frr.feri.de>, [www.n-tv.de](http://www.n-tv.de) oder [www.capital.de](http://www.capital.de) informieren und anmelden. Dort ist auch eine Ausgabe des „Feri Privatanleger Monitor“ zum Download verfügbar.

### LGT Capital Partners

LGT Capital Partners is pleased to announce that it will acquire KGR Capital, a leading Hong Kong based manager of Asian fund of hedge funds with approximately USD 350 million in assets under management. Established in 2002 by John Knox, Nicholas George and Christopher Rampton, KGR Capital has offices in Hong Kong and London and a staff of 16 professionals. The firm's flagship fund, KGR Capital Asia Pacific Absolute Return Segregated Fund, provides investors with a diversified, multistrategy, multi-manager portfolio of Asian hedge funds.

The fund was launched in 2003 and has achieved an excellent risk-adjusted track record in the Asian hedge fund of funds segment. The firm also manages the KGR Capital Asian Dynamic Fund and KGR Capital China Absolute Return. In addition, it is the investment adviser to KGR Absolute Return PCC Ltd, a closed-end investment

company listed on the London Stock Exchange. Roberto Paganoni, Partner and CEO at LGT Capital Partners, comments: „We believe this acquisition will bring benefits to existing and prospective clients of both organizations. Acquiring KGR Capital will enable us to build on the success of our current Crown offering by providing clients with a greater selection of Asia-focused hedge fund programs. It will also enhance our presence and investment expertise in the region with the addition of 16 Asia specialists from KGR Capital.“ John Knox, Co-Founder of KGR Capital, adds: „After several years of successful growth, KGR Capital is very pleased to join LGT Capital Partners. KGR Capital will benefit from a global institutional investment platform, enhanced opportunities within product development and additional resources to further develop its client base. LGT Capital Partners' investment and business philosophy are very similar to ours, making it an ideal partner for our firm.“ Completion of the transaction is subject to regulatory approvals.

## Man Investments

MI Trade, die bahnbrechende Onlineplattform von Man Investments, die den täglichen Handel von Hedge Funds ermöglicht, hat in den ersten sieben Monaten ihres Bestehens bereits ein Volumen von über 110 Millionen US-Dollar abgewickelt.

Seit Handelseröffnung im vergangenen Juli verzeichnete MI Trade trotz der Kreditkrise eine stetig wachsende Nachfrage von Kunden, welche tägliche Liquidität sowie einen schnellen und einfachen Zugang zu einer breiten Palette an Hedge-Fund-Produkten aus dem Hause Man Investments suchen.

MI Trade erlaubt es den Investoren, über ihre Anlageberater ohne Zusatzkosten schnell und aktiv in Hedge Funds zu investieren. Dank der täglichen Abwicklung können Hedge Funds auf MI Trade ähnlich rasch wie Aktien und Obligationen gehandelt werden. Üblicherweise findet der Handel mit Hedge Funds nur monats- oder quartalsweise statt.

Seit ihrer Lancierung platzierten die Anleger auf der neuen Plattform Aufträge in der Höhe von mehr als 110 Millionen US-Dollar. Das System stellt regelmäßig Geld- und Briefkurse und ermöglicht so unabhängig von Turbulenzen wie der Subprime-Krise einen effizienten Handel in den gelisteten Hedge-Fund-Produkten.

„MI Trade hat einen außerordentlich guten Anklang gefunden“, freut sich John Morrison, CEO von Man Investments. „Das hohe Handelsvolumen spiegelt die starke Nachfrage der Kunden nach den Funktionen und Vorteilen, welche die Handelsplattform offeriert.“ „Dieser Erfolg verleiht uns solide Wettbewerbsvorteile und unterstreicht unsere strategische Zielsetzung, einen konkurrenzlosen Kundenservice zu bieten.“

Seit Inbetriebnahme von MI Trade wurde die Auswahl der erhältlichen Hedge-Fund-Produkte stetig erhöht. Das Angebot wird entsprechend der Nachfrage weiter vorangetrieben.

Anlageberater, welche die Plattform in den ersten sechs Monaten nutzten, nahmen an einem Wettbewerb teil, der von Werner Günthard von Bank Julius Bär & Co. in der Schweiz gewonnen wurde. Er spendete das Preisgeld von 10'000 US-Dollar der Wohltätigkeitsorganisation Leonard Cheshire Disability Group in Sri Lanka.

## Olympia Capital Management

Olympia Capital Management, eines der ältesten und renommiertesten Häuser auf dem Gebiet des alternativen Dachfonds-Managements, hat von der Ratingagentur Fitch das hohe Rating 'FoHF M2' (Strong) erhalten.

Damit wurden Olympias Fund of Fund-Managementaktivitäten erstmals einem kritischen Check unterzogen und mit dem zweitbesten Rating ausgezeichnet.

Gründe für die Auszeichnung waren die große Erfahrung des Management Teams der Dachfonds-Produkte, das bereits 1989 seinen ersten Fonds auflegte, das Profil des Top Managements sowie der strikt eingehaltene Investmentprozess in Bezug auf die Selektion der Zielfondsmanager, die Portfoliokonstruktion und das Risiko Management.

Olympia Capital Management wird in Zukunft regelmäßig von Fitch beurteilt werden.

## Partners Group

Partners Group, der in der Schweiz domizilierte und weltweit tätige Vermögensverwalter im Bereich alternativer Anlagen, erweitert seine asiatische Präsenz mit der Eröffnung einer Niederlassung in Peking. Das rasche Wachstum des chinesischen Private Equity-Markts, sowohl

hinsichtlich der Investitionsmöglichkeiten wie auch der Investorensegmente, bietet attraktive Chancen für die zukünftige Entwicklung.

Linda Cai wird die Niederlassung in Peking leiten und die regionale Präsenz der Partners Group ausbauen. Linda ist seit Januar 2007 für Partners Group tätig und hielt zuvor diverse Positionen im Bereich Private Equity Investment Management sowie Marketing in den USA und in China. Ihr lokales Wissen und Netzwerk werden die Position von Partners Group in diesem attraktiven Markt weiter stärken.

Philipp Gysler, Head Asia, kommentiert, „Als aktive Investoren in China seit 2005 haben wir eine rasche Entwicklung in der Marktgrösse und –tiefe gesehen, und Investitionsmöglichkeiten bieten ausgezeichnete Renditen. Die lokale Präsenz ist ein natürlicher nächster Schritt, welche unsere führende Position sichert und die in China erforderliche Marktnähe gewährleistet.“

Dr. Marcel Erni, Chief Investment Officer und Gründungspartner, fügt hinzu „Als erfahrener Private Equity-Investor konzentriert sich Partners Group auf die Unterstützung der Entwicklung im wachsenden chinesischen Markt. Der regelmässige Kontakt zu Regulatoren und weiteren Entscheidungsträgern erlaubt es uns, diesen aufkommenden Private Equity-Markt mitzuprägen, der für Investitionen wie auch für die Zusammenarbeit mit Kunden und Geschäftspartnern interessantes Potential bietet.“

Die Niederlassung in Peking kann wie folgt kontaktiert werden:

Excel Center  
#1261, No 6 Wudinghou Street  
Xicheng District  
Peking 100032  
China  
Tel.: +86 10 8800 3771  
Fax: +86 10 8800 3803

## SCM

SCM Strategic Capital Management freut sich, die Eröffnung unseres Büros in Hong Kong bekannt zu geben, nachdem die Gründung der SCM Strategic Capital Management Asia Limited bereits im Frühjahr erfolgte. Dieser Schritt bildet für SCM die notwendige Grundlage, um künftig verstärkt in asiatische Private Equity, Real Estate und Infrastructure Fondsanlagen zu investieren.

Das Hong Kong Office verankert unsere Position in Asien und gewährleistet unseren Kunden Zugang zu noch fundierteren Research- und Marktinformationen sowie lokales Know-how in der Auswahl und Beurteilung von Fondsmanagern aus der Region. Mark Engler, ein erfahrener Vice President aus unserem Due Diligence Team Zürich, wird SCM Asia Ltd. vor Ort in den Bereichen Deal Sourcing und Due Diligence leiten. Dabei wird er von Frau Nana Riedhauser, General Office Manager, unterstützt. Frau Riedhauser war bereits früher für SCM als Operations Manager in Zürich tätig, bevor sie nach Hong Kong zog. Unser Management Team in Hong Kong kombiniert langjährige Verbundenheit mit der SCM und ihrer Prozesse mit relevanten Kenntnissen der lokalen Begebenheiten. Damit kann SCM ihren gewohnt hohen Standard in allen ihren Dienstleistungen für bestehende und neue Kunden garantieren und gleichzeitig das Asien Investment Team weiter ausbauen.

Ebenfalls in diesem Frühjahr hat SCM ihre Repräsentanz in London eröffnet, die von unserer neuen Partnerin Karin Russell-Wiederkehr, Head of Global Markets, geführt wird. Frau Russell-Wiederkehr war zuvor als Executive Director und European Head of Transition Management Sales und Marketing bei Credit Suisse tätig. Sie wird SCM in den Bereichen Global Business Development und Kundenbetreuung unterstützen sowie das kontinuierliche Wachstum unserer Franchise pflegen. Frau Russell-Wiederkehr bringt über 15 Jahre Erfahrung im Gebiet globaler Finanzmarkttransaktionen sowie in der Beratung und Umsetzung von Anlageprogrammen für Pensionskassen mit und ergänzt unser erfahrenes Team optimal.

## RECHT

### Initiativen des Europaparlaments zur Regulierung von Hedgefonds und Private Equity

Auf der diesjährigen Mitgliederversammlung des BAI am 19. Mai 2008 wurde im Rahmen der Vorstellung der HFSB-Standards (dazu unten) bereits auf zwei Initiativen des Europaparlaments zur Regulierung von Hedgefonds und Private Equity eingegangen. Dabei handelt es sich um den sog. Lehne-Bericht zur Transparenz institutioneller Investoren und den sog. Rasmussen-Bericht zu Hedgefonds und Private Equity. Beide Berichte befinden sich noch im Entwurfsstadium und werden im Rechtsausschuss bzw. Wirtschafts- und Währungsausschuss unter wechselseitiger Beteiligung konsultiert, sollen aber wegen ihrer möglichen Tragweite an dieser Stelle kurz vorgestellt werden, auch wenn die EU-Kommission – ebenso wie der Ausschuss der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden CESR - jüngst bestätigt hat, dass sie aktuell keinen Bedarf für eine Regulierung von Hedgefonds sieht.

Der BAI ist in die aktuelle Abstimmung in den Ausschüssen aktiv eingebunden und hat über einzelne Mitglieder der Ausschüsse an der Formulierung von Änderungsanträgen mitgewirkt. Für Mitglieder sind die BAI-Stellungnahmen zu den Berichten auf der Homepage im Mitgliederbereich verfügbar.

#### **a) Lehne-Bericht zur Transparenz institutioneller Investoren**

Der Lehne-Bericht (Draft Report with recommendations to the Commission on transparency of institutional investors (2007/2239(INI)) wird aktuell im Rechtsausschuss konsultiert. Er enthält Empfehlungen an die EU-Kommission, zu bestimmten Themen zu evaluieren, ob legislative Maßnahmen geboten sind.

Während der Titel des Berichts allgemein auf institutionelle Investoren abstellt, zielen die im Bericht enthaltenen

#### **Von Frank Dornseifer, BAI**



**Frank Dornseifer**  
Leiter Recht und Policy  
beim BAI

Vorschläge und Erläuterung ausschließlich auf Hedgefonds und Private Equity. Der BAI hat diese Vorgehensweise und die damit implizierte Diskriminierung von Hedgefonds und Private Equity gegenüber anderen (institutionellen) Investoren deutlich kritisiert und es ist zu erwarten, dass der Entwurf dahingehend abgeändert wird, dass die Kommission zunächst überprüfen soll, ob bestehende Regelungen zur Transparenz nicht bereits ausreichen und ob spezielle Vorschriften für Hedgefonds und Private Equity überhaupt gerechtfertigt sind.

Wesentliche Aspekte, die im Lehne-Bericht aufgegriffen werden, sind

- erhöhte Beteiligungstransparenz (u.a. Einführung der 3 %-Schwelle für den anzeigepflichtigen Stimmrechtserwerb – diese gilt bereits in Deutschland)
- Offenlegung der Anlagepolitik und damit verbundener Risiken sowohl gegenüber Portfoliogesellschaften als auch Investoren, Prime Brokern und Aufsichtsbehörden (z.T. finden sich vergleichbare Vorschläge im Entwurf des Risikobegrenzungsgesetzes)
- Einführung von Vertragsbedingungen für Alternative Investments (mit verbindlichen Regelungen u.a. über Risikogrenzen, Lock-up-Regelungen, Offenlegung)
- spezielle Regelungen im Hinblick auf Geldwäsche Ausübung von Stimmrechten durch Hedgefonds
- Wertpapierleihe und mögliche negative Auswirkungen
- „asset stripping“ durch Private Equity Gesellschaften

Der BAI hat im Entwurfsstadium und nunmehr im Abstimmungsprozess hervorgehoben, dass es bereits weit

reichende Branchenstandards gibt, die sich mit den genannten Themen befassen, und dass es ein fatales Signal an die Alternative Investment Branche wäre, wenn freiwillige Branchenstandards keine Gelegenheit zur Bewährung in der Praxis erhalten würden. Auch hier ist zu erwarten, dass der finale Entwurf bei der Evaluierung verstärkt die Berücksichtigung entsprechender Branchenstandards fordert, bevor legislative Maßnahmen ergriffen werden. Diese Vorgehensweise wird im Übrigen auch von CESR unterstützt. Viele der Änderungsanträge, an denen der BAI mitgewirkt hat, relativieren zudem die Inhalte der Empfehlungen, zum Teil wird auch die Streichung von Empfehlungen bzw. Erläuterungen vorgeschlagen.

Wichtig ist weiter hervorzuheben, dass der Berichtsentwurf ausdrücklich keine produktbezogene Regulierung fordert, sondern das Gesellschaftsrecht als geeigneten Bereich für eventuelle Regulierungsbestrebungen empfiehlt.

Aktuell gibt es sowohl im Rechtsausschuss als auch im Wirtschafts- und Währungsausschuss Differenzen über formale Fragen im Hinblick auf die Änderung des Berichtsentwurfs. Voraussichtlich Ende Juni wird es zu einer weiteren Konsultation kommen.

## **b) Rasmussen-Bericht zu Hedgefonds und Private Equity**

Der Rasmussen-Report (Draft Report with recommendations to the Commission on Hedge funds and private equity (2007/2238(INI)) stammt aus dem Wirtschafts- und Währungsausschuss und ist ebenfalls noch im Entwurfsstadium. Auch er enthält Empfehlungen an die EU-Kommission, zu bestimmten Themen zu evaluieren, ob legislative Maßnahmen geboten sind. Die Hauptthemen des Rasmussen-Berichts sind:

1. Financial Stability and Better Functioning Financial Markets Measures
2. Transparency Measures
3. Excessive Debt Measures
4. Conflicts of Interest Measures

Zu den jeweiligen Komplexen finden sich u.a. folgende Empfehlungen, die in dem Berichtsentwurf an die EU-Kommission adressiert werden:

### Zu 1: Financial Stability and Better Functioning Financial Markets Measures

- Eigenmittelanforderungen für Hedgefonds- und Private Equity-Management-Gesellschaften (hier wird eine Ausgestaltung vergleichbar mit den Anforderungen für KAGen, Banken oder Versicherungen angeregt)
- Errichtung einer EU-Ratingagentur (diese soll vor allem zu mehr Transparenz bei Ratingverfahren beitragen; zudem soll deren Rating obligatorisch sein, wenn nach der Eigenkapitalrichtlinie 2006/49/EG ein externes Rating einer sog. External Credit Assessment Institution (ECAI) erforderlich ist)
- Aufnahme von Liquiditätsrisiken in der Bankenrichtlinie 2006/48/EC
- Verbindliche Vorgabe für die Bewertung illiquider Finanzinstrumente
- Eigenmittelanforderungen für Prime Broker (auch dieser Vorschlag zielt auf Änderungen der Bankenrichtlinie 2006/48/EC sowie der Eigenkapitalrichtlinie 2006/49/EG ab)
- Errichtung einer EU-Finanzaufsichtsbehörde

### Zu 2: Transparency Measures

- Registrierungs- und Genehmigungspflicht von Verwaltungs- bzw. Managementgesellschaften für Hedgefonds und Private Equity-Fonds (folgende Informationen werden dabei für besonders wesentlich gehalten: Name und Domizil der verwalteten Fonds, Identität der Manager, Gebühren-, Vergütungs- und Bonus-systeme, Beziehungen zu Prime Brokern etc.)
- Notifizierungs- und Genehmigungsverfahren für den Massenvertrieb (wholesale investment vehicles), welches einen einheitlichen EU-weiten Vertrieb sicherstellen soll (in diesem Zusammenhang wird eine Offenlegung u.a. der Investmentstrategie, des leverage/debt exposure, der Gesamtkosten, des Risikomanagements, der Informationen über den Administrator, der Beteiligungsverhältnisse des Verwalters und der Mitarbeiter am Fonds angeregt)
- Einführung einer EU-weiten Datenbank, in der Informationen über Fonds und deren Verwaltungs- bzw. Managementgesellschaften geführt

werden und die die vorgenannten Informationen enthält

- Prospektpflicht für Hedgefonds und Private Equity (ähnlich dem einfachen Verkaufsprospekt für OGAW-Fonds)
- Spezieller Schutz von Arbeitnehmern im Rahmen von Private Equity Transaktionen

#### Zu 3: Excessive Debt Measures

- Begrenzung von Leverage für Private Equity und Hedgefonds (flankierend wird vorgeschlagen, dass eine Überschreitung der Grenzen mit steuerliche Konsequenzen sanktioniert wird, z.B. Verlust der Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen)
- Maßnahmen gegen (Eigen-) Kapitalabfluss aus Portfoliogesellschaften (in diesem Zusammenhang sollen insbesondere der Geschäftsführung und ggf. dem Aufsichtsrat der Zielgesellschaften Verantwortlichkeiten zugewiesen werden)
- Einführung eines EU-Registers für strukturierte Produkte

#### Zu 4: Conflicts of Interest Measures

- Interessenkonflikte zwischen Prime Brokern und Hedgefonds bzw. zwischen Investmentbanken und Private Equity Gesellschaften, insbesondere im Hinblick auf die vielfältigen Funktionen von Prime Brokern bzw. Investmentbanken (Geld-/ Kreditgeber, Dienstleister, etc.)
- Interessenkonflikte zwischen Private Equity Gesellschaften und deren Beteiligten und der Geschäftsleitung von Portfoliogesellschaften
- Kredit-Rating-Agenturen
- Markteinfluss der jeweiligen Marktteilnehmer

Auch im Hinblick auf den Entwurf des Rasmussen-Berichts hat der BAI auf umfassende bestehende Regelwerke auf nationaler und EU-Ebene sowie auf entsprechende Branchenstandards hingewiesen und angemahnt, dass zum einen zunächst die bestehenden gesetzlichen Rahmenbedingungen zu überprüfen sind, zum anderen, dass freiwilligen Branchenstandards die Gelegenheit zur Bewährung in der Praxis eröffnet werden muss. Zum Rasmussen-Bericht liegen umfassende Änderungsanträge vor, die unter Mitwirkung u.a. des BAI erstellt wurden,

und die derzeit konsultiert werden. Es ist zu erwarten, dass der Berichtsentwurf deutlich entschärft wird.

Ebenso wie beim Lehne-Bericht gibt es auch beim Rasmussen-Bericht Differenzen über formale Fragen im Hinblick auf die Änderung des Berichtsentwurfs. Voraussichtlich Ende Juni wird es zu einer weiteren Konsultation kommen.

Zu gegebener Zeit wird der BAI über den Fortgang der beiden Initiativen berichten.

### Kurzmitteilungen:

#### **BaFin-Konsultation zum Anwendungsbereich des Investmentgesetzes**

Der Anwendungsbereich des Investmentgesetzes (InvG) in Bezug auf ausländische Investmentvermögen ist Gegenstand einer am 9. Juni 2008 gestarteten Konsultation der BaFin. Die durch das Investmentänderungsgesetz (InvÄndG) geänderte Definition für ausländische Investmentvermögen hat in der Praxis zahlreiche Fragen aufgeworfen, bspw. im Hinblick auf die Anforderungen gem. § 2 Abs. 9 InvG an das Rückgaberecht der Anleger bzw. die ausländische Investimentaufsicht. Eine Klarstellung soll nun durch ein BaFin-Rundschreiben zum Anwendungsbereich des Investmentgesetzes nach § 1 Satz 1 Nr. 3 InvG erfolgen. Der Entwurf des Rundschreibens ist auf der BaFin-Homepage eingestellt (Servicebereich „Veröffentlichungen“, Kategorie „Alle Veröffentlichungen“, Bereich „Wertpapieraufsicht“). Schriftliche Stellungnahmen können bei der BaFin bis zum 4. Juli 2008 eingereicht werden. Wegen der weit reichenden Konsequenzen der begrifflichen und inhaltlichen Klarstellung des Rundschreibens – bspw. im Hinblick auf die Erwerbbarkeit von ausländischen Investmentanteilen unter der Anlageverordnung (AnIV) – wird der BAI seine offizielle Stellungnahme mit den Mitgliedern der Arbeitsgruppe „Anlageverordnung“ (s.u.) abstimmen. Auch die übrigen Mitglieder des BAI sind herzlich eingeladen, Anregungen und Stellungnahmen zum Entwurf des Rundschreibens an die Geschäftsstelle zu adressieren. Unser Mitglied P+P Pöllath + Partners hat dem BAI und seinen Mitgliedern

bereits eine erste Bestandsaufnahme des Rundschreiben zugeleitet. Nichtmitgliedern wird diese auf Anfrage gerne zur Verfügung gestellt.

### **BaFin bestätigt Zulässigkeit der Börsennotierung von inländischen Hedgefonds**

Die BaFin hat bestätigt, dass auch inländische Hedgefonds von der Ausnahmeregelung des § 2 Abs. 11 Nr. 7 InvG erfasst sind und somit die Börsennotierung eines inländischen Hedgefonds nicht als öffentlicher Vertrieb i.S.d. InvG anzusehen ist. Die BaFin weist aber ausdrücklich darauf hin, dass im Zuge der Börsennotierung nur von der Börse vorgeschriebene Bekanntmachungen zulässig sind und nicht etwa ein darüber hinaus gehender öffentlicher Vertrieb und entsprechende Werbung.

### **Vorarbeiten zur nächsten Änderung der Anlageverordnung**

Die erst zum Jahreswechsel geänderte Anlageverordnung (Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen, AnIV), die mittels quantitativer und qualitativer Vorgaben Einzelheiten zur Anlage der Bestände des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen regelt, wird in den nächsten Monaten erneut überarbeitet. Anlass ist die grundlegende Änderung des Investmentgesetzes (InvG) durch das Investmentänderungsgesetz im Dezember 2007. Investmentvermögen nach dem InvG gehören für Versicherungsunternehmen zu den wichtigsten Anlageformen i.S.d. AnIV und die AnIV - wie auch nachgelagerte Rundschreiben der BaFin – beziehen sich umfassend auf das InvG, so dass relevante Änderungen des InvG nunmehr auch in der AnIV transformiert werden müssen.

Der BAI befindet sich aktuell in der Diskussion mit der BaFin und anderen Verbänden, wie diese Änderungen des InvG sachgerecht in der AnIV umgesetzt werden können. Dabei geht es u.a. um die Berücksichtigung der neuen Fondstypen im InvG, den erweiterten Anlagemöglichkeiten für Investmentvermögen (Stichwort „eligible assets“) und die deutlich liberalisierten Vorschriften für Spezialfonds. Zu diesem Zweck hat der BAI eine eigene Arbeitsgruppe eingerichtet, die sich mit möglichen Änderungsvorschlägen, die insbesondere auch die Interessen der Alternative Investment Branche berücksichtigen

sollen, befasst. Auch hier wird der BAI zu gegebener Zeit über den Sachstand und die Abstimmung mit der BaFin berichten.

### **BAI Mitgliederumfrage zu den HFSB-Standards**

Im Anschluss an die Präsentation der von der Hedge Fund Working Group erarbeiteten Standards (HFSB-Standards) auf der diesjährigen Mitgliederversammlung am 19. Mai 2008 konsultiert der BAI die Standards derzeit mit seinen Mitglieder. Einen Überblick über die Standards enthält der Newsletter-Beitrag von Herrn Thomas Deinet, der an deren Erstellung maßgeblich mitgewirkt hat. Vor dem Hintergrund, dass Hedgefonds in Deutschland bereits umfassend im Investmentgesetz (InvG) reguliert sind und diese Regelungen in vielen Bereichen gegenüber den HFSB-Standards mindestens gleichwertig sind, stellt sich die Frage, ob und in welchem Maße diese Standards in Deutschland umgesetzt bzw. übernommen werden sollten. Mit diesen und anderen Fragen befasst sich die vom BAI initiierte Umfrage bei den Mitgliedsunternehmen.

Wie wichtig die Auseinandersetzung mit den HFSB-Standards ist, zeigen die jüngsten Äußerungen des CESR Chairmans Eddy Wymeersch, der eine europäische Regulierung von Hedgefonds zumindest dann nicht für erforderlich erachtet, wenn es funktionierende freiwillige Branchenstandards gibt, die zudem europaweit Geltung haben und sich dabei auf die HFSB-Standards beziehen. Nach Abschluss der Mitglieder-Umfrage wird der BAI eine offizielle Stellungnahme zu den HFSB-Standards abgeben.

### **Überarbeitung der OGAW-Richtlinie**

Die Arbeiten an der Überarbeitung der OGAW-Richtlinie (OGAW-IV) befinden sich aktuell in einer kritischen Phase, da zwischen den Mitgliedstaaten Uneinigkeit über den sog. Management-Passport, der eine vereinfachte grenzüberschreitende Tätigkeit von Verwaltungsgesellschaften ermöglichen soll, besteht. Die EU-Kommission hat zwar bestätigt, dass die Arbeiten an dem Änderungsentwurf weitergeführt werden. Es sei aber noch nicht absehbar, ob auch konkrete Vorschläge für den Management-Passport vorgelegt werden, da es noch diverse ungeklärte Fragestellungen in diesem Zusammenhang gäbe. Die von

Charlie McCreevy nunmehr zum Management-Passport aufgeworfenen Fragen beziehen sich u.a. auf

- Abgrenzungsschwierigkeiten bei den Aufgaben von Fonds-Management und Administrator
- aufsichtsrechtliche Abgrenzungs- und Zuständigkeitsfragen im Hinblick auf den Fonds, die Verwahrstelle und die Verwaltungsgesellschaft
- kostengünstige Infrastruktur für eine grenzüberschreitende Aufsicht über Fonds bzw. Verwaltungsgesellschaften
- die Durchsetzung von hoheitlichen Maßnahmen

### **Neue BAI Due-Diligence-Questionnaires für Hedgefonds-Manager**

Die im letzten Newsletter angekündigten überarbeiteten BAI Due-Diligence Fragebögen für Single- und Dach-Hedgefonds-Manager stehen Mitgliedern und interessierten Investoren seit April zur Verfügung. Bei der Überarbeitung wurden insbesondere die Ergebnisse von internationalen Arbeitsgruppen zu Hedgefonds wie auch neuere Fachpublikationen und selbstverständlich die Arbeiten der Hedge Fund Working Group berücksichtigt. Die BaFin hat die Änderungen der Questionnaires durchweg begrüßt und empfiehlt sie weiterhin für Due-Diligence Untersuchungen.

### **Entwurf zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes weiterhin in der Ressortabstimmung**

Der überarbeitete Entwurf zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes befindet sich weiterhin in der Ressortabstimmung.

Nach gegenwärtigem Stand wird der Entwurf nicht nur signifikanten Einfluss auf die Aktivitäten von Private Equity Gesellschaften mit Sitz im Ausland bzw. mit wesentlicher Beteiligung von ausländischen Personen (Kriterium der Gebietsfremdheit) haben, sondern auch auf die sog. Staatsfonds, die zunehmend als Investoren in Deutschland und Europa auftreten.

Die Vorstellung und Konsultation des überarbeiteten Entwurfs zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes soll nach Auskunft des Bundeswirtschaftsministeriums in den nächsten Wochen erfolgen. Der BAI wird seine Mitglieder informieren, sobald der Entwurf veröffentlicht ist.

Auch im Hinblick auf die Novellierung des Außenwirt-

schaftsgesetzes steht der BAI in Diskussion sowohl mit dem zuständigen Ministerium, als auch Politikern und anderen Verbänden.

### **Weiterhin keine Einigung beim MoRaKG und Risikobegrenzungs-gesetz**

Die Koalitionsparteien haben weiterhin keine Einigung über den Verkauf von Kreditforderungen gegenüber Privatpersonen erzielen können. Damit ist weiterhin offen, wann mit einer Verabschiedung des MoRaKG und des Risikobegrenzungs-gesetzes zu rechnen ist. Der BAI wird Sie auch hierzu über die aktuellen Entwicklungen unterrichten.

### **Kontakt-daten:**

Frank Dornseifer  
Leiter Recht und Policy  
Tel.: +49 228 96987 0  
Email: [dornseifer@bvai.de](mailto:dornseifer@bvai.de)

# PARADIGMENWECHSEL IN DER FINANZMARKTTHEORIE

von **Daniel Leveau und Pascal Cettier**,  
Wegelin Asset Management

Die moderne Finanzmarkttheorie führte seinerzeit das Portfolio-Management einen grossen Schritt nach vorne. Konzepte wie globale Diversifikation, Portfolio-Optimierung oder Indexieren sind heute nicht mehr wegzudenken. Mit der Zeit wurden jedoch immer mehr Anomalien entdeckt, die nicht mit der modernen Finanzmarkttheorie vereinbar sind. Phänomene wie historisch hohe Risikoprämien und hohe Aktienmarktvolatilitäten sind mit der klassischen Theorie der Markteffizienz nicht vereinbar. Auch im alternativen Asset Management werden Value- und Momentum-Effekte, die es aus Sicht der effizienten Märkte nicht geben dürfte, genutzt.

Die Behavioral Finance bietet im besten Fall nur partielle Erklärungsansätze, jedoch keine allgemeingültige Theorie für diese Phänomene. Im Gegensatz hierzu hat die neue Theorie der „Rational Beliefs“ von Professor Mordecai Kurz von der Universität Stanford das Potential, die moderne Finanzmarkttheorie von Grund auf zu verändern.

Mit dieser Theorie kann das aktuelle Marktgeschehen besser erklärt werden und es lassen sich neue Alpha-Quellen für Investoren, auch im alternativen Bereich, erschliessen. Wir befinden uns mitten in einem Paradigmenwechsel in der Finanzmarkttheorie.

## Die Theorie der Markteffizienz kann die Realität nicht erklären

Die Theorie der Markteffizienz („Efficient Market Theory“) wurde an der Universität Chicago entwickelt. Sie verbreitete sich in den 1980er Jahren stark und wird bis heute an jeder Wirtschaftsuniversität gelehrt. Diese Theorie basiert jedoch auf einigen zentralen Annahmen: Investoren sind rational und maximieren ihre risikoadjustierte Rendite; Informationen sind kostenlos und für alle Marktteilnehmer gleichzeitig verfügbar; die Kurse reflektieren effizient alle verfügbaren Informationen, und Veränderungen der Kurse werden durch neue Informationen über Fundamentaldaten verursacht. Mit anderen Worten wird angenommen, dass Investoren keine Fehler begehen können, da



**Daniel Leveau**,  
Teilhaber  
Wegelin Asset Management



**Pascal Cettier**,  
Mitglied der Direktion  
Wegelin Asset Management

sie zu jedem Zeitpunkt über alle relevanten Informationen verfügen und damit die Zukunft korrekt prognostizieren können. Auf den ersten Blick erscheinen diese Annahmen auch vernünftig.

Jede Theorie ist jedoch nur ein vereinfachtes Modell der Realität, auf dessen Grundlage dann diese Prognosen basieren. Was macht jedoch eine gute Theorie aus? Albert Einstein soll hierzu folgendes gesagt haben: „I like good theories. They work better“. Mit anderen Worten: eine gute Theorie erlaubt Prognosen, die mit Beobachtungen aus der Realität möglichst gut übereinstimmen sollten. Dies ist eines der zentralen Qualitätskriterien guter Theorien. Wie gut sind die Prognosen der „Theorie der Markteffizienz“? Gemäss dieser Theorie sollte die Risikoprämie von Aktien gegenüber einer risikofreien Anlage sehr tief sein. In der Realität war sie aber deutlich höher, etwa 10x so hoch bei ca. 6%. Die Marktvolatilität sollte gemäss Theorie tief sein (um 4%), ist in der Realität jedoch markant höher (im langfristigen Durchschnitt bei etwa 18%). Der Kursverlauf, dies ist u.a. eine der zentralen Annahmen verschiedenster Risikomanagement-Modelle, sollte ein „Random Walk“ (Zufallsprozess) sein. In der Realität gab es jedoch langjährige Bullen- und Bärenmärkte, der Markt hat offenbar doch ein Gedächtnis. Letztlich sollte das prognostizierte Kurs-/Gewinn-Verhältnis (KGV) des Aktienmarktes etwa 14 betragen. In der Realität gibt es Schwankungen des KGV von 5-30.

So gesehen ist die Theorie der Markteffizienz keine gute Theorie, weil sie die Realität nur unzureichend erklärt.

### Die neue Theorie der „Rational Beliefs“

Wenn eine wissenschaftliche Theorie unbefriedigende Ergebnisse liefert, kommt es früher oder später zu einem Paradigmenwechsel. Eine neue Theorie wird entwickelt, die konzeptionell eine Generalisierung der alten Theorie darstellt. Die alte Theorie erscheint somit als Spezialfall der neuen Theorie, wenn einige vereinfachende Annahmen getroffen werden. Die Gravitationstheorie von Newton ist ein solcher Spezialfall der Relativitätstheorie von Einstein. An der Universität Stanford hat Professor Mordecai Kurz die neue Theorie der „Rational Beliefs“ entwickelt, die eine Generalisierung der alten Theorie der Markteffizienz darstellt. Wie unterscheidet sich die neue von der alten Theorie?

Wie die Theorie der Markteffizienz liegt der neuen Theorie die Annahme zugrunde, dass Investoren ihre erwartete, risikoadjustierte Rendite maximieren. Der grosse Unterschied liegt bei der Prognosefähigkeit der Investoren. Gemäss der alten Theorie haben alle Investoren dieselben fixen und richtigen „Beliefs“, d.h. sie prognostizieren alle dieselbe Rendite („perfekte bedingte Voraussicht“).

Mit anderen Worten: nachdem die Investoren am Morgen die Zeitung gelesen haben, kennen z.B. alle Marktteilnehmer den korrekten Indexstand für den Aktienmarkt. Basierend auf den im jeweiligen Zeitpunkt verfügbaren Informationen können die Investoren somit keine Prognosefehler begehen – gemäss der alten Theorie. Bereits intuitiv eine zu starke Vereinfachung der Realität.

Gemäss der neuen Theorie der „Rational Beliefs“ können Investoren durchaus kurz- bis mittelfristig Prognosefehler begehen. Investoren haben unterschiedliche und im Zeitablauf variierende „Beliefs“, die unterschiedliche Grade von Optimismus und Pessimismus bezüglich der zukünftigen Renditen widerspiegeln. Professoren an der Universität Stanford ist es gelungen, diese „Belief“-Struktur des Marktes mathematisch abzubilden.

Gemäss der neuen Theorie können sich sowohl der Anteil von Optimisten und Pessimisten wie auch die Intensität von Optimismus und Pessimismus verändern. Die „Beliefs“ der Investoren sind darüber hinaus korreliert, d.h. einzelne Investoren lassen sich von anderen Investoren beeinflussen. Obwohl sich die Investoren zu einem bestimmten Zeitpunkt bezüglich der zukünftigen Renditen irren kön-

nen, werden sie im mehrjährigen Durchschnitt die langfristig „korrekte“ Aktienrendite erwarten.

### Neue Theorie stimmt gut mit der Realität überein

Die Theorie der „Rational Beliefs“ kann dazu genutzt werden, langfristige Bullen- und Bärenmärkte zu prognostizieren. In einem Bullenmarkt steigen der Anteil der Optimisten sowie die Intensität des Optimismus. Dieser Prozess wird durch die Korrelation der „Beliefs“ verstärkt.

Die Investoren informieren sich zum grossen Teil über die gleichen Medien und lassen sich somit voneinander beeinflussen. Dieser Prozess führt z.B. zu einem Anstieg der Bewertung (KGV) des Aktienmarktes. Beispielsweise lieferte der US-Aktienmarkt in den 1990er Jahren eine Rendite von 15.3% pro Jahr.

Das Gewinnwachstum der Unternehmen betrug aber nur 7.7% pro Jahr. Wie kam die restliche Rendite von 7.6% pro Jahr zustande? Das KGV des Aktienmarktes stieg von 15.4 auf 30.5 (s. Tabelle). Umgekehrt lieferte der US-Aktienmarkt von 2000 bis 2007 keine Rendite für die Anleger, obwohl das Gewinnwachstum 7.7% pro Jahr betrug.

Die Reduktion des KGV von 30.5 auf 18.0 lieferte einen negativen Beitrag von -7.7% pro Jahr (s. Grafik S.20).

Unter Wall-Street-Strategen durchaus populär ist der Versuch, diese Veränderung des KGV durch die Veränderung des Zinsniveaus zu erklären.


Eine theoretische Grundlage für einen solchen Zusammenhang zwischen einer nominellen Anlage (Obligation) und einer realen Anlage (Aktie) gibt es bisher nicht. Auch empirisch lässt sich über eine langfristige Betrachtungsperiode kein solcher Zusammenhang feststellen.

Auch die hohe Volatilität an den Aktienmärkten kann mit der neuen Theorie gut erklärt werden. Nur etwa 25% der Volatilität wird durch neue Informationen über die Fundamentaldaten verursacht.


Ganze 75% der Volatilität kommen durch korrelierte Prognosefehler der Investoren zustande. Wenn viele Investoren sich ähnlich positioniert haben und gleichzeitig herausfinden, dass Ihre Prognose falsch war, kann es zu heftigen Marktbewegungen kommen.

## Bullen- und Bärenmärkte (Expansion und Kontraktion der Bewertung) sind **die** Treiber der Aktienmarktrendite

	S&P 500 Rendite p.a.	Gewinnwachstum p.a.	Veränderung der Bewertung	KGV zu Beginn	KGV am Ende
1950s	13.6%	3.9%	+9.7%	7.2	17.7
1960s	5.1%	5.5%	-0.4%	17.7	15.9
1970s	1.6%	9.9%	-8.3%	15.9	7.3
1980s	12.6%	4.4%	+8.2%	7.3	15.4
1990s	15.3%	7.7%	+7.6%	15.4	30.5
2000-2007	0.0%	7.7%	-7.7%	30.5	18.0



**Aktienmarktrendite**



**Bewertungszyklus  
gemäss Stanford-Theorie**

Quelle: Barron's, Analyse Wegelin & Co.

### Implikationen für Investoren

Gemäss der neuen Theorie wird die langfristige Risiko-prämie von Aktien hoch bleiben (6%). Aktien sind riskant, weil es langjährige Bärenmärkte geben kann. Dieses Risiko muss entschädigt werden. Auch die Bewertung des Aktienmarktes wird mit einem von der Stanford-Theorie erwarteten KGV zwischen 9 und 18 weiterhin stark schwanken. Die neue Theorie hat auch wichtige Implikationen für das Risiko-Management. Die meisten gängigen Risiko-Managementmethoden, wie zum Beispiel der „Value-at-risk“, basieren implizit auf der Theorie der Markteffizienz bzw. auf der Annahme einer Normalverteilung. Sowohl die neue Stanford-Theorie wie auch empirische Untersuchungen zeigen aber, dass Finanzmarktrenditen nicht normalverteilt sind. Es kommt immer wieder zu Bewegungen, die bezüglich Frequenz und Ausmass viel heftiger sind, als die Modelle erwarten würden. Für die Stanford-Theorie ist dies keine Überraschung, da 75% der Volatilität endogen

durch die korrelierten Fehler der Investoren verursacht wird. Dieser Teil der Volatilität lässt sich leider nicht prognostizieren.

Wie können die Marktteilnehmer mit endogener Volatilität umgehen? Das Risiko-Management darf sich nicht einseitig auf Methoden wie den „Value-at-risk“ abstützen, sondern muss vielmehr mit „worst case“ Szenarien rechnen. Anstatt sich allein auf historische Daten abzustützen, muss überlegt werden, was im schlimmsten Fall passieren könnte. Beispielsweise wurde in der aktuellen Kreditmarktkrise in den USA aufgrund historischer Daten mit Ausfallswahrscheinlichkeiten gerechnet, die sich als komplett falsch herausgestellt haben. Die Modelle haben die strukturellen Brüche im Hypothekenmarkt und die damit verbundene Verschlechterung der Kreditqualität nicht erkannt.

Eine weitere Konsequenz, insbesondere im alternativen Asset Management, bezieht sich auf den Einsatz von Le-

verage. Wenn wir wissen, dass sich die Finanzmärkte nur ungenügend prognostizieren lassen, sollte Fremdkapital nur in begrenztem Ausmass eingesetzt werden. Bei einer Hebelwirkung von 10 bzw. 10 Prozent Eigenkapitalquote reicht ein Verlust von 10 Prozent aus, um das gesamte Eigenkapital zu vernichten. Viele Hedge Fonds, die in der Vergangenheit implodiert sind, hatten zu viel Leverage im Einsatz. Ein prominentes Beispiele ist neben dem Lehrbuch Beispiel LTCM die Entwicklung der Carlyle Capital Corporation.

### Zu einem neuen Verständnis von Indexing

Das sogenannte Indexing, das passive Kaufen und Halten von Aktien gemäss deren Marktkapitalisierung, basiert auf der Theorie der Markteffizienz von der Universität Chicago. Die zugrunde liegende Annahme ist, dass die Aktienkurse effizient alle verfügbaren Informationen reflektieren. In diesem Fall gibt es kein „Alpha“, und der Investor sollte daher passiv das Marktportfolio halten und damit

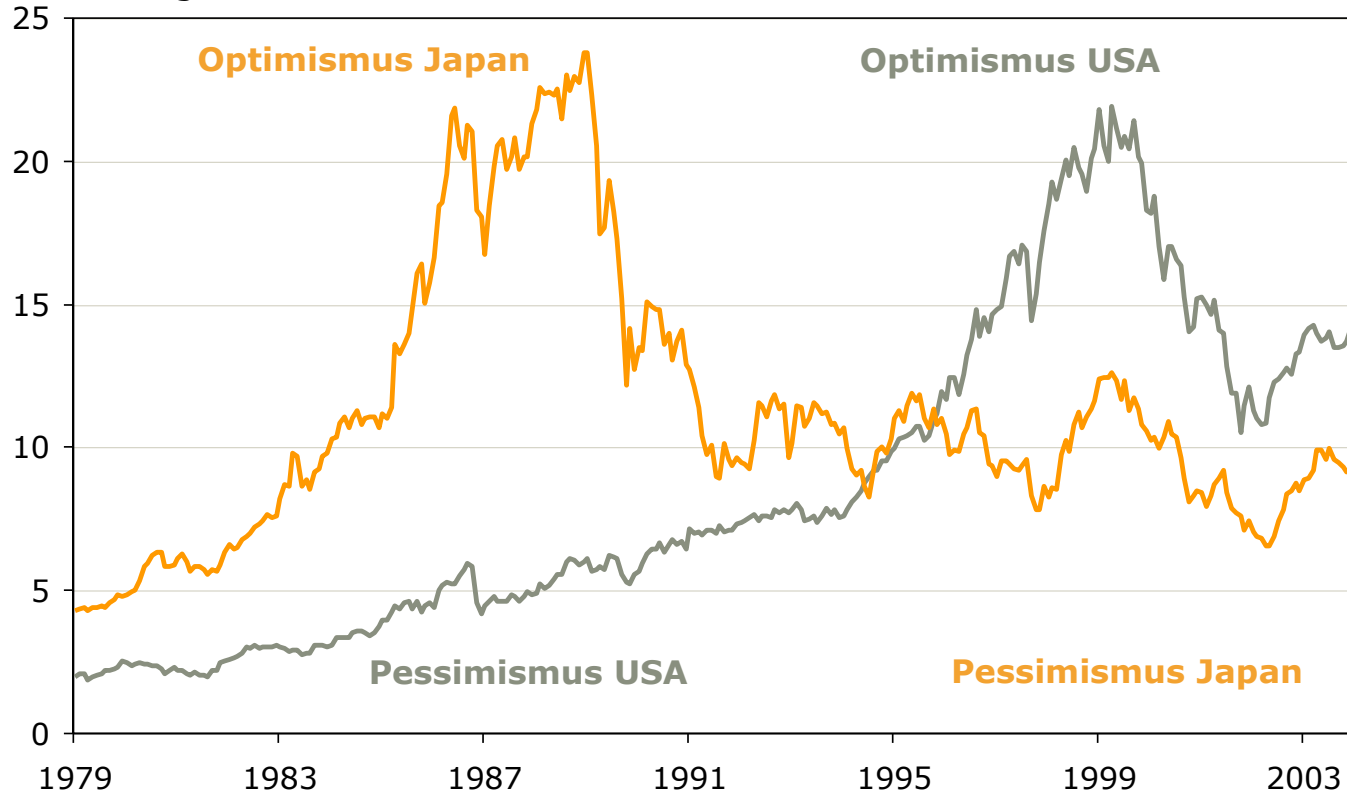
seine Kosten minimieren.

Gemäss der neuen Stanford-Theorie sind aber die Aktienmärkte nicht immer korrekt bewertet. Vielmehr führen korrelierte Prognosefehler der Investoren immer wieder zu Übertreibungen, sogenannte Bullen- und Bärenmärkte. Das klassische Indexing ist daher suboptimal, da gemäss diesem Ansatz Aktien bzw. Aktienmärkte auf dem Höhepunkt eines Bullenmarktes besonders hoch im Index gewichtet werden.

Die Stanford-Theorie besagt hingegen, dass ein Investor bei der Gewichtung einzelner Aktienmärkte die Position im jeweiligen Bullen- und Bärenzyklus berücksichtigen sollte. Falls die Bullen- und Bärenmärkte der einzelnen Aktienmärkte weltweit nicht synchron verlaufen, was historisch auch der Fall war, dann ist es möglich, durch die Anlage in Bullen- und durch die Vermeidung von Bärenmärkten signifikant besser abzuschneiden als mit einer Anlage in den Weltaktienmarkt. Beispielsweise erlebte Japan in den 1990er Jahren einen Bärenmarkt, die USA einen Bullenmarkt (s. Grafik).

## Bullen- und Bärenmärkte verlaufen nicht synchron

Bewertungsniveau



Quelle: MSCI, Analyse Wegelin & Co., Indexstand im Verhältnis zu 10-jährigen realen Gewinnen, basierend auf Research von Robert Shiller „Irrational Exuberance“.

## Stanford-Theorie basierte marktneutrale Active Indexing Strategien

Um die Erkenntnisse aus der neuen Stanford-Theorie in der Praxis zu testen, hat Wegelin & Co. einen marktneutralen Active Indexing Ansatz entwickelt. Die Strategie wird «Active» genannt, weil die Strategie Bullen- und Bärenmarktzyklen modelliert und dann aktiv in die attraktivsten Aktienmärkte investiert. «Indexing», weil die Umsetzung, auf der Long- wie auf der Short-Seite, über breit diversifizierte, kostengünstige Aktienindexinstrumente erfolgt. Das Anlageuniversum der Active Indexing Strategie besteht aus den gleichen Ländern und Branchen wie das des „Chicago basierten“ MSCI World Indexes.

Auf der Long-Seite des Portfolios wird in diejenigen Märkte investiert, die sich, basierend auf den Überlegungen der Theorie der „Rational Beliefs“, in einer attraktiven Phase eines Bullenmarktes befinden. Die Märkte, die sich in einem Bärenmarktumfeld befinden, werden auf der Short-Seite aus dem Portfolio gehedged.

Auf diese Weise lassen sich die starken Schwankungen an den Aktienmärkten, das Vorhandensein von Bullen- und Bärenzyklen sowie die Möglichkeit, Short-Positionen einzugehen, mit einem indexbasierten Ansatz optimal verbinden.

Diese Strategie wird seit 2003 in Form eines marktneutralen Ansatzes umgesetzt und hat seither äusserst stabile Ergebnisse erzielt. Active Indexing Market Neutral konnte durch das geschickte Ausnutzen von Marktzyklen seit Dezember 2003 eine durchschnittliche Nettorendite von 8.8% pro Jahr erzielen (nach allen Kosten in EUR) –ohne das Eingehen von Marktrisiken und über den Einsatz passiver Indexinvestitionen.

Bemerkenswert ist, dass die Strategie ohne exzessives Leverage auskommt, der Alpha-Pool (Renditedifferenz zwischen den Märkten in einem Bullen- und einem Bärenzyklus) des Ansatzes ist vergleichsweise gross. Diese Resultate bestätigen, dass akademische Erkenntnisse erfolgreich in der Praxis umgesetzt werden können. Die überzeugende Logik der Theorie der „Rational Beliefs“ hat dazu geführt, dass einige Universitäten diesen Ansatz auch in der Lehre berücksichtigen. Die Absolventen werden damit auch auf schwierige Zeiten an den Finanzmärkten vorbereiten. Es ist zu erwarten, dass diese Theorie in den kommenden Jahren zunehmend von Theoretikern und Praktikern entdeckt und beachtet wird.

## Kontakt



Daniel Leveau  
Wegelin & Co. Privatbankiers  
Teilhaber Wegelin & Co. Privatbankiers  
Tel: 0041 71 242 59 69  
Email: [daniel.leveau@wegelin.ch](mailto:daniel.leveau@wegelin.ch)

Pascal Cettier  
Mitglied der Direktion  
Wegelin Asset Management  
Wegelin & Co. Privatbankiers  
Bohl 17, CH-9004 St. Gallen  
Tel.: +41 71 242 58 89  
Email: [cettier@wegelin.ch](mailto:cettier@wegelin.ch)

[www.wegelin.ch](http://www.wegelin.ch)

# BLOCKADEN IM VERTRIEB VON ALTERNATIVE INVESTMENTS 2008 BIS 2010 BEI INSTITUTIONELLEN UND SEMI-INSTITUTIONELLEN INVESTOREN

**von Volkmar Kübler**, Geschäftsführer  
Asset Management Solutions GmbH  
Bad Homburg

## Einleitung

Der Absatz von Alternative Investments bleibt nach wie vor weit hinter den Erwartungen zurück. Volatile Märkte, globalisierte Märkte, veränderliche Märkte - eigentlich spricht alles dafür, Alternative Investments in institutionelle Portfolios zu legen, aber dennoch bleibt diese ernüchternde Erkenntnis. Woran liegt das?

In unseren zahlreichen Gesprächen mit verantwortlichen Managern haben wir eine Reihe von Argumenten zusammengetragen, die wir Ihnen im folgenden Aufsatz darlegen wollen.

## Sondereinflussfaktoren

Das Umfeld für institutionelle Investoren ist derzeit mehr von Sondereinflussfaktoren als von Regelfaktoren bestimmt. Als Sondereinflussfaktoren betrachten wir alle Faktoren, die unsystematisch und zeitlich unbestimmt sind. Dazu gehören alle aktuellen Auswirkungen der Vereinheitlichung unserer Rechtssysteme an europäische Standards (z.B. MiFiD), aber auch spezifisch deutsche Gesetzesvorhaben, wie die Abgeltungssteuer und natürlich Anfang dieses Jahres auch der Börsencrash.

In der Regel sind institutionelle Investoren im Management personell so bestückt, dass sie gut mit Regelfaktoren zurecht kommen. Regelfaktoren sind dabei alle Faktoren, auf die der übliche Geschäftsbetrieb hin ausgerichtet ist. Insofern bedeuten Sondereinflussfaktoren eine zusätzliche Belastung der Managementressourcen. Das kann in der Folge schnell zu Engpässen führen.

Betrachtet man beispielsweise die Auswirkungen der Umsetzung der MiFiD, so sind besonders zwei Punkte hervorzuheben: Erstens stellt MiFiD erhebliche zusätzliche organisatorische Anforderungen an die davon betroffenen Unternehmen und zweitens wird in Folge der Umsetzung eine Bereinigung im Segment der Independent Financial Advisors (=Finanzvertriebe) stattfinden. Und gerade dieser zweite Punkt zeigt bereits heute er-

kennbare Auswirkungen. Viele Anbieter, die bisher ihren Kernumsatz über diese IFAs erzielt haben, versuchen jetzt Kontakte zu semi-institutionellen und institutionellen Investoren aufzubauen um sich für die Zukunft zu

rüsten: durch neue Absatzkanäle. Dies ist spürbar in Form eines enormen Anstiegs von Ansprachen dieser Anbieter zum Beispiel bei Banken, Stiftungen, etc.



**Volkmar Kübler**

## Regelfaktoren

Als wesentliche Regelfaktoren, die den Absatz von Alternative Investments tangieren, lassen sich aufzählen:

1. Zunehmende Professionalisierung der Entscheidungswege bei den Investoren
2. Gesetzliche Rahmendaten wie Investitionsgrenzen oder Transparenzanforderungen
3. Organisations- und Dokumentationsverpflichtungen führen zu einem erheblichen Verwaltungsaufwand bei der Einführung neuer Asset Classes / Produkte
4. Sehr breites Angebot an unterschiedlichen Alternative Assets von einer großen Vielzahl Anbieter
5. Fehlende – verbindliche und anerkannte – Branchenstandards, die als Entscheidungshilfen herangezogen werden könnten
6. Fehlendes Know-How über Alternative Assets in den Gremien der Investoren
7. Teilweise sehr hohe Komplexität der Angebote, oft auch noch verbunden mit innovativen Pricing-Modellen

## **Zu 1. Zunehmende Professionalisierung der Entscheidungswege bei den Investoren**

Dieser Regelfaktor ist grundsätzlich sehr zu begrüßen. Aus vertrieblicher Sicht führt er allerdings zu einem längeren Entscheidungsprozess. Das bedeutet, zwischen dem ersten Kontakt und einer Entscheidung liegt deutlich mehr Zeit, als es in der Vergangenheit der Fall war.

Ein typischer Entscheidungsprozess sieht so aus:

- Kontaktaufnahme und Vorentscheidung (interessant ja/nein)
- Zusendung von Produktinformationen
- Interne Vorstellung in der Anlageausschusssitzung mit Entscheidung: Watchlist ja/nein
- Verbleiben auf der Watchlist (=Beobachtung von Anbieter + Produkt) für ½ Jahr, 1 Jahr bis zu 2 Jahre.
- Entscheidung zur Implementierung ja/nein
- Schaffung der organisatorischen, revisionssicheren internen Strukturen
- Implementierung (Integration in Buchungswesen, Schulung, Marketing)

## **Zu 2. Gesetzliche Rahmendaten wie Investitionsgrenzen oder Transparenzanforderungen**

Das ausbremsende Moment sind die zu engen Investitionsgrenzen. Das Problem ist dabei mathematischer Natur: Wenn ein Investor beispielsweise maximal 5% seiner Asset Allokation in Alternative Asset investieren darf, dann sinkt der Grenzwert des Nutzens (Beitrag zur Qualitätssteigerung des Portfolios gegenüber Aufwand der Implementierung, Organisatorischer Aufwand wie Überwachung etc.) ins Marginale.

## **Zu 3. Organisations- und Dokumentationsverpflichtungen führen zu einem erheblichen Verwaltungsaufwand bei der Einführung neuer Asset Classes / Produkte**

Das ist zwar nichts Neues, bekommt aber vor dem Hintergrund der zu Punkt 2 erörterten Problematik Bedeutung. Denn ein Verwaltungsaufwand lässt sich nur durch den daraus zu generierenden Nutzen rechtfertigen. Entfällt dieser weitgehend, dann macht der Verwaltungsaufwand naturgemäß keinen Sinn.

## **Zu 4. Sehr breites Angebot an unterschiedlichsten Alternative Assets unterschiedlichster Anbieter**

Für viele Investoren gab es in der Vergangenheit wenig oder keine Berührungspunkte in die Branche der Alternative Assets. Die enorme Vielfalt der Branche macht eine Branchenübersicht, die Übersichten über mögliche Anbieter und deren Produkte umfasst, sehr aufwändig. Damit stellt bereits die Aufstellung systematischer Kriterien für eine technisch orientierte Vorselektion eine echte Herausforderung dar. Allein schon die Datenbeschaffung erfordert große Anstrengungen.

Wenig interne Erfahrung und ein heterogenes und sehr weites Anbieterumfeld bilden damit eine große Eintrittsbarriere.

## **Zu 5. Fehlende – verbindliche und anerkannte – Branchenstandards, die als Entscheidungshilfen herangezogen werden könnten**

Dieser 5. Punkt knüpft unmittelbar an den vorangegangenen an. Aus Sicht der Investoren wäre es ideal, wenn die Branche sich verbindliche, nachvollziehbare und bewertbare Standards setzen würde. Diese würden zu einem deutlich vereinfachten internen Entscheidungsprozess führen und somit der Branche einen erheblichen Wachstumsschub bescheren.

## **Zu 6. Fehlendes Know-How über Alternative Assets in den Gremien der Investoren**

Die Bedeutung dieses Faktors liegt auf der Hand. Insbesondere entfalten dadurch gerade unqualifizierte Äußerungen in den Medien (berühmtes Beispiel „Heuschrecken“) ein sehr destruktives Potenzial. Nach unseren Erfahrungen kann hier seitens der Branche fachlich viel getan werden: zum Beispiel über das Zugänglichmachen von Studien für weite Managementkreise.

## **Zu 7. Teilweise sehr hohe Komplexität der Angebote oft auch noch verbunden mit innovativen Pricing-Modellen**

Vor dem Hintergrund der vorangestellten Punkte wird deutlich, dass dieser Faktor einen weiteren Stolperstein auf dem Weg zu einer Entscheidungsfindung pro Alternative Assets darstellt. Gerade die Beurteilung der Aus-

wirkungen wenig bekannter Pricing-Modelle erfordert naturgemäß einen zusätzlichen Aufwand. Und das wiederum vermindert die Bereitschaft, sich mit einem solchen Angebot auseinanderzusetzen.

### **Bewertung**

Betrachtet man die einzelnen Problemfelder etwas genauer, dann fällt auf, dass es sich vorwiegend um operativ lösbare Aufgabenstellungen handelt. Diese Erkenntnis lässt uns optimistisch auf die zukünftige Entwicklung unserer Branche schauen. Operative Probleme können und werden gelöst werden.

### **Was könnte sofort angegangen werden?**

Die angeführten Regelfaktoren 1. bis 3. lassen sich durch die Ausarbeitung angepasster Materialien beheben. Hier könnte seitens des Verbandes in Zusammenarbeit mit ausgesuchten Häusern richtungsweisende Vorlagen erarbeitet werden. Gute Beispiele für derartige Ausarbeitungen finden sich bereits reichlich auf der Homepage des BAI.

Zur Entwicklung von Lösungen für die Problematiken aus den Faktoren 4. und 5. sind in erster Linie Researchhäuser gefordert. Diese können gemeinsam mit den Investoren und dem Verband verbindliche Branchenstandards „mit Blick auf eine einfach Investierbarkeit aus Sicht von Investoren“ erarbeiten.

Die Lösungsansätze für die Punkte 6. und 7. sind bekannt: Kommunikation und Schulung. Durch verstärkte Bemühungen aller Unternehmen und Einrichtungen der Branche in Schulungen, Publikationen, Kongressen, Studien, etc. lässt sich hier in der Fachöffentlichkeit viel bewegen. Zu guter Letzt gilt auch in unserer Branche der Grundsatz: „Tue Gutes und rede darüber!“ Aus unserer Sicht empfehlen wir eine branchengetragene, institutionalisierte und regelmäßige persönliche Ansprache der Führungskräfte durch eine Serviceeinheit.

### **Fazit**

Auf der einen Seite suchen Sie, als exzellenter Asset Manager qualifizierte Marktpartner. Auf der anderen Seite suchen qualifizierte Sparkassen, Volksbanken Raiffeisenbanken, Privatbanken und Vermögensverwaltungen, Finanzvertriebe und institutionelle Investoren aus Versi-

cherung, Industrie und Handel exzellente Asset Managementleistungen.

### **Die Kernfrage lautet daher ...**

- ...für Asset Manager: Wie komme ich kostengünstig und effizient an Marktpartner?
- ...für Banken/Investoren: Wie finde ich den für mich geeigneten Asset Manager?

### **Die Antwort lautet ...**

- ...gemeinsam für mehr Einheitlichkeit, Nachvollziehbarkeit und Verständlichkeit sorgen
- ...gemeinsam direkt am Entscheider die Anliegen der Branche kommunizieren



### **Kontakt**

Herr Volkmar Kübler  
Geschäftsführer  
Asset Management Solutions GmbH  
Ferdinandstr. 9  
61348 Bad Homburg

Tel.: +49 6172 86 89 98-89

Email: [Volkmar.kuebler@amsolutions.de](mailto:Volkmar.kuebler@amsolutions.de)

# INDUSTRY SELF-REGULATION – CASE STUDY OF THE HEDGE FUND WORKING GROUP

**von Thomas Deinet**, Senior Manager  
Oliver Wyman



**Thomas Deinet**

During recent years, the hedge fund sector has grown significantly in both size and diversity, becoming a prominent feature of the financial system and the global economy. The influence of hedge funds is apparent in areas ranging from capital markets to public-sector debt management. With that influence, however, have come greater responsibility and intensified scrutiny from investors as well as the public. Nevertheless, the public’s poor understanding of hedge funds is still contributing to concern about practices in the sector, while raising wider questions about financial stability.

In a bid to alleviate this situation, the industry is striving to strengthen the confidence of investors, lenders, regulators and other market participants by drawing up a “baseline” for hedge fund activity. One such effort is being conducted by the Hedge Fund Working Group (HFWG), which was established by 14 large hedge funds operating in Europe. In January, the HFWG published a report that outlined best-practice standards for hedge fund managers and that called for the establishment of a permanent Hedge Fund Standards Board (HFSB) to maintain and update the standards as required.

The recommendations made in Hedge Fund Standards: Final Report are based on significant consultation with more than 300 major stakeholders, including investors, prime brokers, hedge fund managers, major regulatory bodies and trade associations. The standards are designed to provide sound guidance in those areas of hedge fund activity that the HFWG identified as having been subject to the most scrutiny over the past few years.

These issues (see Table 1, Page 28) have given rise to guidelines in five key areas:

1. Disclosure to investors and counterparties
2. Valuation
3. Risk management
4. Fund governance
5. Shareholder conduct and activism

The UK Financial Services Authority’s 11 principles of good business conduct comprise the foundation for these standards, which embody the tenets of sound business behavior. Since the standards are conducive to good business wherever it is carried out, they potentially have global reach.

Part of the HFSB’s mandate is to consider the scope for global convergence of the standards over time, with particular reference to the findings of the US President’s Working Group on hedge funds, which are expected later this year. The “comply or explain” nature of the standards means that international hedge funds should be able to adopt them without significant difficulty.

Overall, the response of hedge fund managers to the standards is envisaged as a dynamic process based on a “comply or explain” regime. A hedge fund manager will “conform” to the standards if it becomes a signatory to the process run by the HFSB and then, in respect to each standard, either will comply with that standard or explain why it will not do so. By permitting flexibility, this approach avoids the prescriptiveness inherent in a framework based solely on compliance, and thus accommodates managers of all sizes and types. Disclosure is critical to the success of this approach. Ensuring the transparency of each hedge fund manager’s stance on the standards will provide investors and others with an important instrument for due diligence.

Moreover, the pressure applied by both a manager's peer group and its investors will provide a strong incentive for that manager to become a signatory.

As a whole, the hedge fund industry now has the responsibility to work with the HFSB to keep the standards up to date and "fit for purpose." In addition, the mandate of the HFSB also includes maintaining links with stakeholders, such as the industry and supervisors. The HFSB will not be a trade association, however, as that role is reserved for the Alternative Investment Management Association (AIMA).

The interim trustees include the 14 members of the HFWG along with the chairman of AIMA. While a permanent chairman is being sought, Sir Andrew Large, chairman of the HFWG, will serve as the interim chairman. Over the next few months, interim trustees will appoint permanent trustees. It is expected that the majority of trustees will have roots in the industry, with representation from both investors and hedge funds. One of the qualifications for all trustees will be independence of mind.

A market-oriented solution is the most efficient way of achieving necessary improvements in the business operations of hedge funds. To ensure conformity, the HFWG's work is the first step in establishing an appropriate level of standards. The production of the standards constitutes the beginning, rather than the end, of this exercise in industry-led market discipline.

The quality of the work of the HFWG has received high praise, most notably from European political leaders, who welcomed the voluntary best-practice standards of the HFWG in their joint communiqué on the global economy in January.

Thomas Deinet is Senior Manager in Oliver Wyman's Frankfurt office. He has orchestrated the development of the voluntary best practice standards for the Hedge Fund Working Group.

Further information on the HFSB can be found at [www.HFSB.org](http://www.HFSB.org).

## **Kontakt**

Thomas Deinet  
Oliver Wyman  
Email: [thomas.deinet@oliverwyman.com](mailto:thomas.deinet@oliverwyman.com)

Hedge Fund Standard Board (HFSB)  
The Adelphi, 1/11 John Adam Street, London WC2N 6HT  
Email: [info@hfsb.org](mailto:info@hfsb.org)

**Table 1: Issues addressed by HFWG**

Area of concern	Issues	
Disclosure	Investment policy	Do hedge fund managers describe their investment policies and associated risks with the investments in sufficient detail?
	Commercial policy	Do hedge fund managers provide adequate disclosure to investors about the commercial terms applicable to an investment in their fund?
	Performance measurement	Do hedge fund managers sufficiently disclose the robustness of their performance calculation?
	Disclosure to lenders	Do hedge fund managers provide lenders with sufficient information to assess risk adequately?
Valuation	Separation of duties	Do hedge fund managers adequately mitigate potential conflicts of interest and provide investor with sufficient information about the valuation process?
	Illiquid assets	Do hedge fund managers adequately manage challenges arising in valuing assets (including complex derivatives) where reliable market data is not available?
Risk	Risk framework	Do hedge fund managers adequately explain their approach to risk management and have a consistent framework in place?
	Portfolio risk	In light of recent hedge fund failures, do hedge fund managers adequately monitor portfolio risks to ensure alignment with stated risk appetite and liquidity profile?
	Operational risk	Do hedge fund managers ensure adequate management of operational risks (eg stemming from process and system related failures and improper market conduct)?
	Third party services	Do hedge fund managers take sufficient care and conduct adequate due diligence when selecting third party service providers for the fund and continuously monitor them?
Fund Governance		Do hedge fund managers provide a satisfactory mechanism or vehicle to handle potential conflicts of interest as between themselves and investors?
Shareholder Conduct (including activism)	Market abuse	Do hedge fund managers comply with applicable law and regulation on market abuse?
	Shareholder conduct: Proxy voting	Hedge fund managers have become significant participants in equity markets, but do they fulfil their duty to vote proxies where it is in the best interests of investors?
	Shareholder conduct: Disclosure of derivative positions	Do hedge fund managers use derivatives to avoid disclosure of (economic) positions in companies, which, if they owned the stock directly, would have to be made public?
	Shareholder conduct: Borrowed stock	Is it appropriate for hedge funds to borrow stock to vote while not being economically exposed?

## ANLEGER ENTDECKEN VOLATILITÄT ALS RENDITEQUELLE

**von Thomas Mühlberger**, Senior Manager  
Portfolio Management Absolute Return,  
Lupus alpha Asset Management GmbH

**Die Volatilität von Aktien oder Renten ist allgemein als Risikomaß bekannt. Über den Einsatz derivativer Instrumente können mit Volatilität auch Erträge generiert werden.**

**Volatilitätsstrategien haben andere Renditetreiber als traditionelle Anlageklassen, so dass institutionelle Anleger sie zunehmend zur Diversifizierung ihrer Portfolios nutzen. Doch auch Privatanleger können durch innovative Produkte von Volatilitätsstrategien profitieren.**

Volatilität ist nicht gleich Volatilität. Man unterscheidet zwei Arten von Volatilität: Die realisierte oder historische Volatilität ist die Standardabweichung der Renditen in einem bestimmten Zeitraum. Sie gibt an, wie stark Kursschwankungen in einem bestimmten vergangenen Betrachtungszeitraum waren. Die implizite Volatilität dagegen gibt an, mit welchem Ausmaß von Kursschwankungen der Markt in der Zukunft rechnet. Die implizite Volatilität liegt normalerweise etwas höher als die realisierte Volatilität, bei vielen Aktienindizes beträgt der Unterschied im langfristigen Mittel rund vier Prozent. Diese Differenz stammt aus dem Optionshandel.

Wer Volatilität verkauft, geht grundsätzlich ein Risiko ein, denn wie hoch die realisierte Volatilität in der Zukunft ausfällt, ist heute noch unbekannt. Dafür erhält der Verkäufer eine Risikoprämie.

Geben die Märkte wie seit Jahresanfang überraschend stark nach, kann die realisierte Volatilität allerdings höher ausfallen als die implizite Volatilität.

### Einflussfaktoren bei Optionsstrategien

Um mit implizierter und realisierter Volatilität Erträge zu generieren, sind Optionen nach wie vor das wichtigste Instrument. Über Optionspreismodelle, wie das

bekanntes Modell von Black/Scholes, kann aus den gehandelten Optionspreisen die implizite Volatilität berechnet werden. Für die Beurteilung einer Option ist jedoch nicht nur die implizite Volatilität von Bedeutung, sondern auch der Einfluss verschiedener Parameter wie Aktienkurs, Restlaufzeit, Zins und Dividende sowie der Ausübungspreis.

Die Bedeutung und Auswirkungen dieser Faktoren werden üblicherweise mit Hilfe griechischer Buchstaben (bspw. Alpha, Beta, Gamma etc.) bezeichnet.

So gibt etwa der als „Delta“ bezeichnete Faktor die Veränderungen des Optionspreises im Verhältnis zum aktuellen Basiswert an. Mit „Gamma“ wird die Veränderung des Delta einer Option bezeichnet, wenn sich der Basiswert um eine Einheit verändert. Das „Vega“ misst die Veränderung des Optionspreises bei Änderung der impliziten Volatilität des Basiswertes. Schließlich gibt es noch „Theta“ und „Rho“, die den Einfluss von Restlaufzeit bzw. von risikofreiem Zinsniveau und Dividenden angeben.



**Thomas Mühlberger**

### Neue Instrumente für den Volatilitätshandel

In letzter Zeit sind am Markt Vola-Instrumente neu verfügbar, die zwar nicht wie Optionen mit allen „Griechen“ punkten können, sie sind allerdings dafür oftmals effizienter, transparenter und kostengünstiger.

Marktteilnehmer können ihre Einschätzung hinsichtlich der künftigen Volatilitätsentwicklung beispielsweise über den Kauf von Volatilitäts-Terminkontrakten („Futures“) ausdrücken, die auf verschiedene Marktindizes wie etwa den S&P-500 (Vix), den Euro Stoxx 50 (VStoxx), den Dax (VDax) und den SMI (VSMI) angeboten werden.

Daneben existieren Zertifikate auf Volatilitäts-Indizes, und auch mit Variance-Swaps (OTC-Produkte zum Handel der impliziten gegenüber der realisierten Volatilität) können

Investoren über bestimmte Zeitperioden auf steigende oder sinkende Marktvolatilitäten wetten. Bei allen Instrumenten ist Bewertungsbasis die aus den gehandelten Optionspreisen ermittelte implizite Volatilität.

Die aktive Volatilitätssteuerung über den Handel mit Verkaufs- („Put“)- und Kauf- („Call“) Optionen hat viele Vorteile. Bei börsengehandelten Optionen entfällt zudem das Ausfallrisiko einer Gegenpartei, wie es zum Beispiel bei „Over-the-Counter“, den direkt zwischen Marktteilnehmern gehandelten OTC-Instrumenten, besteht. Zudem können Anleger mit Optionen nicht nur das Thema Volatilität „spielen“, sondern auch Erträge über die Faktoren Theta, Gamma, Delta und Rho erzielen.

### **Vola-Strategien für alle Marktrichtungen**

Grundsätzlich können Investoren ihre Markterwartungen hinsichtlich der Volatilitäts-Entwicklung in der jeweils passenden Strategie umsetzen. So ist es durchaus sinnvoll sich in Zeiten niedriger Volatilität „Vola-Long“ zu positionieren. Dies kann zum Beispiel über den Kauf von Calls und Puts erfolgen. Geht der Anleger künftig eher von sinkenden Volatilitäten („Vola-Short“) aus, so wird er tendenziell Call- oder Put-Optionen verkaufen, um so vom Rückgang der Volatilität zu profitieren, bspw. über Covered Call Strategien oder Discount-Zertifikate. Privatanleger, die von einer steigenden Volatilität („Vola-Long“) ausgehen, sind sicherlich mit Garantie-Fonds oder Wertsicherungskonzepten gut bedient.

Neben Long- und Short-Strategien gibt es aber auch Ansätze, die relative Wertunterschiede ausnutzen („Relative Value“). „Ratio Spreads“ beispielsweise können genutzt werden, indem Optionen „am Geld“ (Underlying-Kurs entspricht dem Ausübungspreis der Option) gekauft und „aus dem Geld“ (Underlying-Kurs liegt unter (Call) bzw. über (Put) über dem Ausübungspreis) verkauft werden. Als „Time Spread“ sind Volatilitätsstrategien bekannt, wie sie beispielsweise auch der Lupus alpha Volatility Invest umsetzt. Der Fonds handelt Volatilitäten kurz laufender Aktienindex-Optionen gegen Volatilitäten langlaufender Indexoptionen. Bei dieser so genannten Time Spread-Strategie werden zwei Optionen gleichen Typs (Puts) auf denselben Basiswert (Aktienindex) mit unterschiedlichen Laufzeiten – daher Time Spread eingebunden. Durch den Verkauf der Index-Optionen vereinnahmt der

Fonds Optionsprämien. Gleichzeitig kauft der Fonds zu Jahresbeginn eine Index-Option mit einer deutlich längeren Laufzeit. In steigenden Marktphasen profitiert der Anleger so von den vereinnahmten Optionsprämien der Kurzläufer, in fallenden Märkten von den gekauften Index-Verkaufsoptionen. Dabei profitiert die Strategie von steigenden Volatilitäten („Long Vega“) und geringen Veränderungen des Index („Short Gamma“) profitiert.

### **Renditetreiber der Time-Spread-Strategie**

Die Time-Spread-Strategie ist umso erfolgreicher, je höher die Spanne zwischen impliziter und realisierter Volatilität und je größer die Differenz zwischen der Volatilität der kurz laufenden und der lang laufenden Optionen ausfällt. Auch das Trendverhalten des Aktienindex wirkt sich aus, je eindeutiger der Trend, desto besser. Die Rendite eines Time-Spread-Fonds kann durch aktives Management optimiert werden, etwa durch die Kombination unterschiedlicher Aktienindizes. Wenn Indexverlauf und Volatilität dies nahe legen, können Optionen auch vor ihrem Verfall zurückgekauft und neu geschrieben werden, um so Prämiegewinne zu sichern.

### **Interessant nicht nur für institutionelle Investoren**

Bei institutionellen Investoren hält der Trend zur breiteren und tieferen Portfolio-Diversifizierung unvermindert an. Nicht zuletzt die Folgen der US-Subprime-Krise haben zu einer Neubewertung der Faktoren Rendite, Liquidität und Risiko bei Anlagestrategien geführt. Im Gegensatz zu den Aktienmärkten waren mit Vola-Strategien im ersten Quartal durchaus positive Erträge zu erzielen, wie der Lupus Alpha Volatility Invest mit einer Performance von über 2% seit Jahresanfang zeigt. Mit einer Volatilität von 4 – 6% p.a. liegt der Fonds zudem nur gering über dem Risiko von klassischen Balanced Mandaten und ist zu klassischen Anlagen wie Renten oder Aktien nur gering korreliert.

Es zeigt sich aktuell, dass Volatilität als investierbare, niedrig korrelierte Anlageklasse zunehmend interessanter wird und vermehrt auch in die Portfolios institutioneller Anleger Eingang findet.

## Kontakt

# Lupus alpha

Thomas Mühlberger  
Senior Manager Portfolio Management Absolute Return  
Lupus alpha Asset Management GmbH  
Speicherstraße 49-51  
60327 Frankfurt am Main

E-Mail: [thomas.muehlberger@lupusalpha.de](mailto:thomas.muehlberger@lupusalpha.de)

# THE ART OF CONSTRUCTING HEDGE FUND OF FUNDS PORTFOLIOS

**by Kostas Iordanidis,**  
Co-Chief Investment Officer  
Olympia Capital Management

In the history of financial markets the development of the hedge fund industry has been among the biggest success stories of the last twenty years. Despite being faced with a number of crises, most notable the liquidity crisis of 1998 and the subsequent collapse of Long Term Capital Management, one of the most well known hedge funds of its time, the hedge fund industry not only managed to survive, but also flourished in the process. Indeed, over the past few years we have experienced a remarkable transformation of an industry moving from small and exotic to large and mainstream. In the process, hedge funds have moved from relying on the ability of a few very talented directional traders to constructing complex portfolios that resemble the trading books of investment banks and from offering their product to an exclusive minority of private clients to serving the needs of institutional as well as retail clients.

## Looking for alpha in so many places

Prominent to this transformation of the industry has been the role of funds of hedge funds which over the past twenty years have been offering products of diversified portfolios of hedge funds. In constructing hedge fund portfolios it is essential to have a clear and detailed understanding of what hedge funds do. Contrary to the popular perception, hedge funds are not a separate asset class like equities and government bonds. Hedge funds generate their performance from three sources:

- By investing in traditional asset class such as equities and government bonds on a global and regional level.
  - By exploiting the risk premiums associated with systematic risks across different non-traditional asset classes.
- Unlike traditional asset managers, hedge fund managers have the flexibility to profit from investing in alter-

native risk factors such as market volatility, credit spreads across the entire capital structure, the spread in M&A transactions, emerging market spreads or by providing liquidity to financial markets.



**Kostas Iordanidis**  
Olympia Capital

- Their ability to generate uncorrelated alpha; adding uncorrelated returns to a portfolio is undoubtedly a desirable feature of an investment strategy. Unfortunately, pure alpha is very difficult to find and to verify its long term sustainability. Even in the case that alpha does exist it is typically associated with significant fees. Modern economic theory provides us with good guidance on how alpha can be generated in financial markets. In fact there are two sources of alpha, market inefficiencies and the ability to market time. Although financial markets are generally efficient, inefficiencies do exist, primarily due to regulatory restrictions or associated with the pricing of complex illiquid securities. As for the ability to market time, market timing is a zero-sum game in markets and that before managers charge their fees. Thus net of fees, market timing is a negative expected return strategy which implies that it is very hard to find managers with the ability to market time in the long-term.

These systematic risks vary with the economic cycle and can be, to a certain limited extent, forecasted. Therefore the process of constructing portfolios of fund of hedge funds aims over the medium term to diversify across different systematic risks while maximizing manager alpha at the portfolio level.

## Can hedge fund risk be managed?

One of the most important characteristics of financial markets is the infrequent occurrence of extreme random events. Treated by statistics and modern risk management systems as outliers, these events are usually excluded from the realm of modern economic theory development. Yet it is these “Black Swan” events, to use the term introduced by Karl Popper, that are essential in understanding the underlying characteristics of financial market prices. Contrary to the conventional wisdom, financial asset returns do not follow the normal Gaussian distribution. If they did, extreme rare events would almost never occur and it would be reasonable to treat the occasional rare event as an outlier. But this is simply not the case in financial markets. In a US Department of Defense briefing in 2002, Secretary of Defense Donald Rumsfeld offered a succinct characterization of rare events:

*“As we know, there are **known knowns**. These are things we know we know.*

*We also know there are **known unknowns**. That is to say we know there are some things we do not know.*

*But there are also **unknown unknowns**, the ones we don’t know we don’t know.”*

“Black Swans” in financial markets are “unknown unknowns”, events that have an extremely large, catastrophic impact no matter how low the probability is for these events to occur. Furthermore, it is impossible to a priori compute the probability associated with these events. As such, these events are surprising in nature and it is this surprise element that tends to exacerbate the impact of these events in financial markets.

The unsuitability of applying traditional statistical methods in financial markets is even more pronounced in the case of constructing portfolios of hedge funds. The reliance on few data points poses the additional challenge of creating “extreme surprises” simply because data samples are usually too short for extreme events to be part of them.

A simple illustration of the problems associated with hedge fund portfolio construction is the time varying nature of correlations across different hedge fund strategies. Traditional portfolio diversification relies on the assumption that returns of financial assets are normal-

ly distributed and correlations across assets are stable over time. Not only correlations of hedge fund strategies change with time, but as the chart above shows they tend to increase in periods of negative equity market returns; hedge fund strategies move more closely together precisely at the times when portfolio diversification is needed the most!

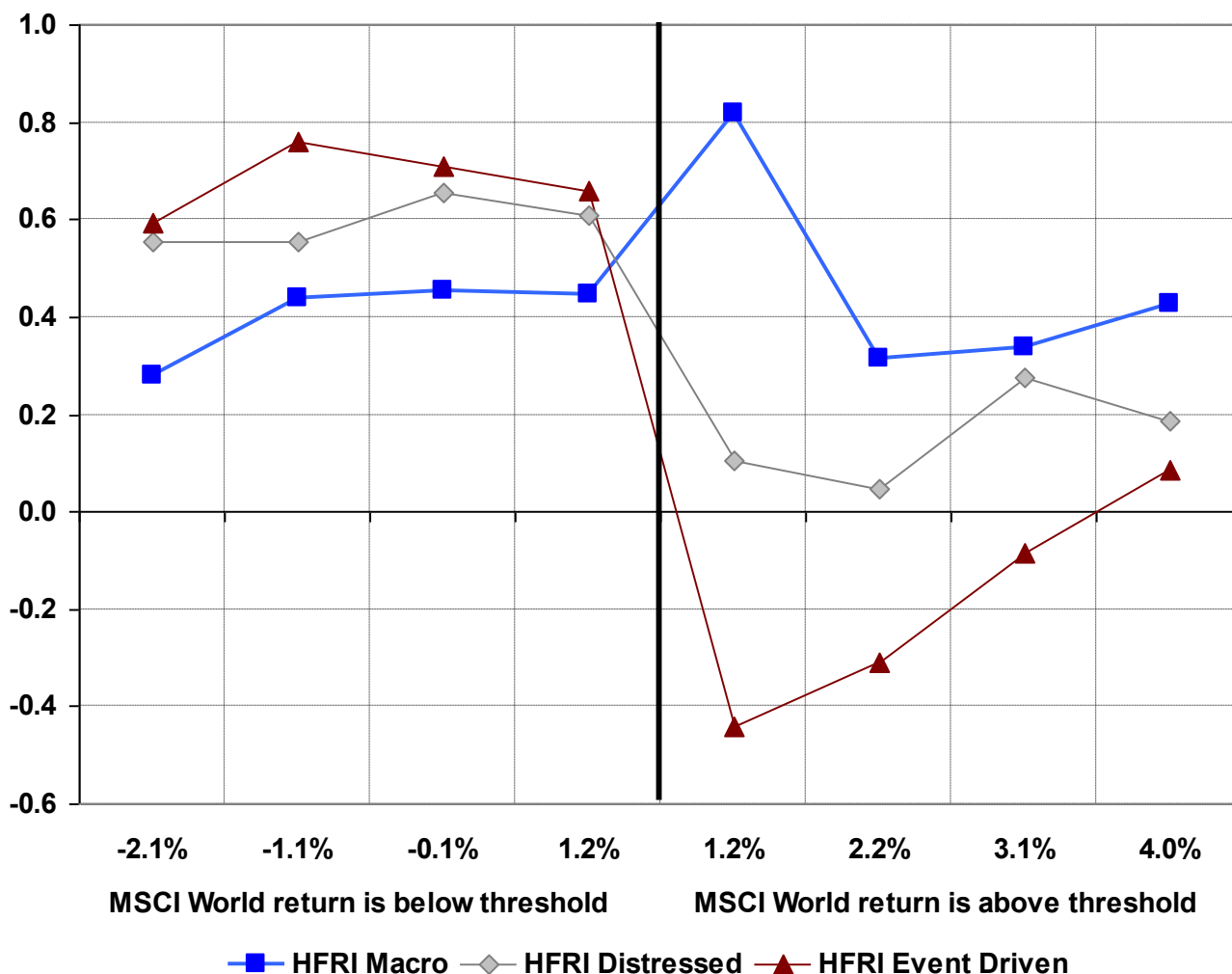
## The fallibility of the human brain

Extensive neurobiological studies have shown that the structure of our mind causes us to underestimate the probabilities of rare events. Nevertheless, it is individuals and their decision making under uncertainty that critically influences the direction of asset prices. Different market participants make their investment decisions at different time scales; trader trade with horizons of a few days, hours or minutes whereas investors make decisions that span weeks, months or years. Recent evidence from clinical studies indicate that the functioning of the human brain shapes the patterns of financial decision making that are responsible for the observed shape of the distribution of returns of financial assets. Behavioral/cognitive heuristics, perceptions and emotions are the drivers of choice under uncertainty in financial markets. Functional Magnetic Resonance Imaging (fMRI) studies show that the prediction of a financial gain activates a different part of the brain than the prediction of a financial loss. As distinct neural circuits are responsible for promoting different types of financial choices, the activation of a particular neural circuit can lead to shifts in investor risk preferences. And the excessive activation of these neural circuits can lead to investment mistakes!

The role of traders and portfolio managers is even more pronounced in hedge funds; by the nature of the industry, funds are led by highly talented individuals, who at times trade aggressively in order to achieve their return targets. And the use of leverage coupled with limited regulation can only exacerbate risk. In this regard, focusing solely in quantitative techniques for constructing portfolios of hedge funds is insufficient.

Managing fund of hedge funds is inherently a people’s business.

## Conditional correlation between MSCI World and HFRI Hedge Fund Indices



### Do fund of funds add value?

Acknowledging and accounting for the true nature of catastrophic risks is the first step into constructing well diversified portfolios of hedge funds. In the world of wild randomness that characterizes financial markets, it is clear that the notion of portfolio diversification that is based on linear static correlations is inadequate. It is entirely possible that naïve diversification using the mindset of the normal distribution may actually exacerbate losses instead of offsetting them in periods of extreme market stress. Under these conditions, the non-linear co-movements between different hedge fund managers must be taken into account in the portfolio construction process. Rather than relying purely on statistical tools to define portfolio diversification, investing into a fundamentally diversified group of hedge fund managers may offer better hedges against catastrophic risks. To this extend, investing in niche hedge

fund strategies and in managers that avoid crowded trades should improve the diversification of a fund of funds portfolio.

Finally, it is important to understand that the timing of investments and trades by market participants alters the future course of asset prices. Perhaps acting more calmly in periods of market turbulence and trading more actively during periods of low volatility can help even out some of the effects of wild randomness in financial markets.

**Kostas IORDANIDIS** is co-chief investment officer at Olympia Capital Management in Paris, where he is responsible for the management of the firm's fund of hedge funds portfolio. Previously, Dr. IORDANIDIS was head of asset allocation at Julius Baer Asset Management in Zurich. Additionally, he co-founded Z.I. Investments LLC, a global macro hedge fund, and served as fixed-income portfolio manager at Lincoln Capital Management.

### **About Olympia Capital Management**

Founded in 1989, Olympia Capital Management is an independent fund of hedge funds manager with over \$5.4 billion under management. The Group is 54% owned by its management and 46% by Sagard, an independent Private Equity Fund. Olympia Capital Management has an international presence, with over 80 people in Paris, New York, London, Zurich and Hong Kong and an experienced investment team composed of 20 professionals with 10 years of experience on average. In addition to its flagship fund, Olympia Star I with a 16 year track record, Olympia offers to investors a large range of alternative multi manager funds: both multi-strategy and thematic, as well as customized and sub-advisory portfolios.

For more information, see: [www.olympiagroup.com](http://www.olympiagroup.com)

### **Kontakt:**



O L Y M P I A  
C A P I T A L  
M A N A G E M E N T

Kostas Iordanidis, Ph.D,  
Co-CIO Olympia Capital Management  
21/25 rue Balzac  
75008 Paris

Or

Eleonora Rajmann, CEFA, CAIASM  
Deputy General Manager  
Olympia Capital Management AG  
Weberstrasse 21/ P.O. Box  
8036 Zürich / Switzerland  
Tel: +41-44-2420222  
Fax: +41-44-2420225  
E-Mail: [eleonorarajmann@olympiagroup.ch](mailto:eleonorarajmann@olympiagroup.ch)

# HEDGEFONDS-REGULIERUNG IN DER BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND UND DEN VEREINIGTEN STAATEN VON AMERIKA – EINE BESTANDSAUFNAHME

Von Dr. Sven Zeller  
Clifford Chance

## I. Einleitung

Ungeachtet der jüngsten Krisenerscheinungen auf den internationalen Finanzmärkten erfreuen sich Hedgefonds und andere Formen alternativer Investments bei vermögenden Privatkunden und institutionellen Investoren weiterhin großer Beliebtheit. Markterhebungen gehen auch im Jahr 2008 von einem positiven Wachstum des Marktsegments aus. Allein für die Hedgefonds-Industrie werden neuerliche Mittelzuflüsse in einer Größenordnung von etwa 200 Milliarden US-Dollar erwartet. Entscheidender Faktor für diese optimistische Grundhaltung dürfte die Fähigkeit vieler Manager sein, durch den Einsatz innovativer Handelsstrategien auch in den gegenwärtig zu beobachtenden angespannten Marktumfeldern positive Renditen für ihre Anleger zu erwirtschaften.

Von dem rapiden Wachstum der internationalen Hedgefonds-Industrie ist der Finanzplatz Deutschland weitgehend abgekoppelt. Obwohl der Gesetzgeber deutschen Anlegern mit Inkrafttreten des Investmentmodernisierungsgesetzes am 01.01.2004 erstmalig den Zugang zu der Anlageklasse eröffnet hat, sind die Reaktionen der Fondsbranche bislang eher verhalten gewesen. Gegenwärtig gehen weniger als 50 Single-Hedgefonds und Dach-Hedgefonds ihren Geschäftsaktivitäten mit einer Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nach. Anders als in Deutschland stellt sich dagegen die wirtschaftliche Ausgangssituation für die Auflegung von Hedgefonds in den Vereinigten Staaten von Amerika dar. Dort gehört die aus rund 7.000 Mitgliedern bestehende Hedgefonds-Gemeinde (Anlagevolumen: 870 Milliarden US-Dollar) schon seit mehreren Jahrzehnten zu den Schwergewichten auf den nationalen Finanzmärkten.

Sucht man angesichts des zurückhaltenden Interesses an dem Hedgefonds-Standort Deutschland nach Gründen und

Auswegen, empfiehlt es sich, die Regulierungsbestrebungen des deutschen Gesetzgebers im internationalen Kontext zu betrachten. Das soll vorliegend im Vergleich mit der Rechtslage in den Vereinigten



Dr. Sven Zeller

Staaten von Amerika geschehen. Schließlich hat sich dort über mehrere Jahrzehnte die für die weltweiten Aktivitäten von Hedgefonds maßgebliche ‚Leitkultur‘ herausgebildet.

## II. Rechtslage in den Vereinigten Staaten von Amerika

Der amerikanische Gesetzgeber hat bisher auf den Erlass eines auf Hedgefonds speziell zugeschnittenen Regelwerks verzichtet. Das bedeutet aber nicht, dass es sich bei amerikanischen Single- und Dach-Hedgefonds um rechtlich unkontrollierte Rechtsgebilde handelt. Hedgefonds und die für ihre Anlageentscheidungen Verantwortlichen fallen im Regelfall unter die aufsichtsrechtlichen Vorschriften verschiedener nachfolgend näher vorzustellender Einzelgesetze. Deren Beachtung entziehen sie sich häufig unter Ausnutzung der in den Regelwerken vorgesehenen Befreiungstatbeständen.

### 1. Securities Act of 1933

Mit der Aufnahme des wirtschaftlichen Betriebs eines Fonds in den Vereinigten Staaten von Amerika kann ein langer und kostenaufwendiger Registrierungsprozess erforderlich werden.

Der Securities Act of 1933 verlangt in diesem Zusammenhang nicht nur die Einreichung umfangreicher Informationen in Bezug auf die auszugebenden Fondsanteile, sondern auch über die an der Emission beteiligten Personen.

Hedgefonds gelingt es in nahezu allen Fällen, sich durch eine Privatplatzierung dem gesetzlichen Registrierungsverlangen zu entziehen.

Dabei kommt ihnen die sog. „Rulemaking Power“ der Securities Exchange Commission (SEC) zu Hilfe, auf deren Grundlage die für die Überwachung der amerikanischen Wertpapiermärkte zuständige Behörde das Federal Securities Law ergänzende Rules und Regulations erlassen darf. Ausgestattet mit dieser Rechtsetzungsbefugnis hat sich die SEC im Frühjahr 1982 zum Erlass der sog. Regulation D entschlossen.

Diese stellt mittels sog. „Safe Harbor Rules“ objektive Richtlinien an eine Privatplatzierung auf. Die Regulation D gründet sich auf den Gedanken, dass angesichts der Erfahrung, der wirtschaftlichen Potenz und der schwach ausgeprägten Informationsbedürftigkeit der Investoren nur ein geringes sachliches Bedürfnis an der Durchführung des nach dem Securities Act of 1933 vorgesehenen Registrierungsverfahrens besteht.

Innerhalb der Bandbreite der Befreiungstatbestände der Regulation D konzentrieren sich amerikanische Hedgefonds bei der Strukturierung eines Anteilverkaufsprozesses auf die Rule 506. Die Vorschrift gestattet eine Privatplatzierung, sobald sich das Angebot an eine unbegrenzte Anzahl akkreditierter Investoren (u.a. Banken, Versicherungen, Treuhandgesellschaften sowie wohlhabende Privatpersonen) richtet. Hinzu kommen dürfen darüber hinaus bis zu 35 nicht akkreditierte Investoren.

## 2. Securities Exchange Act of 1934

Während der Securities Act of 1933 die erstmalige Ausgabe von Wertpapieren zum Regelungsgegenstand hat, konzentriert sich der Securities Exchange Act of 1934 auf den nachfolgenden Umgang mit Fondsanteilen und anderen Wertpapieren auf den Sekundärmärkten.

Der dabei vorzufindende Rechtsrahmen stützt sich auf den folgenden Grundgedanken: Der Securities Exchange Act of 1934 versucht durch umfangreiche Publizitätspflichten ein Umfeld zu schaffen, in dem die Käufer von Wertpapieren unverfälschte Anlageentscheidungen treffen können. Des weiteren überwacht das Gesetz auf den Wertpapiermärkten gewährte Kredite und steuert einem betrügerischen Geschäftsgebaren im Wertpapierhandel sowie Marktmanipulationen entgegen. Das geschieht vornehmlich durch Registrierungs- und Berichtspflichten für Wertpapierhändler, nationale Börsen und an diesen gehandelten Wertpapieren.

Die Aufsicht über die Wertpapiermärkte und die handelnden Personen wird allerdings nicht ausschließlich von der SEC ausgeübt. Sie wird durch ein von der Behörde überwacht System der Selbstregulierung ergänzt.

Für Hedgefonds ist der Securities Exchange Act of 1934 nur von untergeordneter Bedeutung. Von wenigen Ausnahmen abgesehen sind sie und die für ihre Geschäfte (mit-)verantwortlichen Personen nicht zu einer Registrierung als Broker/Dealer gezwungen.

Auch hat dem Vertrieb und Verkauf der Fondsanteile keine Registrierung bei der SEC vorauszugehen. Hedgefonds können allerdings in Einzelfällen den im Securities Exchange Act of 1934 statuierten Publizitätspflichten unterliegen.

## 3. Investment Company Act of 1940

Hedgefonds amerikanischer Provenienz und ausländische Hedgefonds, die ihre Anteile in den USA öffentlich vertreiben wollen, fallen durch die von ihnen bevorzugten Handelsstrategien als Investmentgesellschaften unter das Regelungsregime des Investment Company Act of 1940. Ihre Geschäftsaktivitäten unterliegen damit zunächst zahlreichen in dem Gesetz vorgesehenen Restriktionen.

Hierzu gehören eine börsentägliche Ermittlung der Nettoinventarwerte, eine Beschränkung des Kreises der zulässigen Anlagewerte, kurze Fristen für die Rückgabe der Fondsanteile und umfangreiche Berichterstattungspflichten.

Dem Aufsichtsrecht des Investment Company Act of 1940 entziehen sich Hedgefonds regelmäßig durch eine an der ‚Private Investment Company Exemption‘ bzw. der ‚Qualified Purchaser Exemption‘ ausgerichtete Strukturierung. Die als ‚Private Investment Company Exemption‘ bezeichnete Befreiungsvorschrift stellt Investmentgesellschaften von dem bei der SEC zu durchlaufenden Registrierungsverfahren frei, sofern eine öffentliche Platzierung der Fondsanteile nicht stattfindet und die ausgegebenen Fondsanteile von nicht mehr als 100 Personen gehalten werden.

Weitaus größere Bedeutung in der Praxis beansprucht die sog. ‚Qualified Purchaser Exemption‘. Sie nimmt Investmentgesellschaften von einer Registrierungspflicht aus, sofern sich der Investorenkreis ausschließlich aus erfahrenen Anlegern (‚Qualified Purchasers‘) zusammensetzt. Solche Investoren müssen Vermögenswerte in einer bestimmten vorgegebenen Höhe halten, z.B. 5 Mio. US \$ bei Privatpersonen und 25 Mio. US \$ bei institutionellen Investoren.

Der Gesetzgeber geht davon aus, dass diese Investoren aufgrund ihres Vermögens den nötigen Wissensstand besitzen bzw. professionell beraten sind, sodass sie jederzeit die Risikopotentiale ihres finanziellen Engagements sicher beurteilen können. Zudem darf eine öffentliche Platzierung der Fondsanteile nicht stattgefunden haben.

#### **4. Investment Advisers Act of 1940**

Der 26.10.2004 markiert einen bedeutenden Wendepunkt in der aufsichtsrechtlichen Einschätzung der amerikanischen Hedgefonds-Industrie durch die SEC. Mit der Verabschiedung des Release IA-2333 ist am 01.02.2006 für die Mehrheit der Hedgefonds-Manager eine Registrierungspflicht nach dem Investment Advisers Act of 1940 notwendig geworden.

Die von vielen Seiten kritisierten Reformbemühungen der SEC sind allerdings nur von kurzer Dauer gewesen. Der Court of Appeals for the District of Columbia hat das neu geschaffene Regelwerk in seinem Urteil vom 23.06.2006 für rechtswidrig erklärt. Hedgefonds-Manager können sich seither wieder der von ihnen gewohnten Regelungsfreiheit erfreuen, sofern sie über einen Zeitraum von zwölf Monaten weniger als 15 Mandanten beraten, von einer öffentlichen Bezeichnung als ‚Investment Adviser‘ absehen und Dienstleistungen gegenüber registrierten Investmentgesellschaften verweigert haben.

#### **5. Commodity Exchange Act of 1974**

Das Überwachungsregime des Commodity Exchange Act of 1974 richtet sich an solche Hedgefonds, die Managed Futures-Strategien verfolgen. Überraschenderweise geschieht das nicht in der Weise, dass die Hedgefonds-Gesellschaften bzw. die Hedgefonds-Management-Gesellschaften zu einer Registrierung angehalten sind. Normadressat ist allein die Gruppe derjenigen, die für das operative Geschäft der vorgenannten Gesellschaften in verantwortlicher Position tätig ist. Von ihnen verlangt der Commodity Exchange Act of 1974 in der Stellung als Commodity Pool Operator (CPO) bzw. als Commodity Trading Advisor (CTA) die Beachtung zahlreicher Vorgaben. Denen können sie sich regelmäßig durch eine zielgerichtete Strukturierung der Anlagevehikel, wie beispielsweise die Beschränkung des Vertriebs auf die Privatplatzierung an akkreditierte Investoren, bzw. durch eine Einschränkung des eigenen Wirkungskreises entziehen.

### **III. Rechtslage in Deutschland**

Anders als in den Vereinigten Staaten von Amerika gibt es in Deutschland durch das Investmentgesetz (InvG) einen Regulierungsrahmen für Hedgefonds. Der deutsche Gesetzgeber hat in den §§ 112-120 Investmentgesetz (InvG) einen einzigen speziell auf Hedgefonds zugeschnittenen Rechtsrahmen geschaffen, der mittlerweile durch das am 28.12.2007 in Kraft getretene Investmentänderungsgesetz (InvÄndG) in Teilbereichen überarbeitet wurde. Im Gegensatz zu dem US-amerikanischen Regulierungsansatz können Anteile an Single-Hedgefonds in Deutschland nur im Wege der Privatplatzierung vertrieben werden. Zudem können sich - anders als in den Vereinigten Staaten von Amerika - deutsche Hedgefonds nicht durch bestimmte Beschränkungen im Vertrieb ihrer Anteile der Aufsicht durch die BaFin entziehen.

Das für die Auflage von Single-Hedgefonds (§ 112 InvG) und Dach-Hedgefonds (§ 113 InvG) in Deutschland maßgebliche Regelungsregime soll nachfolgend abrisssartig vorgestellt werden:

#### **1. Errichtungsformen**

Single- und Dach-Hedgefonds können im Anwendungsbereich des deutschen Rechts im regulierten Bereich nur als Investmentaktiengesellschaft oder in Form eines Sondervermögens, das von einer Kapitalanlagegesellschaft aufgelegt wird, gegründet werden. Die zur Auflage von Hedgefonds in Deutschland entschlossenen Gesellschaften bevorzugen eine Errichtung in der Organisationsform eines Sondervermögens, das über keine Rechtspersönlichkeit verfügt. Das gilt insbesondere dann, wenn der Geschäftsbetrieb die Auflage mehrerer Hedgefonds vorsieht. In der Zwischenzeit wurden Hedgefonds auch als Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital errichtet. Das der luxemburgischen Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV) und der angelsächsischen Open Ended Investment Company (OEIC) nachgebildete Anlagevehikel verfügt über keinen statischen Kapitalstock und erlaubt dem Vorstand eine kontinuierliche Ausgabe neuer Aktien.

#### **2. Zulässige Anlagewerte**

Für den Erfolg des Anlagemodells Hedgefonds sind die Freiheiten seiner Manager bei der Wahl der favorisierten

Anlagestrategien von entscheidender Bedeutung. Single-Hedgefonds sind bei ihren Anlagetätigkeiten vergleichsweise wenigen Restriktionen unterworfen. Bedauerlicherweise sind die Manager der Gesellschaften weiterhin am Erwerb von Immobilien oder Beteiligungen an Immobiliengesellschaften gehindert. Auch lassen sich die im angloamerikanischen Rechtsraum überaus beliebten Distressed Debt Strategien nicht oder nur mit erheblichen Einschränkungen in Deutschland abbilden. Des Weiteren ist Single-Hedgefonds eine Beteiligung an ÖPP-Projektgesellschaften und Infrastruktur-Sondervermögen verboten.

Ein mit Single-Hedgefonds vergleichbarer großzügiger Ansatz lässt sich für Dach-Hedgefonds nicht feststellen. Sie dürfen beispielweise keine Anteile von Zielfonds (sog. Kaskadenfonds) erwerben, die ihre Mittel in andere Zielfonds anlegen. Auch übernimmt das Investmentgesetz auf der Ebene des Dach-Hedgefonds den für richtlinienkonforme Sondervermögen geltenden Grundsatz der Risikomischung, wonach Kapitalanlagegesellschaften und Investmentaktiengesellschaften höchstens 20 Prozent ihres Wertes in Anteilen eines einzelnen Zielfonds anlegen dürfen. Ferner ist es ihnen untersagt, den überwiegenden Anteil ihres Sondervermögens in liquiden Anlagewerten zu bündeln. Das bislang bestehende Verbot der Fremdkapitalaufnahme auf der Ebene des Dach-Hedgefonds hat das InvÄndG inzwischen teilweise gelockert. Eine kurzfristige Kreditaufnahme für Rechnung des Sondervermögens ist dem Management gestattet, wenn sie 10 Prozent des Inventarwertes nicht übersteigt und zu den üblichen Marktbedingungen abgeschlossen wird. Unzulässig ist dagegen auch weiterhin jeglicher Einsatz von Leverage zur Steigerung der Renditepotentiale.

### **3. Transparenzpflichten**

Single- und Dach-Hedgefonds sind nach dem InvG zur Erstellung eines Verkaufsprospekts angehalten, der die mit einem finanziellen Engagement verbundenen Chancen und Risiken in transparenter Weise beschreibt. Wesentlicher Bestandteil eines solchen Dokuments sind die von der BaFin zu genehmigenden Vertragsbedingungen einer Kapitalanlagegesellschaft bzw. die Satzung einer Investmentaktiengesellschaft. Für Dach-Hedgefonds gelten in diesem Zusammenhang erweiterte Berichtspflichten. Hierzu gehören u.a. Angaben über die Grundsätze zur Auswahl geeigneter Zielfonds, Ausführungen über die

von den Zielfonds verfolgten Anlagestrategien und der besondere Warnhinweis, dass die Anleger möglicherweise Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zu einem Totalverlust hinnehmen müssen. Die Verpflichtung zur Abgabe des zuvor genannten Warnhinweises stellt sich als übertriebener Aktionismus des Gesetzgebers dar. Denn Dach-Hedgefonds bevorzugen nach der ihnen eigenen Systematik eine Streuung der Investorengelder auf eine Vielzahl von Zielfonds. Ein solches Anlageverhalten gestattet ihnen den Aufbau diversifizierter Portfolios. Die einer Einzelbeteiligung innewohnenden Risiken eines Totalverlustes schalten sie auf diese Weise praktisch aus.

### **4. Erteilung der Geschäftserlaubnis**

Für das dem Geschäftsbetrieb eines Hedgefonds vorausgehende Erlaubnisverfahren sieht das InvG keinen einheitlichen Rechtsrahmen vor. Es unterscheidet trotz weitgehend ähnlicher Erlaubnisvoraussetzungen allein danach, ob das neue Anlagevehikel als Single- oder Dach-Hedgefonds und darüber hinaus als Sondervermögen oder Investmentaktiengesellschaft betrieben werden soll. Das bei der BaFin zu durchlaufende Genehmigungsverfahren hat sich bis in die jüngste Vergangenheit nicht selten als relativ zeitaufwendig erwiesen. Durch das InvÄndG ist ein maximaler Zeitrahmen für die BaFin hinsichtlich der Genehmigung von Vertragsbedingungen eines Sondervermögens (soweit eine solche Genehmigung nach dem InvG erforderlich ist) eingeführt worden. Die BaFin hat nunmehr innerhalb einer Frist von vier Wochen nach Eingang des Genehmigungsantrages die Genehmigung zu erteilen bzw. fehlende Angaben oder Unterlagen anzufordern. Anderenfalls gilt sie automatisch als erteilt. Die Gründung einer Investmentaktiengesellschaft oder einer Kapitalanlagegesellschaft, die Sondervermögen auflegen kann, gestaltet sich hingegen als wesentlich zeitaufwändiger als die Genehmigung von Vertragsbedingungen eines Sondervermögens. Die BaFin hat einem Antragsteller binnen sechs Monaten nach Einreichung eines vollständigen Antrags mitzuteilen, ob eine Erlaubnis erteilt wird.

### **5. Steuerrechtliche Reportingpflichten**

Unabhängig davon, ob ein Hedgefonds in Deutschland aufgelegt wird oder Anteile an ausländischen Hedgefonds öffentlich oder im Wege der Privatplatzierung in Deutschland vertrieben werden, bestehen umfangreiche steuer-

rechtliche Reportingpflichten nach dem Investmentsteuergesetz (InvStG). Um diesen gerecht zu werden, müsste ein separates „Buchhaltungswesen“, das die Reporting-Anforderungen des InvStG berücksichtigt, aufgebaut werden. Werden gewisse Mindestberichtsobliegenheiten nicht, nicht vollständig oder nicht rechtzeitig erfüllt, wird der Hedgefonds als steuerlich „intransparent“ bezeichnet und es kommt zu einer pauschalen Strafbesteuerung auf Ebene der Anleger. Dabei werden jährlich (auch wenn keine Gewinne erzielt werden) mindestens 6 Prozent des letzten im Kalenderjahr festgesetzten Rücknahmepreises als Besteuerungsgrundlage angesetzt (bzw. falls höher, 70 Prozent der Wertsteigerungen plus Ausschüttungen).

#### **IV. Ausblick**

Die vorstehenden Ausführungen dürften deutlich gemacht haben, dass das amerikanische Recht der Hedgefonds-Branche mit weitaus weniger Misstrauen begegnet, als dies in Deutschland der Fall ist. Bedauerlicherweise handelt es sich hierbei um kein Einzelphänomen. Zahlreiche europäische Staaten (z.B. Irland, Luxemburg, Schweiz) verfügen bereits seit längerem über ein liberales Aufsichtsrecht, das sich bei den Initiatoren von Hedgefonds großer Beliebtheit erfreut. Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, dass auch mehr als vier Jahre nach Inkrafttreten des Investmentgesetzes nur wenige Anbieter den Weg in das streng regulierte deutsche Aufsichtsrecht gesucht haben. Um die Wettbewerbsfähigkeit des Hedgefonds-Standorts Deutschland im internationalen Vergleich dauerhaft zu stärken, ist eine grundlegende Neuorientierung des Gesetzgebers unausweichlich. Soweit das InvÄndG bereits jetzt spürbare Verbesserungen für deutsche Hedgefonds mit sich bringt, handelt es sich um einen in der Sache zu begrüßenden ersten Schritt in die richtige Richtung. In der Zukunft anstehende Novellen des Investmentrechts sollten mit aller Entschlossenheit dazu genutzt werden, deutsche Single- und Dach-Hedgefonds durch eine weitere Liberalisierung der bestehenden Vorschriften aus ihrem „Dornröschenschlaf“ dauerhaft zu befreien.

#### **Kontakt:**

**C L I F F O R D**  
**C H A N C E**

Dr. Sven Zeller  
Clifford Chance  
Mainzer Landstrasse 46  
60325 Frankfurt am Main  
Tel.: +49 69 7199 1280  
E-Mail: [sven.zeller@cliffordchance.com](mailto:sven.zeller@cliffordchance.com)

## BUCHBESPRECHUNG

An dieser Stelle im Newsletter möchten wir Ihnen interessante Veröffentlichungen zum Thema „Alternative Investments“ vorstellen. Dies sind neben Büchern auch einzelne Artikel, bzw. Auszüge aus akademischen Arbeiten, wie Habilitations- und Promotionsschriften, bzw. herausragende Diplom-Arbeiten. Wir würden es sehr begrüßen, wenn Sie auch aktiv von der Möglichkeit Gebrauch machen. Bitte wenden Sie sich diesbezüglich an Frau Christina Klein unter 0228 969870 oder [klein@bvai.de](mailto:klein@bvai.de).

**Dirk Schiefer:**

### “Collateralized Debt Obligations – Eine empirische Analyse der Bonitätsrisikoprämie auf Finanzmärkten“

Bd. 23 der Reihe „Portfoliomanagement“, Hrsg. Prof. Dr. Lutz Johanning, Prof. Dr. Raymond Maurer, Prof. Dr. Markus Rudolf, Uhlenbruch Verlag, Bad Soden, April 2008, 495 S., 98 €



Ratings haben in den letzten Jahren für die Gestaltung von Finanztiteln zur verbesserten Erfolgs- und Risikoteilung bei Unternehmen und Banken stark an Bedeutung gewonnen.

Diese Entwicklung wurde hervorgerufen durch die umfangreichere Inanspruchnahme von Anleiheemissionen sowie die verstärkte Nutzung des Kreditrisikotransfermarktes. Ratingagenturen besitzen somit einen erheblichen Einfluss auf die Preisgestaltung und das Monitoring an den Kapitalmärkten. Mit wachsender Bedeutung komplexer Finanzinstrumente des Kreditrisikotransfermarktes, wie Asset-Backed Securities (ABS), wird die Bedeutung von Ratingagenturen und damit das Gewicht ihrer Bonitätseinstufungen von Finanzkontrakten weiter zunehmen. Das Segment der ABS expandierte bis 2007 stark, wobei wiederum Collateralized Debt Obligations (CDOs) den am schnellsten wachsenden Bereich dieses Segmentes darstellten.

Die Rolle und der Einfluss des Rating sind seit Jahren Gegenstand intensiver theoretischer und empirischer For-

schung, wobei bisher Anleihen und Aktien im Fokus der empirischen Untersuchungen zum Informationsgehalt eines Rating standen.

Erst in den letzten Jahren widmen sich wissenschaftliche Arbeiten zunehmend den ABS, wobei bisher nur Mortgage-Backed Securities (MBS) als weitere Ausgestaltungsform von ABS im Mittelpunkt reiner Sekundärmarktstudien standen. Empirische Untersuchungen zur Bestimmung der Determinanten der Bonitätsrisikoprämie auf dem Primärmarkt sowie der hier im Fokus stehenden CDOs sind bislang nicht bekannt.

Vor diesem Hintergrund ist es das Ziel dieser Arbeit, die bisherigen theoretischen und empirischen Untersuchungen zur Bestimmung der Einflussfaktoren auf die Bonitätsrisikoprämie im Bereich der ABS in einem deutlich weitergehenden Ansatz durch die Betrachtung der CDOs zu ergänzen und die Einflussfaktoren auf die Bonitätsrisikoprämie von CDOs umfassend zu identifizieren und zu analysieren.

Von bisherigen empirischen Studien zu strukturierten Produkten (ABS, MBS, CDOs) unterscheidet sich die Arbeit des Autors in fünf wesentlichen Punkten:

Im Mittelpunkt der Analyse steht erstens nicht die Bonitätsrisikoprämie des Sekundärmarktes, sondern erstmals die des Primärmarktes.

Gegenstand der Untersuchung sind zweitens im Gegensatz zu bisherigen Untersuchungen CDOs, so dass bisherige Erkenntnisse zu MBS um dieses Teilsegment des Marktes für strukturierte Produkte erstmals ergänzt werden.

Drittens werden investorspezifische Faktoren berücksichtigt, die bisher noch nicht in eine frühere Untersuchung auf dem Markt für strukturierte Produkte einbezogen wurden, um zu erfahren, ob Investoren andere Einflussfaktoren für bedeutsam halten, als dies Rating-Agenturen tun.

Zudem wird viertens gezielt im Rahmen der Untersuchung zwischen US-amerikanischen und europäischen CDO-Transaktionen unterschieden, um einen interkontinentalen Vergleich bzgl. des Einflusses der Determinanten auf die Bonitätsrisikoprämie durchzuführen.

Schließlich wird fünftens die Entwicklung der Bedeutung der Einflussfaktoren auf die Bonitätsrisikoprämie über den betrachteten Zeitraum 2002 – 2005 aufgezeigt und damit überprüft, ob eine Veränderung des Einflusses der

## BUCHBESPRECHUNG

einzelnen Determinanten zur Erklärung der Bonitätsrisikoprämie bei CDOs sowohl auf dem US-amerikanischen Finanzmarkt als auch dem europäischen Finanzmarkt im Zeitablauf stattgefunden hat.

Da empirische Arbeiten zur Bestimmung der Einflussfaktoren auf die Höhe der Bonitätsrisikoprämie von CDOs mit diesen zu untersuchenden Aspekten bisher noch nicht vorgenommen wurden, werden daher in dieser Arbeit durch den Autor zunächst die begrifflichen und theoretischen Grundlagen gelegt. Zunächst werden für das Verständnis die ABS als Finanzinstrumente des Kreditrisikotransfermarktes im Kontext der Finanzintermediation vorgestellt. Anschließend werden die Grundzüge der Bonitätsbewertung dargestellt, wobei anfangs auf die ordnungspolitischen Grundlagen von Finanzsystemen Bezug genommen wird, bevor dann das Rating als Instrument zur Bonitätsbewertung in den Fokus der Betrachtungen rückt.

Auf diesen Grundlagen aufbauend werden die hier im Fokus der Betrachtungen stehenden CDOs detailliert beschrieben. Dabei werden sowohl der CDO-Markt und seine Entwicklung näher charakterisiert als auch ausführlich die Motivationen der Marktteilnehmer, die CDO-Strukturen und deren Funktionsweisen aufgezeigt, um dann neben der Rolle der Rating-Agenturen im Markt für CDOs die unterschiedlichen Bewertungsansätze der Rating-Agenturen Moody's, S&P und Fitch Ratings für CDOs vorzustellen. Abschließend wird erstmalig – aufbauend auf den bis dato gewonnenen theoretischen und empirischen Erkenntnissen dieser Arbeit – die empirisch umfassende Untersuchung zur Bestimmung der Determinanten der Bonitätsrisikoprämie auf dem Primärmarkt von CDOs vorgenommen.

Die empirisch überzeugend vorgetragenen Ergebnisse des Autors zeigen statistisch signifikant, dass Investoren die von Ratingagenturen publizierten Bonitätseinschätzungen offenkundig aktiv im Rahmen der Bewertung nutzen und das Rating somit der primäre Einflussfaktor auf die Bonitätsrisikoprämie ist.

Ferner wird klar ersichtlich, dass der Informationsgehalt des Rating zur Bestimmung der Bonitätsrisikoprämie

auf dem US-amerikanischen Markt den auf dem europäischen Markt übersteigt, wobei die Differenz des Erklärungsgehalts des Rating auf den beiden Finanzmärkten im Zeitablauf sinkt.

Auf beiden Märkten ist zudem über den Betrachtungszeitraum dieser Untersuchung eine Abnahme des Einflusses des Rating zu verzeichnen, was den Aufbau einer eigenen Bewertungskompetenz für CDOs bei den Investoren dokumentiert.

Neben dem Rating identifiziert der Autor durch seine Untersuchung auch eine Anzahl an makroökonomischen, transaktions- sowie investorspezifischen Einflussfaktoren, die signifikanten Einfluss auf die Bonitätsrisikoprämie ausüben.

Schließlich zeigt der Autor durch seine Untersuchung auf, dass sich die Wirkungsrichtung einzelner Determinanten auf die Bonitätsrisikoprämie von CDOs auf dem europäischen sowie dem US-amerikanischen Finanzmarkt in Übereinstimmung mit der verhaltenswissenschaftlichen Literatur durch kognitive Prozesse im Zeitablauf ändert und die Bedeutungen der einzelnen Faktoren für die Höhe der Bonitätsrisikoprämie von CDOs in den beiden Finanzmärkten einander angleichen.

Aufgrund der von den bisherigen wissenschaftlichen und praktischen Arbeiten zu unterscheidenden Aspekte, der auf wissenschaftlich höchstem Niveau gründlichen theoretischen Durchdringung der gesamten Thematik und der empirisch fundierten Evaluierung der Einflussfaktoren auf die Bonitätsrisikoprämie von CDOs mit den dadurch erstmalig gewonnen Erkenntnissen leistet die Arbeit für Wissenschaft und Praxis gleichermaßen einen wichtigen Beitrag und schließt eine wichtige Lücke in der Literatur.

## BUCHBESPRECHUNG

**Andreas Graef:**

### „Aufsicht über Hedgefonds im deutschen und amerikanischen Recht. Zugleich ein Beitrag zu den Einflüssen des Anlagemodells auf die Finanzmarktstabilität.“

Tab., Abb.; (Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Abt. B: Rechtswissenschaft; SGK B 176) Duncker & Humblot, Berlin, 2008, 281 S., ISBN 978-3-428-12757-3, 72 €



#### Inhaltsübersicht:

Einleitung: Problemstellung - Gang der Untersuchung - 1. Teil: Grundlagen der Hedgefonds-Industrie: Entstehungsgeschichte - Der Markt für Hedgefonds - Keine feststehende Definition für Hedgefonds - Charakteristische Merkmale von Hedgefonds - Organisationsstrukturen eines Hedgefonds - Anlagestrategien - Abgrenzung zu anderen Formen alternativer Investments - Dach-Hedgefonds (Fund of Funds) - 2. Teil: Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen für Hedgefonds: Deutschland - Vereinigte Staaten von Amerika - 3. Teil: Der Einfluss von Hedgefonds auf die Finanzmarktstabilität: Problemstellung - Nutzen der Geschäftstätigkeit von Hedgefonds - Gefahren aus der Geschäftstätigkeit von Hedgefonds - Schlussfolgerungen - 4. Teil: Zusammenfassung der Ergebnisse der Arbeit in Thesen - Literaturverzeichnis - Sachwortverzeichnis

**Zum Buch:** Investmentaktien- und Kapitalanlagegesellschaften sind erst seit Inkrafttreten des Investmentmodernisierungsgesetzes am 01.01.2004 zur Auflage von Hedgefonds in Deutschland ermächtigt. Das jahrelang zu beobachtende Regelungsdefizit hat dazu geführt, dass die Anlageklasse Hedgefonds in der deutschen rechtswissenschaftlichen Literatur nur ein Schattendasein geführt hat. Vor diesem Hintergrund konzentriert sich Andreas Graef auf das für die Errichtung deutscher Single- und Dach-Hedgefonds maßgebliche aufsichtsrechtliche Regelungs-  
werk.

Anders als in Deutschland gehört in den Vereinigten Staaten von Amerika die aus rund 7.000 Mitgliedern bestehende Hedgefonds-Gemeinde seit mehr als einem Jahrzehnt zu den Schwergewichten auf den dortigen Finanzmärkten. Daher ist die Ausgangssituation für die Auflage von Hedgefonds in Deutschland und in den Vereinigten Staaten von Amerika grundlegend verschieden. Um Unterschiede gegenüber der deutschen Rechtslage identifizieren zu können, werden die aufsichtsrechtlichen Grundlagen für die Errichtung von Hedgefonds in den Vereinigten Staaten von Amerika aus einer rechtsvergleichenden Perspektive beleuchtet.

Die unterschiedlichen Ansätze zur Überwachung von Hedgefonds in Deutschland und in den Vereinigten Staaten von Amerika bieten nicht nur Anlass zur Reflexion über den in beiden Ländern erreichten Grad der Liberalisierung. Der Autor setzt sich auch intensiv mit den positiven wie negativen Impulsen des Anlagemodells auf die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte auseinander. Dabei deckt er bestehende Schwachstellen der aufsichtsrechtlichen Regelungsregime auf und entwickelt Möglichkeiten zur Beseitigung der Regelungsdefizite.

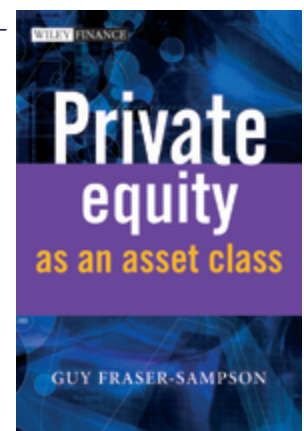
**Guy Fraser-Sampson:**

### „Private Equity as an Asset Class“

John Wiley & Sons, 2007, 284 S. gebunden, ISBN 978-0-470-06645-4, 54,90 €

Key points include:

- \* A glossary of private equity terms
- \* Venture funds and transactions
- \* Buyout funds and transactions
- \* Understanding private equity returns



## BUCHBESPRECHUNG

- \* Analysis of historic returns
- \* How to plan a fund investment programme
- \* How to conduct effective due diligence
- \* Total Return investing

Guy Fraser-Sampson draws upon twenty years' private equity experience to provide a practical guide to mastering the intricacies of this highly specialist asset class. Aimed equally at investors, professionals and business school students, it starts with such fundamental questions as „what is private equity?“ and progresses to detailed analysis of venture and buyout returns. It also unveils a totally new concept which looks set to revolutionise thinking in the industry: Total Return investing.

Often unfairly reviled, and frequently misunderstood, private equity differs from all other asset classes in various important respects, not least in the nature and timing of its returns, which require a whole new approach for those reared on more traditional investments such as bonds and shares. This book shows how a good grasp of the basic structure of private equity vehicles and returns (including the dreaded J-curve) can lead to full understanding of the techniques needed to measure and analyse performance.

**Roland Eller (Hrsg.) :**  
**„Handbuch Europäische Bondmärkte“**

John Wiley & Sons, 2007, 471 S., gebunden, ISBN 978-3-527-50259-2, 129 €



Institutionelle und private Anleger suchen wegen des konstanten niedrigen Zinsniveaus der letzten Jahre nach alternativen Anlageformen speziell im europäischen Raum. Gleichzeitig nutzen immer mehr Unternehmen das niedrige Zinsniveau, um mit der Platzierung neuer Anleihen ihre alten Schulden zu tilgen oder Fusionen und Übernahmen zu finanzieren.

In Zeiten strenger Kreditvergabe-Richtlinien (Basel II und MaRisk) und risikoscheuer Kapitalmärkte bildet die Emission von Bonds eine zunehmend attraktive Anlagemöglichkeit.

Die Autoren stellen in diesem Buch die Besonderheiten dar, die auf den europäischen Märkten - vor allem auf den jungen Osteuropäischen - gelten. Dabei gehen sie auf die einzelnen Anleihearten, wie zum Beispiel Staatsanleihen, Covered Bonds, Unternehmensanleihen oder Bankanleihen mit deren Chancen und Risiken ein.

**Dr. Rüdiger Kollmann:**  
**„Private Equity als Kapitalanlage deutscher Lebensversicherungsunternehmen“**

Eine empirische Analyse, Band 57 der „Münchener Reihe“, Verlag Versicherungswirtschaft GmbH, Karlsruhe, 2008, XVIII u. 257 S., DIN A5, kart., ISBN 978-3-89952-365-2, 32 €

Die deutsche Lebensversicherungswirtschaft hat sich in den vergangenen Jahren stark gewandelt. Wichtigster Grund war der Wegfall des Steuerprivilegs ab 1.1.2005. Um dem dadurch verursachten stärkeren Wettbewerb mit attraktiven Anlageformen zu begegnen, suchten deutsche Versicherungen verstärkt nach alternativen Vermögensanlagen. Eine Lösung bietet die Anlage in Private Equity – über direkte Beteiligungen in nicht börsennotierte Unternehmen sowie über indirekte Anlagen in Fonds bzw. Dachfonds.



Rüdiger Kollmann hat aufbauend auf seinen Erfahrungen als Gründer und Vorstand der SOLUTIO AG, München, das Anlageverhalten deutscher Lebensversicherer analytisch und empirisch umfassend untersucht und mit dieser Arbeit einen wesentlichen Beitrag zur Kapitalmarkttheorie

## BUCHBESPRECHUNG

deutscher Versicherungsunternehmen geleistet. Die geringe Korrelation von Private Equity mit anderen Anlageklassen wird dargestellt und kritisch analysiert. Daraus wird das Modell eines „idealen“ Private Equity Portfolios abgeleitet.

Von besonderem Interesse ist der empirische Teil der Arbeit, in dem die Einstellung deutscher Lebensversicherer gegenüber der Assetklasse Private Equity und deren Investitionsverhalten in Zukunft systematisch erfragt und detailliert statistisch ausgewertet wird. Das Interesse der Zielgruppe an diesen Fragestellungen wird schon durch die hohe Rücklaufquote des Fragebogens durch nahezu 43 % sämtlicher deutscher Lebensversicherungsunternehmen dokumentiert. Alle gemeinsam erkennen die Chance, durch die Beimischung von Private Equity eine Optimierung ihrer Portfolio Erträge zu erreichen. Die Verfolgung dieser Strategie in der Zukunft wird nach Einschätzung des Autors große Veränderungen bei den derzeitigen Anlageklassen verursachen.

Das Buch empfiehlt sich vor allem für institutionelle Kapitalanleger. Aber auch Anbieter von Private Equity-Investments und Interessenten an der Portfolio-Theorie finden – vor allem im empirischen Teil – wichtige Erkenntnisse für ihr Fachgebiet.

**RA Dr. Jean-Claude Zerey, LL.M. (Hrsg.):**

### **„Außerbörsliche (OTC) Finanzderivate“**

Rechtshandbuch, Nomos 2008, 448 S., geb., ISBN 978-3-8329-3206-0, 128 €



Außerbörsliche Finanzderivate haben sich zu einem bankrechtlichen Schwerpunkt entwickelt.

Das neue Handbuch bietet professionelle Unterstützung in allen wesentlichen Rechtsfragen zum Thema außerbörsliche Derivate und zeigt

praxisgerechte Beratungs- und Umsetzungsstrategien für Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Juristen in Banken und Bankenaufsicht sowie Geschäftsleute auf.

Die Vorteile dieses Handbuchs:

- behandelt alle relevanten Rechtsgebiete: Vertrags-, Aufsichts-, Insolvenz- Steuer- und Bilanzrecht sowie Öffentliches Recht
- beantwortet die häufigsten Rechtsfragen, analysiert Abläufe und liefert Lösungsansätze
- enthält vergleichende Darstellungen nach Englischem bzw. New Yorker Recht.

Ein erfahrenes Autorenteam:

Siebzehn führende Experten aus Rechtsanwaltskanzleien, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Banken bieten Ihnen ihre Kompetenz und Erfahrung.

## VERANSTALTUNGEN

### EUROPÄISCHE FONDS SERIE 2008

**18. Juni 2008**

**Japan Towers**

**Frankfurt**

Bereits im 4. Jahr bietet die Europäische Fonds Serie nicht nur ein einzigartiges Forum zum "networking", sondern bietet auch die Gelegenheit, von Experten die neuesten Entwicklungen im Asset Management zu erfahren.

Diese Veranstaltungen werden organisiert von FT Global Events in Zusammenarbeit mit BNP Paribas Investment Partners und finden in drei der wichtigsten europäischen Finanzzentren in der jeweiligen Landessprache statt: Madrid - Mailand - Frankfurt.

Einen Nachmittag lang werden hochkarätigen Experten unter anderem auf folgende Themen eingehen: Entwicklung von Vermögensberatung im Privatkundensektor, Gewinnung der vermögenden Privatkunden des mittleren Segments, Starten einer Asset Management Einheit in einem lokalen Markt, uvm.

Die Teilnehmer haben ebenfalls die Möglichkeit, sich an interaktiven Paneldiskussionen zu beteiligen, die sich mit den gesetzlichen Rahmenbedingungen einerseits sowie den Marktgegebenheiten und kommenden Vertriebswegen andererseits beschäftigen.

Nach dem großen Erfolg der ausgebuchten Serie 2007 ist es empfehlenswert, sich möglichst frühzeitig zu diesem gefragten jährlichen Event anzumelden.

#### Vorteile einer Teilnahme

- Identifizieren Sie die profitabelsten Vertriebsmöglichkeiten im europäischen Markt
- Informieren Sie sich über Produktdesignrends
- Vergleichen Sie den Wettbewerb im In- und Ausland
- Machen Sie sich mit den aktuellen Bestimmungen vertraut
- Reduzieren Sie die Bedrohung durch Investmentbanken
- Knüpfen Sie Kontakte zu Branchenkollegen

Kontakt und weitere Information unter: FT Global Events, [finance.event@ft.com](mailto:finance.event@ft.com)

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

### ICBI - GAIM International 2008

**17. – 19. Juni 2008**

**Monaco**

Now in its 14th successful year, the flagship GAIM International is the world's biggest and most senior gathering of alternative investment players – no fewer than 1.200 delegates attended the 2007 event for an incredible week of targeted direct networking, new deals, fresh ideas, and hot-of-the-press learning: hard benefits which last all year.

The 2008 event once again promises to deliver industry players from all four corners of the globe – powerful institutions and HNW investors, alternative asset management experts and advisors rubbing shoulders and connecting directly with the brightest and best of an industry. It will be a must-attend event for all the leading lights in the alternative investment universe.

Weitere Informationen sind unter <http://www.icbi-events.com/gaim/> erhältlich.

### EBS-Finanzakademie/BAI e.V. -

**Kompaktstudium Rohstoffe**

**3. Jahrgang: 30. Juni – 5. Juli und 19. Juli 2008**

**Oestrich-Winkel bei Wiesbaden**

Im Zuge der weltweiten Finanzkrise wird die Assetklasse Rohstoffe auch für Privatanleger immer attraktiver. Finanzprodukte auf Rohstoffe sind relativ leicht zu verkaufen, weil Anleger die grundlegende „Story“ verstehen. Stabile Erträge und geringe Korrelationen zu den Aktienmärkten machen die Assetklasse attraktiv. „Alleine in den ersten drei Monaten dieses Jahres sind 40 Milliarden Dollar in die Rohstoffmärkte geflossen“, sagt

Christoph Eibl, Vorstandsvorsitzender des Vermögensverwalters Tiberius Asset Management in Zug/Schweiz. Das starke Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern, vor allem in China, macht Agrar- und Metallrohstoffe zu begehrten Handelsobjekten.

„Wir sind erst in der Mitte des Zyklus. Die Rohstoffpreise werden in den kommenden fünf bis zehn Jahren noch weiter ansteigen“, prophezeit Dirk Heß, Rohstoffexperte der US-Investmentbank Goldman Sachs.

Die EBS Finanzakademie, Oestrich-Winkel im Rheingau, reagiert auf diese Entwicklung mit einem bisher in Deutschland einzigartigen Weiterbildungsstudium, das sich intensiv mit aktuellen Finanzprodukten im Rohstoffbereich auseinandersetzt.

Am 30. Juni 2008 startet das sechstägige „Kompaktstudium Rohstoffe“, das für Anlageberater und -vermittler, Vermögensverwalter, Financial Planner und Estate Planner konzipiert ist. Unter den elf hochrangigen Dozenten sind unter anderem die Experten Christoph Eibl und Dirk Heß. In Kooperation mit dem Bundesverband Alternative Investments (BAI) setzt die EBS Finanzakademie unter Leitung von Prof. Dr. Rolf Tilmes auf trendgenaue und fundierte Qualifizierung von Finanzdienstleistern wie Anlagemanagern.

Durch die Einrichtung des Tiberius Commodity Center an der EBS European Business School International University zum Jahresbeginn 2008 wird zudem Pionierarbeit bei der wissenschaftlichen Erforschung von Rohstoffinvestments und -handel geleistet.

Dieses Know-how sowie langjährige und aktuelle Praxiserfahrung angesehener Rohstoff-Analysten fließen in das „Kompaktstudium Rohstoffe“ ein. In direktem Austausch mit den Experten lernen die Teilnehmer die Möglichkeiten und Grenzen sinnvoller Rohstoffanlagen kennen.

Die Studiengebühren für das Kompaktstudium Rohstoffe belaufen sich auf 2.950 Euro zzgl. MwSt. Erfolgreiche Absolventen tragen den Titel Commodity-Advisor (EBS/BAI).

Weitere Informationen zum „Kompaktstudium Rohstoffe“ bei Rachel Fabritius, EBS Finanzakademie (rachel.fabritius@ebs-finanzakademie.de) Telefon 06723-8888-15.

300 EUR Discount für BAI-Mitglieder.

## **8. Handelsblatt Jahrestagung Kapitalanlagestrategien für Versicherungen 1. und 2. Juli 2008 München**

Mit mehr als 100 Teilnehmern hat sich die 8. Handelsblatt Jahrestagung „Kapitalanlagestrategien für Versicherungen“ zu einem der Treffpunkte von Versicherungen und versicherungsnahen Unternehmen etabliert. Seien Sie dieses Jahr ein Teil dieser hochkarätigen Konferenz und diskutieren Sie mit den Referenten über diese und weitere Themen:

- Auswirkungen der Marktentwicklungen auf die Kapitalanlagepolitik
- Neuausrichtung Ihrer Kapitalanlage
- Alternative Anlagestrategien in Wachstumsmärkten
- Steuerungskonzepte für Kapitalanlagen in Versicherungen

Gestalten Sie Ihr Kapitalanlageportfolio effizient und erwirtschaften Sie zukünftig wettbewerbsfähige Renditen. Informieren Sie sich über neue Strategien und Methoden, um eine erfolgreiche Kapitalanlagepolitik in Ihrem Hause umzusetzen. Der unternehmensübergreifende Austausch ist durch den aktuellen Wandel wichtiger denn je.

Weitere Informationen finden Sie im Internet unter <http://vhb.handelsblatt.com/kapitalanlage>. Für Fragen steht Ihnen Frau Tina Fingerhuth gerne unter der Telefonnummer 02 11.96 86-34 65 zur Verfügung.

10 % Discount für BAI-Mitglieder.

## **Labbé & Cie/TÜV Rheinland - Lehrgang: Qualifizierter Aufsichtsrat Juli bis September und Oktober bis Dezember 2008 Schlosshotel Reichenschwand**

Aktuelle Rechtsprechung und verschärfte gesetzliche Rahmenbedingungen nehmen Aufsichtsräte immer stärker in die Pflicht. Zunehmend müssen sie dabei sogar mit ihrem Privatvermögen haften. Dies gilt selbstver-

ständig nicht nur für Aufsichtsräte großer kapitalmarkt-orientierter Gesellschaften, sondern auch für Aufsichtsräte mittelständischer Unternehmen.

Namhafte Unternehmen, darunter u.a. der weltgrößte Versicherungskonzern AIG und die Deutsche Bank, unterstützen die Professionalisierung des Berufsbildes „Aufsichtsrat bzw. Beirat im Mittelstand“ in Kooperation mit Labbé & Cie. Aufsichtsrats- und Beiratsservices, Exklusivpartner des TÜV Rheinland.

Der Lehrgang „Qualifizierter Aufsichtsrat bzw. Beirat für den Mittelstand“ umfasst die jeweils dreitägigen Module Recht, Strategie und Finanzen. Ziel des mit Top-Referenten besetzten Lehrgangs ist es, dass die Teilnehmer Haftungsrisiken (er)kennen und vermeiden sowie Sicherheit für das Handeln nach geltendem Recht und Kompetenz für integrierte Unternehmensführungs- und Erfolgskontrolle gewinnen.

Mit der Zertifizierung durch den TÜV Rheinland erhalten die Diplomierten ein personalisiertes Signet und den Zugang zu einem exklusiven Zirkel von nachweislich qualifizierten Kandidaten, die für Aufsichtsrats- und Beiratsmandate im Mittelstand prädestiniert und nachgefragt sind:

[www.tuv.com/de/Pruefung\\_zum\\_TUEV\\_Rheinland\\_zertifizierten\\_Aufsichtsrat.html](http://www.tuv.com/de/Pruefung_zum_TUEV_Rheinland_zertifizierten_Aufsichtsrat.html)

Erfolgreiche Absolventen tragen den Titel „TÜV Rheinland zertifizierter Aufsichtsrat“.

Anmeldungen für das Seminar vom Oktober bis Dezember'08 sind ab jetzt möglich. Das Anmeldeformular und weitere Informationen erhalten Sie unter [www.aufsichtsratsqualifizierung.de](http://www.aufsichtsratsqualifizierung.de) sowie [www.aufsichtsratszertifizierung.de](http://www.aufsichtsratszertifizierung.de).

25 % Discount für BAI-Mitglieder  
bei Anmeldung bis Ende Juli

**EBS-Finanzakademie/BAI e.V.**

**Kompaktstudium Private Equity**

**6. Jahrgang: 15.-19. September und**

**7. – 8. November 2008**

Der Private Equity Markt zählt zu den am stärksten wachsenden Sektoren der internationalen Finanzmärkte. Auch für die deutsche Wirtschaft nimmt die Bedeutung von Private Equity Finanzierungen stetig zu. Während in der Vergangenheit vor allem institutionelle Anleger von der Anlage in PE profitiert haben, wird diese Anlageklasse nun auch mehr von Privatanlegern nachgefragt.

Beteiligungsmanager sowie Anlageberater benötigen daher Private Equity Expertise, um qualifiziert Beteiligungen managen und kundenorientiert beraten zu können. Hier setzt das Kompaktstudium Private Equity der EBS Finanzakademie an, welches zusammen mit dem Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) neu entwickelt wurde und nun neben dem bereits etablierten Intensivstudium über Hedgefonds neue Maßstäbe mit dieser speziellen Ausbildung der Alternativen Investments setzen möchte.

Das Kompaktstudium mit abschließender schriftlicher Prüfung geht in der Ausbildung weit über die am Markt angebotenen üblichen Seminare hinaus und ist auf Beteiligungsmanager, Anlage- und Kundenberater sowie Vermögensverwalter zugeschnitten, damit diese ihre Kunden qualifiziert beraten und auf deren Bedürfnisse eingehen können.

Weitere Zielgruppen sind Mitarbeiter im Bereich Wealth Management, Stiftungen und Family Office, aus Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen sowie vermögende Privatkunden.

Das Studium vermittelt ein umfassendes, in der Praxis anwendbares Wissen über alle Teilbereiche des Beratungsprozesses für Private Equity Produkte. Ansätze für die erfolgreiche Beratung und Kommunikation stellen ebenso einen wesentlichen Bestandteil des Curriculums dar wie rechtliche Aspekte.

Der Praxisbezug wird durch zahlreiche Fallstudien unterstützt und intensiviert. Die Dozenten sind ausgewiesene Fachleute und garantieren ein Höchstmaß an Aktualität und Kompetenz in der Wissensvermittlung.

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

Weitere Informationen erhalten Sie unter [http://www.ebs-finanzakademie.de/private\\_equity/](http://www.ebs-finanzakademie.de/private_equity/) oder beim BAI unter Tel.: +49 (0) 228 96987 0

350 EUR Discount für BAI-Mitglieder

## VII. BAI Forum Alternative Investments

24. September 2008

Neue Börse, Frankfurt

Das BAI Forum Alternative Investments findet nun bereits zum siebten Male statt. Diese sehr erfolgreiche Veranstaltung wird vom Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) in Kooperation mit der Deutsche Börse AG und der Eurex AG in den Räumlichkeiten der Neuen Börse in Frankfurt organisiert. Auch dieses Jahr werden wieder erfahrene Referenten aus den Mitgliedsunternehmen des BAI sowie bekannten Institutionen interessante Vorträge im Bereich der Alternativen Investments halten.

Der BAI, als Verband und Vertreter der Alternativen Investmentindustrie in Deutschland, möchte mit dieser Veranstaltung den Teilnehmern die Möglichkeit des fachlichen Gedankenaustausches bieten und darüber hinaus maßgeblich dazu beitragen, dass das Thema Alternative Investments mit einem besseren Verständnis von der Öffentlichkeit aufgenommen wird, da diese Asset Klasse nicht nur in professionell gemanagten Portfolios eine zunehmende Bedeutung spielt.

Weitere Informationen erhalten Sie unter [www.forum-ai.com](http://www.forum-ai.com) oder beim BAI unter Tel.: 0228-96987-0

150 EURO Discount für BAI-Mitglieder.

## Hedgefonds Basisseminar – apano akademie

24. – 26. September 2008

Frankfurt

Alternative Investments - und nicht zuletzt Hedgefonds - stellen eine Anlageform dar, die das Interesse vieler Anleger gefunden hat.

Doch was eigentlich sind Hedgefonds? To hedge (engl.) bedeutet, mit einer Hecke einfrieden oder schützen. In der Finanzwelt wird dieser Begriff auch im Sinne von „Absicherung gegen Verluste“ verwendet. Hedgefonds haben einen positiven Effekt auf Portfolios.

Je nach Zusammensetzung des Depots kann sich die Volatilität bei gleich bleibender Rendite bis zur Hälfte reduzieren bzw. bei steigender Rendite die Volatilität vermindern.

Merkmale von Hedgefonds sind: Sie orientieren sich nicht an einem Vergleichsindex, sind gekennzeichnet von großen Freiheiten bei den Investitionsmöglichkeiten, können durch spezielle Techniken auch von fallenden Kursen profitieren und tätigen Leerverkäufe. Aufgrund ihrer geringen Korrelation sind Hedgefonds ein gutes Instrument zur Diversifizierung klassisch geführter Portfolios.

Chancen und Risiken sowie die steuerliche Behandlung dieser Anlageklasse.

Durch das Basismodul „Hedgefonds“ erhalten die Teilnehmer Einblick in die Funktionsweise, Chancen und Risiken sowie die steuerliche Behandlung dieser Anlageklasse.

Weitere Informationen erhalten Sie unter [www.apano-akademie.de](http://www.apano-akademie.de) oder unter Tel.: +49 231 13887330

10% Discount für BAI-Mitglieder

## **Basismodul „Private Equity“ - apano akademie**

**6.-7. November 2008**

**Frankfurt am Main**

Private Equity ist der am schnellsten wachsende Bereich der Unternehmensfinanzierung und stellt eine zunehmend wichtige Finanzierungsquelle für Jung- und Wachstumsunternehmen dar. Während Banken vornehmlich sicherheitsorientiert investieren, beruhen Private Equity-Investitionen im Wesentlichen auf Erfolgspotenzialen und erfordern somit ein besonderes Marktwissen. Dabei spielt das Management der Unternehmen und die Equity Story eine entscheidende Rolle hinsichtlich des Erfolgs solch einer Investition.

Der Zugang zu den lukrativen aber auch risikoreichen Private Equity-Investments war in der Vergangenheit hauptsächlich den institutionellen Investoren vorbehalten. Das starke Wachstum des Private Equity-Marktes führt dazu, dass sich die Investoren zunehmend über den Kapitalmarkt refinanzieren.

Der private Anleger und die Kapitalanlagevermittler profitieren von diesem Boom und können mittlerweile zwischen einer vielfältigen Auswahl an Investments von Private Equity-Fonds und -Dachfonds wählen. Aber auch eine Direktbeteiligung in ein mittelständisches Unternehmen kann ein Gewinn für das Portfolio sein.

In diesem apano akademie Modul werden Sie die Anlagekategorie in all ihren Facetten kennen lernen, um professionell eine anlagegerechte und anlegergerechte Investmentvermittlung oder Investition durchzuführen. Dabei profitieren Sie in hohem Maße von der praxisnahen Darstellung und der langjährigen Erfahrung der Dozenten.

Weitere Informationen erhalten Sie auch unter [www.apano-akademie.de](http://www.apano-akademie.de) sowie bei Britta Lehmkühler, Telefon 0231 - 13 88 73 – 30.

10% Discount für BAI-Mitglieder

# IMPRESSUM

---

## Haftungsausschluss

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

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

## Impressum

Jahrgang 7 – Ausgabe 2

Verantwortliche Redakteure:

Roland Brooks

Frank Dornseifer

Christina Klein

Erscheinungsweise: vierteljährlich

BAI e.V.

Poppelsdorfer Allee 106

D-53115 Bonn

Tel. +49 - (0) 228 - 969870

Fax +49 - (0) 228 - 9698790

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

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

## Satz & Layout

Excellent Media Service GmbH

Im Mediapark 8

50670 Köln

Tel. +49 - (0) 221 - 55405120

Fax +49 - (0) 221 - 55405533

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

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