

**RICHARD BIBB**

2009 Annus Horribilis für Hedge Funds

**REBECCA BERLINGER**

The Alternative Investment Managers Directive (AIFMD) and the potential impact for the Alternative Investments Industry in Switzerland

**WILLIAM FUNG, DAVID HSIEH & NARAYAN Y. NAIK**

Distilling Absolute Returns from a Cauldron full of Hedge Funds

**ALEXANDER PETER GROH, HEINRICH V. LIECHTENSTEIN & KARSTEN LIESER**

The Attractiveness of DACH for Limited Partners

**OLIVER GOTTSCHALG, THOMAS M. STERN**

How does a long-term perspective translate into mid-term returns?  
Risk/return implications of alternative change strategies in buyouts.

## SPONSOREN

---

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

**/** Sponsoren mit einem Artikel in dieser Ausgabe

---



# INHALTSVERZEICHNIS

---

	Leitartikel _____	4
	Mitgliederveränderungen _____	6 - 9
	Recht _____	10 - 16
	2009 Annus Horribilis für Hedge Funds von Richard Bibb _____	17 - 20
	The Alternative Investment Managers Directive (AIFMD) and the potential impact for the Alternative Investments Industry in Switzerland von Rebecca Berlinger _____	21 - 25
	Distilling Absolute Returns from a Cauldron full of Hedge Funds by Professors William Fung, David Hsieh und Narayan Y. Naik _____	26 - 29
	The Attractiveness of Dach for Limited Partners von Prof. Dr. Alexander Peter Groh, Prof. Dr. Heinrich v. Liechtenstein und Karsten Lieser, Cand. Dr. _____	30 - 33
	How does a long-term perspective translate into mid-term returns? Risk/return implications of alternative change strategies in buyouts. von Prof. Oliver Gottschalg, Thomas M. Stern _____	34 - 36
	Buchbesprechung _____	37 - 39
	Veranstaltungen _____	41 - 44
	Impressum _____	45

## LEITARTIKEL

Sehr geehrte Damen und Herren,

in den vergangenen Wochen mehrten sich die positiven Schlagzeilen in den Medien zum Thema Alternative Investments. So ist es laut Datenanbieter Preqin neuen Private Equity Fonds nach den Krisenjahren 2008 und 2009 im ersten Quartal 2010 gelungen, insgesamt rund 50 Mrd. Dollar an frischem Kapital einzusammeln. Es ist zu erwarten, dass dieser Betrag im Laufe des Jahres steigt. Es ist sogar von einer „substanzielleren Erholung“ die Rede.

Auch für Hedgefonds, die bereits im letzten Jahr eine positive Rendite erwirtschaften konnten, sind die Aussichten gut. Zuzug der jährlichen Umfrage der Deutschen Bank, die sich an institutionelle Investoren richtet, können Hedgefonds im Jahr 2010 mit Mittelzuflüssen in Höhe von 222 Mrd. Dollar rechnen, also einem Plus von 15 %.

Eine von Credit Suisse durchgeführte Investoren-umfrage bescheinigt den Hedgefonds ebenfalls erfreuliche Aussichten. Danach dürften die weltweiten Hedgefonds-Volumina bis Ende des Jahres 2010 um 25 % zulegen, und somit wieder rund 2.000 Mrd. Dollar erreichen – ein Volumen, welches die Branche zuletzt Mitte 2008 verwaltet hatte. Die Umfrage kommt zudem zum Ergebnis, dass sich die Hedgefonds-Branche nahezu vollständig von der Finanzkrise erholt habe.

Ob das Jahr 2010 insgesamt als erfreulich zu werten sein wird, hängt maßgeblich von zwei Faktoren ab. Zum einen vom Ausgang der Performance von AI-Produkten: Nach Angaben des Datenanbieters Hedge Fund Research wies der HFRX Global Hedge Fund Index für die ersten drei Monate des Jahres ein Plus von 1,63 % aus. Zum

Vergleich: Der Start ins Jahr 2009 verlief ähnlich schwach. Am Ende des Jahres belief sich die Rendite nach Angaben des gleichen Anbieters immerhin auf rund 14 %.

Zum anderen wird die Diskussion zum Entwurf einer Richtlinie über Verwalter alternativer Investmentfonds, die so genannte AIFM-Richtlinie, ein wesentlicher Aspekt sein, wie sich Alternative Investments in Zukunft entwickeln werden. Die gegenwärtige Diskussion zeigt, dass wir noch weit von einer sachgerechten Regulierung von Alternatives entfernt sind. Ein Indiz ist in diesem Zusammenhang die Vertagung der ECOFIN-Abstimmung, zum anderen die Auseinandersetzung zwischen Finanzminister Timothy Geithner und der EU-Kommission in Hinblick auf die Drittstaaten-Regelungen.

Auch der BAI hatte nachdrücklich Kritik u.a. an den Drittstaatenregelungen geäußert und auf das Erfordernis einer internationalen Abstimmung des Richtlinienentwurfs hingewiesen. Die Bedenken wurden auch gegenüber dem Berichterstatter im Europaparlament, Jean-Paul Gauzès, geäußert. Weitere Informationen zu diesem Thema entnehmen Sie bitte dem Artikel „Recht“.

Ein weiteres für Alternatives wichtiges Gesetzgebungsvorhaben auf nationaler Ebene ist die bevorstehende Änderung der Anlageverordnung, zu der wir im Verlauf des Monats die öffentliche Konsultation erwarten. Hier wird es wichtig sein, an einer sachgerechten Regulierung mitzuwirken, die es Investoren weiterhin ermöglicht, in Alternatives zu investieren.

## LEITARTIKEL

Wie in der letzten Ausgabe angekündigt haben wir Sie im Februar in einem Rundschreiben über die Ergebnisse der im vergangenen Jahr durchgeführten Mitgliederbefragung informiert und gleichzeitig diverse Vorschläge zur Verbesserung der Verbandsarbeit vorgestellt. An dieser Stelle möchten wir Sie nochmals höflich bitten, sich intensiv mit unseren Vorschlägen auseinanderzusetzen und uns weitere Anregungen mitzuteilen. Auf der nächsten Mitgliederversammlung, die am 16. Juni im Le Méridien-Hotel in Frankfurt stattfindet, möchten wir dann gemeinsam mit Ihnen die ggf. erforderlichen Beschlüsse fassen, so dass die entsprechenden Maßnahmen auch umgesetzt werden können.

Zuletzt möchten wir Sie noch auf die BAI Alternative Investor Conference hinweisen, die am 27. und 28. April 2010 in der Industrie- und Handelskammer (IHK) zu Frankfurt stattfindet. The-

menschwerpunkte sind u.a. Managed Accounts, AIFM, UCITS, Risikomanagement von Hedgefonds, Financial Engineering, Neue Marktchancen für Venture Capital sowie Rohstoffe, Infrastruktur, Wald und andere Nachhaltige Investments. Das aktuelle Programm finden Sie auf der Konferenz-homepage ([www.ai-conference.com](http://www.ai-conference.com)). Unsere Mitglieder möchten wir nochmals auf die Freikarte hinweisen und um rechtzeitige Registrierung bei der Geschäftsstelle bitten.

Zudem bedanken wir uns bereits an dieser Stelle für das Engagement sowie die finanzielle Unterstützung unserer Sponsoren.

Wir würden uns sehr freuen, Sie auch in diesem Jahr wieder auf der AIC willkommen zu heißen.

### Vorstand und Geschäftsführung



Achim Pütz  
1. Vorsitzender

Bastian Schmedding  
Schatzmeister

Dietmar H. Bahr  
stellv. Vorstandsvorsitzender

Michael Busack  
stellv. Vorstandsvorsitzender

Dr. Dirk Söhnholz  
stellv. Vorstandsvorsitzender

Frank Dornseifer  
Geschäftsführer Recht und Policy



## MITGLIEDERVERÄNDERUNGEN

**Das Mitgliederwachstum des Verbandes verlief auch im ersten Quartal des Jahres 2010 erfolgreich. In diesem Jahr hat der BAI bereits sieben neue renommierte Unternehmen als Mitglieder aus der Alternativen Investmentindustrie gewinnen können.**

**Wir freuen uns sehr**

- **Aurum Funds Limited**
- **AXA Private Equity GmbH**
- **Berger Lahnstein Middelhoff & Partners LLP**
- **DC Placement Advisors GmbH**
- **FFA Frankfurt Finance Audit GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**
- **PRIME CAPITAL Asset Management AG**
- **UBS AG - Alternative and Quantitative Investments**

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

### Aurum Fund Limited

Aurum is an award winning manager of multi-strategy, specialist and regional fund of hedge funds. The Aurum Funds seek to provide investors with capital appreciation in rising markets and capital preservation during more challenging times. Risk is diversified between markets, currencies, countries and asset classes.

For over 15 years of proven absolute returns, Aurum has successfully demonstrated its ability to provide investors with stable absolute returns through various market cycles. Aurum currently has over US\$1.5 Billion of assets under management.

Aurum believes that there is indeed a link between a firm's past and future performance; and that this link is created by the human capital of the firm. The founders of Aurum continue to manage the business today, applying the same core values, investment philosophy, management discipline and sensitivity to risk that has been applied consistently since inception.

Today the firm manages a range of fund of hedge funds with different risk / return profiles including both diversified multi-strategy, regional and specialist funds. This range offers investors the flexibility either to express their own investment view through our specialist funds, or to invest in one of Aurum's managed multi-strategy funds, thus offering investors access to diversified portfolios of non-correlated international hedge fund managers.

### Contact

Aurum Funds Limited  
37 Ixworth Place  
London, SW3 3QH

Tel: +44 (0)20 7589 1130

Fax: +44 (0)20 7581 1780

clientservices@aurumfunds.com

www.aurum.com

### AXA Private Equity

ist ein Unternehmen der AXA Gruppe mit einem verwalteten Vermögen von mehr als EUR 1.300 Mrd. und eine diversifizierte aufgestellte Beteiligungsgesellschaft mit starker Präsenz auf dem internationalen Private Equity Markt. Die Gesellschaft unterhält Büros in Paris, Frankfurt, London, Mailand, Zürich, New York, Singapur und Wien. Seit 1996 unterstützt AXA Private Equity die Entwicklung und das langfristige Wachstum ihrer Portfolio-Unternehmen und sichert so für ihre Investoren eine nachhaltige und regelmäßige Performance. AXA Private Equity bietet ihren Investoren eine breite Auswahl an performancestarken Fonds für jedes Marktsegment: Fund of Funds, LBO Mid Cap und Small Cap, Venture Capital, Co-Investments, Infrastruktur-Finanzierungen und Mezzanine.

Den europäischen Wurzeln fest verbunden folgt AXA Private Equity dem Ansatz lokaler Nähe: Teil ihrer Investment-Philosophie ist die Berücksichtigung des regionalen Kontextes. Die 140 Investment Professionals vor

Ort unterstützen langfristig die 150 Portfolio-Unternehmen in fachlicher und finanzieller Hinsicht mit dem Ziel internationalen Wachstums und stellen eine konstante Nähe zu ihren Investoren sowie zu allen relevanten Private Equity Märkten sicher.

Im Bereich Fund of Funds liegt die Stärke von AXA Private Equity in den genau definierten Richtlinien, der Transparenz gegenüber dem Investor und der detaillierten Analyse der Portfolio-Unternehmen der rund 500 Fonds, in die man investiert ist. AXA Private Equity verwaltet aktuell ein Vermögen von ca. EUR 20 Mrd., welches sich überwiegend aus Drittgeldern zusammensetzt.

### **Kontakt**

Jan Philipp Schmitz

Director

AXA Private Equity GmbH

An der Welle 4

60322 Frankfurt am Main

Tel: +49 69 505041-500

Fax: +49 69 505041-550

E-Mail: [jan-philipp.schmitz@axa-im.de](mailto:jan-philipp.schmitz@axa-im.de)

Web: [www.axaprivateequity.com](http://www.axaprivateequity.com)

### **BLM Partners**

Berger Lahnstein Middelhoff & Partners LLP („BLM Partners“) ist ein im März 2009 gegründeter alternativer Asset Manager für institutionelle Anleger und vermögende Privatpersonen. Die Gründungspartner Prof. Dr. Roland Berger, Florian Lahnstein und Dr. Thomas Middelhoff möchten die Firma langfristig als innovative Beteiligungsgesellschaft für mittelständische Unternehmen in Europa etablieren. Das Team und der Beirat vereinen anerkannte Berater, Investoren und Manager mit langjährigen Geschäftsbeziehungen zu Unternehmen und erstklassigen Kontakten in Wirtschaft und Politik.

BLM Partners ist auf Eigenkapital- und Kreditinvestitionen ohne exzessiven Einsatz von Fremdkapital in kleine und mittlere Unternehmen in Europa spezialisiert. Zurzeit konzentriert sich die Gesellschaft auf zwei Geschäftsbereiche: Eigenkapitalinvestitionen in private

Firmen mittels Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) oder gezielten Privatplatzierungen, die durch Gero Wendenburg betreut werden, und einen auf Kreditbeteiligungen im europäischen Raum spezialisierten Hedge-Fonds, der von Jason Carley als Portefeuille-Manager geleitet wird. Als aktiver Finanzierungspartner bringen die Partner von BLM neben ihrer Investmentexpertise auch ihr Verständnis für Unternehmer und Unternehmen und ihre strategische und operative Managementenerfahrung ein.

Mit den angebotenen Anlageprodukten möchte BLM Partners in jeder Marktphase attraktive Renditen für Investoren generieren. Um stets einen Interessengleichlauf zwischen Gesellschaftern und Anlegern zu gewährleisten, partizipieren die Partner von BLM in allen aufgelegten Produkten selbst als Investor. In Zukunft werden weitere Produkte folgen.

### **Kontakt**

BLM Partners

Herr Felix Homann

10 Duke of York Square

London SW3 4LY

United Kingdom

Tel: +44 (0)207 259 8550

Fax: +44 (0)207 730 3144

[fhomann@blmpartners.com](mailto:fhomann@blmpartners.com)

<http://www.blmpartners.com>

### **DC Placement Advisors GmbH**

DC Placement Advisors ist ein unabhängiger Placement Agent für die Platzierung von alternativen Investmentfonds und Managed Accounts. Das Unternehmen konzentriert sich auf die Beschaffung von institutionellem Kapital für erstklassige Investment Manager.

Um höchste Kundenzufriedenheit zu gewährleisten, arbeiten wir nur an einer begrenzten Anzahl ausgewählter Mandate pro Jahr und leisten somit eine auf spezielle Kundenbedürfnisse zugeschnittene Beratung mit dem Ziel, für jedes einzelne Mandat die besten Ergebnisse zu erreichen.

DC Placement Advisors hat in den letzten Jahren Geldmittel von erstklassigen europäischen Investoren beschafft, mit denen wir im Auftrag unserer Kunden auf einer diskreten und unabhängigen Basis zusammengearbeitet haben.

#### **Kontakt**

Nina Dohr-Pawlowitz  
Managing Director  
Bergerbreite 4  
81929 München

Tel. 089-998877-90  
Email: [ndohrpawlowitz@dcpla.com](mailto:ndohrpawlowitz@dcpla.com)  
Web: [www.dcpla.com](http://www.dcpla.com)

### **Frankfurt Finance Audit**

Die Gründung der FFA Frankfurt Finance Audit GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (im Folgenden Frankfurt Finance Audit) beruht auf Überlegungen ehemaliger leitender Angestellter und Partner verschiedener großer Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaften. Unser Angebot stellt einen alternativen, auf den Kunden ausgerichteten Dienstleistungsansatz dar. Denn in der Prüfung als auch in der Beratung ist es seitens der Dienstleister üblich, die erbrachte Dienstleistung in den Vordergrund zu stellen. Die Partner der Frankfurt Finance Audit vertreten dagegen die Auffassung, dass der Kunde und das industrielle Umfeld des Kunden im Vordergrund stehen und unsere Dienstleistung dem Unternehmenszweck unserer Kunden dient. Insbesondere bei den industriespezifischen Prüfungsdienstleistungen entspricht es unserer Unternehmensphilosophie, eine Leistung zu erbringen, die unsere Kunden bei der Generierung von Erträgen unterstützt.

Zu unseren Kunden gehören schwerpunktmäßig Unternehmen und Unternehmensabteilungen, die mit der Verwaltung von Kapitalvermögen beschäftigt sind sowie Investoren. Unser Dienstleistungsangebot richtet sich entsprechend an Kapitalanlagegesellschaften, Portfoliomanager, Versicherungen, Vermögensverwalter sowie deren Dienstleister. Unser Angebot richtet sich insbesondere auch an die in Deutschland tätige Alternative Investment Industrie.

Unsere Tätigkeit reicht von der prozessorientierten über die portfolionaher Beratung bis hin zu industriespezifischen Prüfungsdienstleistungen wie der Jahresabschlussprüfung und der Unterstützung der Internen Revision. Unser Dienstleistungsspektrum bezieht sich somit auf die Produktion und die Verwaltung von Finanzinstrumenten, das Risikomanagement sowie den Vertrieb.

Ein Schwerpunkt in unserer Dienstleistungspalette liegt in der Prüfung und Beratung von Unternehmen im investimentrechtlichen Umfeld. Dies umfasst zum einen die Asset Manager selbst, zum anderen insbesondere die Dienstleister, die Teilfunktionen der Asset Manager übernehmen. Ein weiterer Schwerpunkt liegt auf Fragen der Performance- und Risikomessung sowie Gebührenstrukturen.

Unsere Partner und Mitarbeiter verfügen über langjährige Erfahrung in der Erbringung von Dienstleistungen für die Finanzindustrie und waren zum Teil selbst im Finanzsektor tätig. Dadurch verfügen wir innerhalb unseres Hauses gleichzeitig über ein Wissensnetzwerk und über fokussierte Industrieexpertise.

Im Verwaltungsbereich setzen wir selbst, sofern dies unter Vertraulichkeitsgesichtspunkten möglich ist, auf Auslagerungslösungen. So unterhalten wir keine kostspieligen Stabsabteilungen oder teuren Produktionsabteilungen wie Druckereien. In diesen Bereichen setzen wir Partnerunternehmen ein, die sich entsprechenden Vertraulichkeitserklärungen unterwerfen.

Durch unsere Konzentration auf einen Industriesektor können wir unsere Dienstleistungen fokussiert und damit effektiv erbringen. Durch unsere schlanke Organisation können wir unsere Dienstleistungen effizient, d.h. mit einem für unsere Kunden optimalen Preis-Leistungsverhältnis darstellen.

#### **Kontakt**

FFA Frankfurt Finance Audit GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Geschäftsführer  
WP Martin Schliemann  
Corneliusstr. 18  
60325 Frankfurt

Tel.: +49 69 9074 47 90  
[mschliemann@frankfurtfinanceaudit.de](mailto:mschliemann@frankfurtfinanceaudit.de)



## PRIME CAPITAL Asset Management AG

Die im Jahr 2006 gegründete Prime Capital Asset Management AG ist ein unabhängiger Finanzdienstleister, der institutionellen High-End Investoren hochprofessionelle Asset Management und Investment Banking Dienstleistungen unter einem Dach anbietet. Mit einer einzigartigen Kombination aus langjähriger Expertise, umfassender Infrastruktur und moderner Technologie versteht sich Prime Capital als Partner und "verlängerte Werkbank" ihrer Kunden. Zum modular aufgebauten und angebotenen Dienstleistungsspektrum der Prime Capital Asset Management AG gehören Strukturierungen von Portfolios, konkursfeste Verbriefungen über die PCAM Issuance S.A., Bilanzrestrukturierungen für Finanzinstitute sowie Asset Management mit Schwerpunkt Satelliten-Investments, Alpha- und Absolute-Return-Strategien. Während im Bereich Asset Management zu Beginn allein Alternative Investments wie Hedge Funds, Private Equity und Real Estate im Fokus standen, wurde das Dienstleistungsspektrum seit 2008 sukzessive um die Asset Klassen Fixed Income, Credit, Commodities & Absolute Return erweitert. Das stetig wachsende hochkarätige Team von erfahrenen und erprobten Fachleuten umfasst derzeit 30 Mitarbeiter in Frankfurt, London & Luxemburg. Die Prime Capital Asset Management AG untersteht der Aufsicht des BaFin und der britischen FSA und befindet sich zu über 80% im Eigentum seiner Mitarbeiter.

## UBS AG - Alternative and Quantitative Investments

### *Wer ist Alternative and Quantitative Investments (A&Q)?*

A&Q ist eine Einheit innerhalb UBS Global Asset Management mit über 300 Mitarbeitern, zuständig für Alternative Investments.

### *In welchen Bereichen sind wir spezialisiert?*

A&Q verbindet das Know How eines Single-Hedge-Funds (O'Connor) und zweier Dach-Hedge-Funds (Alternative Investment Solutions und Alternative Funds Advisory).

### *Welche Dienstleistungen und Produkte bieten wir an?*

- Single Strategien von O'Connor
- Dachfondslösungen für Hedge Funds, Private Equity, Infrastruktur und Rohstoffe
- Mischprodukte (z.B. Hedge Funds und Private Equity kombiniert)
- Massgeschneiderte Portfoliolösungen

### *Wieviel Vermögen verwalten wir?*

A&Q verwaltet derzeit über USD 38 Milliarden und ist damit einer der grössten Anbieter Alternativer Investments für institutionelle Investoren und Privatinvestoren weltweit.

### *Was hat uns unsere über 30-jährige Erfahrung gezeigt?*

Dass Alternative Investments auch im heutigen Marktumfeld viel Mehrwert bieten können.

### *Was können Sie von uns erwarten?*

Ob Standardprodukt oder komplexe Lösung, wir haben die Erfahrung und die Ressourcen, um auf Ihre individuellen Bedürfnisse einzugehen.

### *Wie erfahren Sie mehr über uns?*

Wir freuen uns auf Ihre Kontaktaufnahme.

### **Kontakt**

Wolfgang Batt  
UBS Global Asset Management  
Alternative and Quantitative Investments  
Gessnerallee 3-5  
8098 Zürich

T: +41-44-23 47629

E: wolfgang.batt@ubs.com

## RECHT

**Von Frank Dornseifer**  
Geschäftsführer Recht und Policy beim BAI



### Update zur AIFM-Richtlinie

Im letzten Newsletter hatten wir ausführlich über den letzten Kompromissvorschlag zur AIFM-Richtlinie unter schwedischer Ratspräsidentschaft, die ersten und vorläufigen Änderungsvorschläge des Berichterstatters des Wirtschaftsausschusses im Europaparlament, Herrn Jean-Paul Gauzès (EVP), sowie den Gesetzgebungsprozess im Allgemeinen und das hier einschlägige Mitentscheidungsverfahren im Besonderen, berichtet.

Nachdem Spanien zum 1. Januar die Ratspräsidentschaft in der EU übernommen hat, gab es eine Vielzahl von weiteren Kompromissvorschlägen zum ursprünglichen Richtlinienentwurf der EU-Kommission. Die Kompromissvorschläge in der letzten Fassung vom 11. März 2009 sollten am 16. März zur Abstimmung im ECOFIN gestellt werden. Dieser Kompromissvorschlag ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st07/st07377.en10.pdf>

Die Beschlussfassung zu diesem Kompromissvorschlag wurde aber im Hinblick auf deutliche Meinungsverschiedenheiten, u.a. zur Drittstaatenthematik, und die bevorstehenden Wahlen in Großbritannien, das vehement gegen die vorgeschlagenen Regelungen zum Vertrieb von Drittstaatenfonds opponiert hatte, auf den 18. Mai vertagt. In unserer Pressemitteilung vom 16. März hat der BAI die Vertagung der Abstimmung begrüßt, insbesondere, da auch aus unserer Sicht der Kompromissvorschlag in der Fassung vom 11. März zahlreiche und zum Teil gravierende Unzulänglichkeiten aufweist (s. auch Pressemitteilung vom 16. März, auf der BAI-Homepage in der Rubrik „Presse“ abrufbar). Nach der Vertagung der ECOFIN-Beschlussfassung liegt noch kein weiterer modifizierter Kompromissvorschlag der spanischen Ratspräsidentschaft vor.

Im Wirtschaftsausschuss des Europaparlaments folgten den ersten und vorläufigen Änderungsvorschlägen des Berichterstatters Gauzès insgesamt ca. 1700 Änderungsanträge der übrigen Mitglieder des Wirtschaftsausschusses ECON, die sich auf den ursprünglichen Richtlinienentwurf der EU-Kommission beziehen. Diese sind auf der Homepage des Europaparlaments unter nachfolgendem Link abrufbar:

<http://www.europarl.europa.eu/activities/committees/workingDocs/comparIDossier.do?dossier=ECON%2f7%2f00300&language=DE>

Darüber hinaus gibt es weitere Änderungsanträge der Mitglieder des ebenfalls einbezogenen Rechtsausschusses JURI. Auf Grundlage dieser Änderungsvorschläge erarbeitet Herr Gauzès derzeit zusammen mit den Schattenberichterstattern der anderen Fraktionen im Europaparlament Kompromissvorschläge, die am 27. April zur Beschlussfassung im Wirtschaftsausschuss gestellt werden sollen. Die finalen Kompromissvorschläge des Berichterstatters liegen derzeit zwar noch nicht vor, der BAI ist aber in die Diskussionen der EU-Parlamentarier eingebunden.

Parallel zu den Arbeiten im Parlament und im EU-Rat findet der sog. Trilog statt, eine informelle Abstimmung zwischen EU-Kommission, EU-Rat und EU-Parlament

(zum hier einschlägigen Gesetzgebungsvorhaben, dem Miteinscheidungsverfahren, und die jeweilige Beteiligung der einzelnen Gremien vgl. die Darstellung im letzten Newsletter). Der Trilog dient der Vorabstimmung der jeweiligen Positionen der beteiligten drei Gremien. Eine der Zielsetzungen des Trilogs ist die Verabschiedung der AIFM-Richtlinie in nur einer Lesung.

Sobald Einzelheiten über einen neuen Kompromissvorschlag der Ratspräsidentschaft oder die abgestimmten Änderungsanträge aus dem Wirtschaftsausschuss des Europaparlaments vorliegen, wird die Geschäftsstelle hierüber zeitnah unterrichten. Da diverse Inhalte der Abstimmung innerhalb von ECON bzw. zwischen den beteiligten Gremien auch bereits in der öffentlichen Diskussion stehen, soll an dieser Stelle kurz darauf eingegangen werden:

#### I. Definition von 'nicht systemrelevanten AIFM'

Innerhalb von ECON wird diskutiert, die Vorschriften der Richtlinie nur partiell auf sog. „nicht systemrelevante AIFM“ anzuwenden. Der BAI selbst hatte angeregt, dass es großzügige Ausnahmeregelungen für „kleine AIFM“ gibt. Der jetzt im ECON vorgeschlagene Ansatz erscheint allerdings bedenklich, denn er definiert als „nicht systemrelevante AIFM“ nur AIFM, die geschlossene AIF mit Assets under Management von jeweils höchstens 100 Millionen Euro und kumuliert höchstens 250 Millionen Euro verwalten. Im Umkehrschluss würden demnach alle AIFM, die offene Fonds verwalten, und darüber hinaus alle AIFM, die geschlossene AIF über den vorgeannten Schwellenwerten verwalten, als systemrelevante AIFM qualifiziert. Für eine solche Annahme gibt es jedoch keine valide Grundlage, so dass dieser Ansatz als völlig unbrauchbar zu verwerfen ist.

#### II. Unzulänglichkeiten im Erlaubnisverfahren

Nach derzeitigem Stand laufen die Diskussionen im ECON auf ein fehlkonzipiertes Erlaubnisverfahren für AIFM hinaus, denn ein Nichttätigwerden der zuständigen Aufsichtsbehörde würde als Ablehnung eines Erlaubnisanspruchs gewertet. Aufsichtsbehörden wären demnach weder verpflichtet, innerhalb eines bestimmten Zeitraums über den Erlaubnisanspruch zu entscheiden, noch wären sie verpflichtet, für die Ablehnung Gründe

anzuführen. Auch dieser Ansatz des Wirtschaftsausschusses ist kontraproduktiv.

Zudem enthalten diverse Änderungsvorschläge faktische Genehmigungserfordernisse für die jeweiligen AIF (z.B. bei Änderungen der Anlagestrategie oder beim Einsatz von Leverage). Das ursprüngliche Konzept der Richtlinie sollte eine Regulierung des Managers, aber keine Produktregulierung sein. Auch dieser neuerliche Ansatz ist daher als sehr kritisch zu bewerten.

#### III. Short Selling

Ebenso kritisch zu würdigen ist der Umstand, dass innerhalb von ECON die Wiederaufnahme von Regelungen zu Leerverkäufen aufgenommen werden sollen. Zumindest auf Ratsebene bestand Einigkeit, dass die Leerverkaufsthematik außerhalb dieser Richtlinie zu behandeln ist, da es sich nicht um eine AIFM-spezifische Thematik handelt.

#### IV. Drittstaatenfonds

Als der wohl kritischste Aspekt – auch aus Investorensicht – ist der ECON-Vorstoß zu Drittstaatenfonds zu bewerten. Hier wird zum einen eine Übergangsfrist von fünf Jahren diskutiert, in der für Drittstaatenfonds lediglich ein Private Placement-Vertrieb möglich sein soll. Parallel soll in diesem Zeitraum überprüft werden, ob entsprechende Fonds und das jeweilige Herkunftsland gewisse Kriterien erfüllen, zum Beispiel im Hinblick auf den Austausch von Steuerinformationen, den wechselseitigen Zugang zum Markt und Standards der Aufsicht. Fonds, die diese Kriterien nicht erfüllen, dürften danach nicht mehr innerhalb der EU vertrieben werden, wobei Investoren diese Fonds auf Eigeninitiative zumindest noch erwerben dürften. Sofern aber auch der AIFM außerhalb der EU ansässig ist, plant man sogar institutionellen Investoren zu verbieten, auf Eigeninitiative in diese Fonds zu investieren.

Gerade an dieser Stelle zeigt sich, wie berechtigt die insbesondere vom BAI geäußerte Kritik an der unzureichenden Einbettung der Richtlinie und deren Änderungsvorschläge in ein globales Regulierungskonzept auf G-20 Ebene ist. Aus Sicht des BAI ist ein isolierter europäischer Alleingang, der Regulierungsvorschläge z.B. von IOSCO und dem Joint

Forum, oder natürlich auch der USA (s. hierzu bereits den letzten Newsletter) nicht berücksichtigt, kontraproduktiv.

## Kurzmitteilungen

### National

#### **1. BaFin-Allgemeinverfügung zur Einführung einer Transparenzpflicht für Netto-Leerverkaufspositionen vom 4. März 2010**

Mit gesondertem Mitgliederrundschreiben vom 4. März 2010 hatten wir bereits über vorgenannte BaFin-Allgemeinverfügung berichtet.

In Anlehnung an die CESR-Vorschläge zur Offenlegung von Short-Positionen vom 2. März 2010 (s.u. Kurzmitteilungen International) hat die BaFin diese Vorschläge – zumindest teilweise – durch die Allgemeinverfügung vom 4. März zur Offenlegung von Netto-Short-Positionen mit Wirkung zum 25. März 2010 umgesetzt.

Die Offenlegungspflicht bezieht sich auf zehn Finanztitel, die auch seinerzeit von dem Leerverkaufsverbot erfasst waren, und ist somit noch sektoral begrenzt. Im Übrigen entspricht das Meldesystem den CESR-Vorschlägen, wobei die Veröffentlichung der Positionen ab einer Schwelle von 0,5 % auf der Webseite der BaFin in anonymisierter Form erfolgt.

Neben der Offenlegungsverpflichtung bei gedeckten Leerverkäufen soll der vom Bundesfinanzministerium angekündigte Entwurf ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe enthalten. Hier geht das Finanzministerium nicht nur über die CESR-Vorschläge hinaus, sondern startet einen Alleingang, ohne sich zu dieser Thematik auf europäischer Ebene abzustimmen, obwohl sich die EU-Kommission auf Basis der CESR-Vorschläge mit einer Regulierung von Leerverkäufen befasst.

Der BAI hat bereits in der Vergangenheit nachdrücklich darauf hingewiesen, dass allein schon im Hinblick auf den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit ein Verbot von ungedeckten Leerverkäufen nur das letzte Mittel sein kann, wenn andere Maßnahmen nicht geeignet sind.

Zudem sollten Marktteilnehmer die mit einer Regulierung verbundenen Anforderungen mit angemessenem Aufwand erfüllen können. Schließlich muss den Aufsichtsbehörden ein geeignetes und effektives Instrumentarium an die Hand gegeben werden, mit dem die Einhaltung der Regelungen überwacht werden kann. Vor diesem Hintergrund sollten die CESR-Vorschläge zur Offenlegung von Short-Positionen zunächst der Maßstab für eine Regulierung aller Arten von Leerverkäufen sein. Mit Hilfe dieser Transparenzerfordernisse sollten auch die Aufsichtsbehörden in der Lage sein, marktmissbräuchliches Verhalten wie „short and distort“ zu identifizieren und zu sanktionieren.

Gegenwärtig wird auf nationaler und internationaler Ebene diskutiert, ob und wie Leerverkäufe reguliert werden sollen. Für April hat das Bundesministerium der Finanzen beispielsweise den Referentenentwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes angekündigt, der auch eine Regulierung von Leerverkäufen beinhalten soll.

#### **2. BMF-Referentenentwurf zur Regulierung von Leerverkäufen**

Am 3. März hat das Bundesministerium der Finanzen den Referentenentwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes angekündigt (s. gesondertes Mitgliederrundschreiben vom 3. März). Aus dem zuständigen Referat im Finanzministerium wurde mitgeteilt, dass im Rahmen des Entwurfs auch die CESR-Vorschläge zur Offenlegung von Short-Positionen (s. hierzu Kurzmitteilungen International) aufgenommen werden sollen. Zudem soll der Entwurf das Verbot ungedeckter Leerverkäufe enthalten!

Nach Auskunft des Finanzministeriums soll der Entwurf folgende weitere Inhalte haben:

- Regelungen zu Mindesthaltefristen und Abwicklungsverfahren für offene Immobilienfonds,
- weitere Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten im Hinblick auf den Erwerb von Finanzinstrumente

zum Vermeiden des „Anschleichens“ an Unternehmen,

- Stärkung des Anlegerschutzes im Grauen Kapitalmarkt, insbesondere die Sanktionierung von Falschberatung.

Der Entwurf soll noch in diesem Monat vorgestellt werden.

### 3. Entwurf BaFin-Rundschreiben zu Depotbanken

Die BaFin hat mit Schreiben vom 15. Januar 2010 den Entwurf eines Rundschreibens zu Depotbanken von Investmentvermögen vorgestellt. Bereits in unserem letzten Newsletter hatten wir auf dieses Vorhaben hingewiesen.

Das Rundschreiben behandelt ausgewählte Fragen im Zusammenhang mit den Pflichten der Depotbank nach den §§ 20 ff. InvG. Mit dem Rundschreiben sollen insbesondere Unsicherheiten beseitigt werden, mit denen sich die Branche bei der Auslegung der §§ 20 ff. InvG bislang konfrontiert sah. Das Rundschreiben wurde unter Einbeziehung der Vertreter der Verbände, der Kapitalanlagegesellschaften, Depotbanken und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften erstellt.

Der Entwurf des Rundschreibens nebst Stellungnahmen aus der Branche ist unter nachfolgendem Link abrufbar:

[http://www.bafin.de/cIn\\_179/SharedDocs/Downloads/DE/Unternehmen/Konsultationen/2010/kon\\_\\_0110\\_\\_Depotbank\\_\\_wa,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/kon\\_0110\\_Depotbank\\_wa.pdf](http://www.bafin.de/cIn_179/SharedDocs/Downloads/DE/Unternehmen/Konsultationen/2010/kon__0110__Depotbank__wa,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/kon_0110_Depotbank_wa.pdf)

Bitte beachten Sie, dass die Pflichten der Depotbank derzeit auch auf der Ebene der Europäischen Union (EU) diskutiert werden, so dass das Rundschreiben ggf. nur von vorläufiger Natur sein wird.

### 4. BaFin-Entwurf MaRisk für Investmentgesellschaften

Die BaFin hat am 29. Januar 2010 den bereits in unserem letzten Newsletter angekündigten Entwurf einer MaRisk für Investmentgesellschaften zur Konsultation gestellt. Die MaRisk für Investmentgesellschaften

lehnt sich weitgehend an die MaRisk für Banken (Rundschreiben 15/2009 (BA) - Mindestanforderungen an das Risikomanagement – MaRisk) an. Ziel dieses Rundschreibens ist es, auf Grundlage des § 9a des Investmentgesetzes einen flexiblen und praxisnahen Rahmen für die Ausgestaltung einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation der Kapitalanlagegesellschaften und selbstverwaltenden Investmentaktiengesellschaften vorzugeben.

Nach dem Entwurf umfasst eine ordnungsgemäße Geschäftsorganisation danach insbesondere:

- ein angemessenes Risikomanagementsystem
- geeignete Regelungen für die persönlichen Geschäfte der Mitarbeiter
- geeignete Regelungen für die Anlage des eigenen Vermögens in Finanzinstrumenten
- angemessene Kontroll- und Sicherheitsvorkehrungen für den Einsatz der elektronischen Datenverarbeitung
- Regelungen zu Verfahrensweisen bei Auslagerungen
- eine angemessene Dokumentation
- angemessene Kontrollverfahren (einschließlich der Internen Revision)

Das Rundschreiben bezieht sich auf die zulässigen Geschäftstätigkeiten einer Kapitalanlagegesellschaft, mithin die Verwaltung von Investmentvermögen, die Erbringung von Dienstleistungen und Nebendienstleistung im Sinne des § 7 Abs. 2 InvG sowie die Anlage des eigenen Vermögens der Kapitalanlagegesellschaft und die zulässigen Geschäftstätigkeiten einer selbstverwaltenden Investmentaktiengesellschaft.

Gem. Begründung sind die Anforderungen des Rundschreibens zukünftig von allen Kapitalanlagegesellschaften im Sinne von § 6 Abs. 1 InvG zu beachten. Die Anforderungen sind von selbstverwalteten Investmentaktiengesellschaften im Sinne von § 96 InvG entsprechend umzusetzen. Die Anforderungen des Rundschreibens sollen auch für die Zweigniederlassun-



gen deutscher Gesellschaften im Ausland gelten. Auf Zweigniederlassungen von Verwaltungsgesellschaften mit Sitz in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums nach § 13 InvG finden sie nach derzeitigem Stand hingegen keine Anwendung.

Weitere Informationen zu dem Entwurf des Rundschreibens und der Konsultation finden Sie unter:

[http://www.bafin.de/cIn\\_179/nn\\_724058/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Unternehmen/Konsultationen/2009/kon\\_\\_0210\\_\\_InvMaRisk\\_\\_wa.html](http://www.bafin.de/cIn_179/nn_724058/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Unternehmen/Konsultationen/2009/kon__0210__InvMaRisk__wa.html)

## 5. BMF-Entwurf zur Änderung der Anlageverordnung

Das Bundesfinanzministerium hat noch für den Monat April die Konsultation einer Änderungsverordnung zur Anlageverordnung angekündigt.

Bereits im Zuge der im Jahre 2008 eingeleiteten Konsultation der Änderungsverordnung zur Anlageverordnung wurden folgende Änderungen vorgeschlagen, die voraussichtlich auch für die weitere Konsultation beibehalten werden sollen:

- Erweiterung der Anlagearten auf die Staaten der OECD
- Anhebung der Beteiligungsquote von 10 % auf 15 % bei gleichzeitiger Einführung einer Streuungsquote von 1 %
- Streichung der 3-Objektgrenze für Grundstücksgesellschaften und Zulassung von Darlehen an Immobiliengesellschaften
- Zulassung von Rohstoffinvestments in einer eigenen 5 %-Mischungsquote für Rohstoffe unter Einbeziehung in die 35 %-Risikokapitalanlagequote
- Grundsätzliche Übernahme der Erweiterung der Novelle des Investmentgesetzes bei Anlagen in Fonds; allerdings Vorbehalt der Versicherungsaufsicht, besondere Anforderungen an die Sicherheit der Investmentfonds zu formulieren

Neben diesen Punkten gibt es noch eine Reihe von offenen Punkten, u.a. betreffend:

- ABS/CLN und die Übertragung von Kreditrisiken
- Anforderungen an Beteiligungsunternehmen und deren Geschäftstätigkeit
- Entlastung der Beteiligungsquote bei Anlagen in Immobiliendachfonds

Die Geschäftsstelle wird die Mitglieder zu gegebener Zeit über den Beginn und die genauen Inhalte der Konsultation unterrichten. Insbesondere über die BAI Arbeitsgruppe zur Anlageverordnung werden wir uns mit einer Stellungnahme an der Konsultation beteiligen.

## International

### 1. CESR Vorschläge zur Offenlegung von Short-Positionen

Das Komitee der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden CESR hat am 2. März Vorschläge zur Offenlegung von Short-Positionen vorgestellt. Es geht im Kern um ein **zweistufiges Offenlegungsverfahren** von Short-Positionen betreffend in einem geregelten Markt oder einem multilateralen Handelssystem (MTF) des EWR zum Handel zugelassene Aktien, wobei es – im Gegensatz zum seinerzeit von der BaFin erlassenen Verbot – keine **sektorale Beschränkung** gibt. Die Offenlegungsverpflichtung soll sich also nicht nur auf Finanztitel beschränken.

- Ab einer Schwelle von 0,2 % bezogen auf die ausgegebenen Aktien sind Netto-Short-Positionen der zuständigen Aufsichtsbehörde zu melden. Zusätzlich ist jede weitere Erhöhung der Short-Positionen um 0,1 % der Aufsichtsbehörde zu melden.
- Neben der Meldung an die Aufsichtsbehörde sollen ab einer Schwelle von 0,5 % Netto-Short-Positionen auch dem Markt gemeldet werden, ebenso Erhöhungen um jeweils 0,1 %.

Die CESR-Vorschläge nebst Erläuterungen sind unter nachfolgendem Link abrufbar:

[http://www.cesr-eu.org/index.php?page=home\\_details&id=465](http://www.cesr-eu.org/index.php?page=home_details&id=465)

Die CESR-Vorschläge richten sich zunächst an die EU-Kommission, die derzeit auch über eine eigenständige Regulierung von Leerverkäufen diskutiert. In Frage steht zum einen die Implementierung entsprechender Vorschriften im Rahmen der Marktmissbrauchsrichtlinie, zum anderen eine eigenständige Richtlinie. Auch die Option Regelungen zu Leerverkäufen in die AIFM-Richtlinie aufzunehmen, ist derzeit erneut in der Diskussion, auch wenn dieser Ansatz aus Sicht des BAI verfehlt wäre, weil Leerverkäufe keine spezifische AIFM-Thematik darstellen.

Zur Umsetzung dieser Vorschläge auf nationaler Ebene vgl. die Kurzmitteilungen „National“ mit Hinweisen zur BaFin-Allgemeinverfügung vom 4. März 2010 und dem vom Bundesministerium der Finanzen angekündigten Referentenentwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Die vom BAI am 4. März 2010 geäußerte Einschätzung, dass eine vollständige Umsetzung der CESR-Vorschläge unmittelbar durch die BaFin unwahrscheinlich sei, scheint insofern bestätigt, da sich die BaFin auf o.g. Allgemeinverfügung beschränkt hat und das Bundesfinanzministerium einen eigenen Gesetzesentwurf angekündigt hat.

Ein Überblick über die bisher in den EU-Mitgliedstaaten getroffenen Maßnahmen betreffend Leerverkäufe ist über die CESR-Homepage unter nachfolgendem Link abrufbar:

[http://www.cesr.eu./index.php?page=document\\_details&from\\_title=Documents&id=5238](http://www.cesr.eu./index.php?page=document_details&from_title=Documents&id=5238)

## **2. IOSCO Vorschläge zur Erfassung von Hedgefonds-Daten**

Mit gesondertem Mitgliederrundschreiben vom 4. März

2010 hatten wir bereits über die Vorschläge der internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden IOSCO zur Erfassung von Hedgefonds-Daten berichtet, die am 25. Februar 2010 veröffentlicht wurden.

Auf Basis dieser Vorschläge sollen die Aufsichtsbehörden der IOSCO-Mitgliedstaaten zukünftig Informationen betreffend

- Manager/Adviser,
- Performance,
- Investoren,
- Assets under Management,
- Anlageschwerpunkte,
- Handelsaktivitäten und –Umsätze,
- Vermögen und Verbindlichkeiten,
- Kreditaufnahme, und
- Risikomanagement

In regelmäßigen Abständen abfragen. In den Medien wurde zum Teil berichtet, dass das Reporting dieser Daten bereits ab September verpflichtend sein soll. Richtig ist, dass sich die IOSCO-Mitgliedstaaten verpflichtet haben, diese Daten ab September zu erfassen, dabei allerdings offen gelassen haben, in welcher Form dies erfolgen soll. Möglich sind daher z.B. auch periodische Umfragen bei beaufsichtigten Instituten.

Einige IOSCO-Mitgliedstaaten, z.B. Deutschland, erfassen diese Daten bereits fast vollumfänglich, z.B. im Rahmen des Erlaubnisverfahrens und (Halb-)Jahresberichten, etc. Die Frage, in welcher Form und welcher Frequenz diese Daten zukünftig von der BaFin erfasst werden, ist derzeit noch offen. Der BAI ist hierzu in Gesprächen mit der BaFin.

Die IOSCO-Vorschläge sind unter nachfolgendem Link abrufbar:

[http://www.cesr.eu./index.php?page=document\\_details&from\\_title=Documents&id=5238](http://www.cesr.eu./index.php?page=document_details&from_title=Documents&id=5238)

## **3. Öffentliche Anhörung der EU-Kommission zu Solvency II-Durchführungsmaßnahmen**

In unserem letzten Newsletter haben wir über die CEIOPS Konsultation “Draft CEIOPS’ Advice for Level 2

Implementing Measures on Solvency II: Article 109 b – Equity risk sub-module“ berichtet und auf diverse, u.a. methodologische, Unzulänglichkeiten dieser Konsultation hingewiesen. Zwischenzeitlich wurde diese auf breiter Ebene geäußerte Kritik zum Anlass für eine Modifizierung des CEIOPS-Advice genutzt.

Am 4. Mai findet nunmehr auch eine Anhörung zu den Solvency II-Durchführungsmaßnahmen in Brüssel statt. Nähere Information dazu finden Sie unter nachfolgendem Link:

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/docs/solvency/solvency2/hearing052010/programme\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/docs/solvency/solvency2/hearing052010/programme_en.pdf)

**Kontaktdaten:**

Bundesverband Alternative Investments e.V.  
Frank Dornseifer  
Geschäftsführer Recht und Policy  
Poppelsdorfer Allee 106  
53115 Bonn  
Deutschland  
Tel.: +49 228 96987 0  
Fax: +49 228-96987-90  
Email: [dornseifer@bvai.de](mailto:dornseifer@bvai.de)

## 2009 ANNUS HORRIBILIS FÜR HEDGE FUNDS

**von Richard Bibb**

Chief Investment Officer bei AIMhedge



**Richard Bibb**  
AIMhedge

*Das Jahr 2009 war für Managed Future Fonds bzw. Commodity Trading Advisors (CTA), das schlechteste seit mehr als 30 Jahren. Dieser Artikel befasst sich mit den Hintergründen, erklärt wie dieses Ergebnis zu Stande gekommen ist und blickt in diesem Zusammenhang darauf, was zukünftig von dieser Art Anlagestrategie zu erwarten ist. Zusätzlich wird auf die Trends in der Managed Future Branche eingegangen. Dort werden die großen und unflexiblen CTAs tendenziell durch kleinere und innovativere ersetzt.*

### Die Nachwirkung

Die Nachrichten am Anfang des Jahres 2009 waren gefüllt von Desastermeldungen, die ein Stück weit an die Schreckensmeldungen nach der Tsunamikatastrophe im Jahr 2004 erinnern. Zwar scheint dieser Vergleich auf den ersten Blick überzogen, aber in den Augen vieler Marktteilnehmer war die Lage nach der vorangegangenen Finanzkrise im Jahr 2008 vergleichbar. Denn das Chaos von 2008 hinterließ eine tiefsitzende Angst und umfangreiche Unsicherheit bei den Marktteilnehmern, was sie dazu bewegte ihr Geld zu sichern, anstatt zu investieren. Dementsprechend kauften sie Edelmetalle oder hielten ihr Geld in Cash. Das unmittelbare Resultat dieses protektionistischen Verhaltens war, dass den ordnungsgemäß funktionierenden Märkten die notwendige Liquidität entzogen wurde. Kleinere Unternehmen, die auf regelmäßige, kleinere Kredite angewiesen waren, konnten diese nicht mehr beziehen und viele mussten Konkurs anmelden. Größere Unternehmen mussten Kurzarbeitszeit einführen und Kündigungen aussprechen. Die Verbraucher reduzierten ihren Konsum auf das Wesentliche worauf die Nachfrage sank – denn wer braucht in solchen ungewissen Zeiten schon Dinge wie ein neues Auto?

### Der Abschwung

Märkte werden im Grunde durch nichts anderes als durch das Vertrauen der Marktteilnehmer gesteuert. Denn je mehr man einem Geschäftspartner vertraut, umso mehr ist man gewillt bei ihm zu investieren und zu expandieren. Die Entscheidung, wann und bei wem zu investieren, ist in der freien Marktwirtschaft jedem selbst überlassen - dies ist der kapitalistische Ansatz. Die Kehrseite dieses Ansatzes ist, dass dieser auch Betrug und Täuschung ermöglicht. Um dies zu verhindern, benötigt man regulierende Maßnahmen, denn der freie Markt-Zugang und der faire Handel muss ermöglicht und geschützt werden. Auf die Regulierung der Finanzmärkte bezogen ist es essentiell, dass Investoren umfassend über die Chancen und Risiken von Finanzprodukten verständlich unterrichtet werden. Wichtig ist auch die Versorgung der Marktteilnehmer mit glaubwürdigen Informationen. Deshalb sollten Ratingagenturen vollkommen unabhängig von den Anbietern von Finanzprodukten sein. Im Grunde genommen ist die Katastrophe von 2008 das Resultat des Versagens auf beiden Gebieten: Erstens ist es interessant, dass fast nichts über die Fehleinschätzung der Ratingagenturen bekannt wurde, geschweige denn Veränderungen vor-

genommen wurden. So ist nach wie vor unklar, welche Agenturen die CDOs (Collateralized Debt Obligations) bewertet haben mit denen Lehman und Konsorten handelten. Da stellt sich die Frage, ob dies auf die Inkompetenz oder doch auf Vertuschung zurückzuführen ist? Dies ist zur Zeit schwer zu beantworten, sollte aber eigentlich aufgedeckt werden da die Agenturen großen Einfluss in der Finanzwelt haben. Zweitens stellt sich die Frage, ob die undurchsichtigen, gierigen Führungskräfte der großen Banken oder die Gesetzgebung Schuld an der Krise haben? Denn diese haben letztendlich die Rahmenbedingungen mitgestaltet und somit das Heranwachsen von selbstherrlichen Superbanken ermöglicht. Es gilt zu klären, ob wir mehr oder striktere Regulierungsmaßnahmen benötigen. Denn es ist de facto so, dass hinreichende Finanzmarktregulierung bereits vor der Lehmanpleite existierte, der Wille diese auch richtig einzusetzen aber scheinbar nicht. Diese wichtigen Themen müssen jetzt angegangen und verbessert werden. Niemand profitiert von einer Hexenjagd oder von Schuldzuweisungen, jedoch braucht die freie Marktwirtschaft das Vertrauen ihrer Teilnehmer, um bestmöglich zu funktionieren.

### **Schuldzuweisungen**

Welche Rolle spielten Hedge Funds beim Abschwung? Eigentlich nur eine kleine – höchstens eine irrelevante Nebenrolle. Kritiker werden an dieser Stelle zwar gerne auf den Fall Madoff verweisen und erklären, dass das der Weg sei, wie Hedge Fonds überhaupt funktionieren. Sie bringen Anleger um ihre Gelder, um somit die Spielsucht und das opulente Leben der Manager zu finanzieren. In das selbe Horn blasen auch uninformierte Politiker, die Hedge Fonds als Heuschrecken brandmarken und Leerverkäufe als Ursache des Bösen ausmachen. Die Wahrheit spricht natürlich eine andere Sprache, besonders wenn man die Strategie der Managed Futures betrachtet. Denn welche Strategie hat vergleichsweise über einen so langen Zeitraum so zuverlässige Gewinne erwirtschaftet? Welche Strategie bietet so geringe Korrelationen zu anderen Anlageklassen und lieferte wahre Diversifikation für ein Portfolio? Welche Strategie ist verständlich und handelt auf regulierten Märkten? Und welche Strategie weist ein geringeres Counterparty Risiko und hohe Liquidität auf? - Managed Futures heißt diese Strategie.

### **Die Flucht in Sicherheit und ihre langfristigen Folgen**

Die CTA Branche wird von mittelfristigen Trendfolgern dominiert, die klare, nachhaltige Trends benötigt, um überproportionale Ergebnisse zu erzielen. Dies zeigt auch das Jahr 2008, wo die meisten anderen Finanzmarktteilnehmer, wie Dachfonds, Pensionskassen, Investment Banken und Aktienfonds riesige Verluste hinnehmen mussten. Viele haben versucht ihre Engagements zu liquidieren, um zu retten, was noch zu retten war. Bis Anfang 2009 war diese Flucht in Cash mehr oder weniger abgeschlossen und der Eingang beschriebene post Tsunami Zustand erreicht. Investoren waren verunsichert, Regierungen waren beunruhigt, der Mann auf der Straße litt und letztendlich wurden auch CTA getroffen. Dadurch, dass die großen Institutionen in Cash flüchteten, entzogen sie den Märkten viel Volumen und die allgegenwärtige Verunsicherung und Angst führte zu hohen Volatilitäten. Der Verlauf des VIX Index, ein Indikator für Kursschwankungen des S&P 500, erreichte genau zwischen Mitte Oktober 2008 bis Mitte Januar 2009 einen historischen Höchststand.

Die fehlende Liquidität und die angesprochene Unsicherheit führten dazu, dass nur wenige klare Trends in den Märkten entstanden. Stattdessen sorgten scharfe Umkehrungen der Marktverläufe für hohe Verluste. Grundsätzlich war es mittelfristigen Trendfolgern nicht möglich, diese hoch volatilen Märkte zu meistern. Für Experten ist dies nicht überraschend, denn wenn Märkte sich nicht in eine gewisse Richtung entwickeln, ist es unmöglich entsprechend zu reagieren. Durch die Veröffentlichung der ersten Quartalszahlen von Unternehmen und Banken, die sehr viel besser ausfielen als erwartet, bekamen die Märkte Aufwind. Darauf ebten die extremen Volatilitäten ab und das Gefühl machte sich breit, dass korrekt auf die Krise reagiert worden ist, die keynianischen Maßnahmen der Zentralbanken und Regierungen zu greifen begannen und sich die Wirtschaft erholte. In besseren Zeiten wäre dies sicherlich das Happy End gewesen, aber leider setzte sich die Achterbahnfahrt auf den Märkten fort. Zwar boomten viele Aktienmärkte und die Resultate aus der Wirtschaft entsprachen den Erwartungen, aber dennoch zweifelten viele Marktteilnehmer an der Nachhaltigkeit dieser Entwicklung. Das fehlende Vertrauen zum Beispiel in die reale US-Wirtschaft hatte einem Nachfrageboom nach



Gold und anderen Edelmetallen ausgelöst. Dieser Boom hält bis dato vor. Außerdem führte dieses Verhalten auch zu besorgniserregend hoch korrelierten Bewegungen auf den Future Märkten. Diese Marktverhältnisse waren durch die Unschlüssigkeit über die Stärke der Wirtschaft bedingt. Anleger waren der Meinung, dass Investitionen in Rohstoffe die richtige Absicherung gegen den fallenden US Dollar waren und kauften dementsprechend. Für Managed Futures lag das Problem hierbei nicht in der Korrelation der einzelnen Futures Märkte, sondern in dem angesprochenen Wankelmut der Investoren, was steile und schnelle Trendwenden auf den Märkten zur Folge hatte. Zusammenfassend kann man sagen, dass die ersten sieben Monate im Jahr 2009 sehr schlecht für Trendfolger waren. Dies ist auf mangelnde Trends, fehlende Liquidität und starke, unerwartete Schwingungen auf den Märkten zurückzuführen.

Von August an zeigte sich, dass viele der Irrationalitäten der vorangegangenen Monate verschwunden waren. Die Marktteilnehmer fingen an, den Prognosen Glauben zu schenken und das Gefühl machte sich breit, dass die Wirtschaft weltweit wieder in geordneten Bahnen lief. Mit der sich beruhigenden Situation wurde aber auch schnell klar, dass das globale Wirtschaftswachstum nicht so schnell anzieht wie erwartet und das einige Länder doch schwerwiegende Schäden davongetragen haben. So erlitten Island, das bereits vorher ein Sorgenfall war und Griechenland große Schäden. Erschwerend kommt hinzu, dass Griechenland ein Teil des Euroraumes darstellt, was einen folgenschweren Einfluss auf die anderen Mitgliedstaaten hatte. Somit schwanden die Hoffnungen auf eine schnelle Erholung der europäischen Wirtschaft. Auch die Wirtschaft Englands, anders als anderen EU Ländern, gelang es bisher nicht, aus der Rezession zu kommen, die die längste seit dem zweiten Weltkrieg ist. Im Oktober 2009 schockierte die Nachricht aus Dubai die Welt. Die Regierung des Boomstaates bat seine Gläubiger um einen Zahlungsaufschub von sechs Monaten. Zwar kam die Mitteilung, dass Dubai in finanziellen Schwierigkeiten stecken würde, nicht besonders überraschend, aber sie löste Besorgnis aus, dass weitere Staaten ähnliche Probleme bekommen würden. Dementsprechend heftig war die Reaktion an den Börsen, die mit hohen Verlusten in nahezu allen Bereichen der Finanzmärkte verbunden waren. Aus irgendeinem Grund aber schien diese Reaktion Dubai nicht zu tangieren

und Khalaf Al Habtoor, Vorsitzenden einer der größten Konglomerate in der Region, setzte noch einen drauf, indem er die Finanzanalysten allgemein als schlechteste Menschen der Erde bezeichnete und dass diese neidisch auf Dubai sind. Die Welt schien das ähnlich zu sehen und der November war für viele CTAs ein Erholungsmonat in dem positive Renditen erwirtschaftet wurden. Kurz vor Ende des Jahres verschwanden viele der hohen Marktkorrelationen, die im Verlauf des Jahres aufgetaucht waren. Im Dezember gab es wieder eine starke Trendwende auf den Märkten, aber kleineren CTA Fonds war es durch gutes Risikomanagement und breit diversifizierte Portfolios möglich, die im November erwirtschafteten Gewinne zu halten. Die größeren Fonds jedoch mussten aufgrund ihres hohen Exposures auf den Aktien- und Zinsmärkten große, oft im zweistelligen Prozentbereich liegende, Verluste hinnehmen.

### **War 2009 wirklich so schlimm?**

Wie vorher erwähnt, war 2009 zusammengefasst das schlechteste Jahr für CTAs seit 1987. Die Begründung hierfür ist offensichtlich – mittelfristige Trendfolge-Modelle funktionieren nicht gut auf hoch volatilen und stark korrelierenden Märkten. Zwar war das Jahr 2009 nicht gut, aber man muss das Ergebnis nicht einzeln betrachten, sondern in einem Zusammenhang von mehreren Jahren. Die durch CTA erwirtschafteten Renditen waren über zahlreiche Jahre hinweg stabiler und lukrativer als die der meisten anderen Anlagestrategien. Auf der anderen Seite ist es bemerkenswert, dass das schlechteste Jahr für die Branche bedeutet, dass die Verluste oft zwischen -5% und -20%, abhängig davon, welchen Fonds man betrachtet, liegen. Diese Verluste sind vergleichsweise zu denen anderer Anlagestrategien sehr gering. So verloren zahlreiche Anlagen im Jahr 2008 40% und mehr.

### **Was bringt 2010?**

Zusammenfassend kann man für die Managed Futures eine aufschlussreiche Feststellung machen: Kleinere, agilere Fonds mit breit diversifizierten Portfolios und stringentem Risikomanagement outperformen die großen Fonds der Branche. Zwar behaupten die größeren Fonds durch Handeln auf über 100 Märkten, Diver-

sifikation zu schaffen, aber bei genauerer Betrachtung stellt man fest, dass die Liquidität auf den meisten der kleineren Märkte zu gering ist für die großen CTAs, um effizient auf diesen handeln zu können. Das Ergebnis zeigt, dass die großen Fonds den Hauptteil der Performance aus einer Handvoll Finanzmärkten und ein paar Aktienindizes generieren. Anders sieht es bei den kleineren Fonds aus. Es ist ihnen möglich in einer Vielzahl von Märkten aus verschiedenen Sektoren effizient zu handeln, Gewinne zu erzielen und wahre Diversifikation zu schaffen. Diese Vorteile haben sich ganz klar im vergangenen Jahr gezeigt und haben bei kleineren Fonds zu geringeren Verlusten als erwartet geführt. Es ist schwierig abzuschätzen, was uns in den folgenden Monaten erwartet und wie sich die Märkte verhalten werden. So gibt es Anzeichen für ein Überhitzen der chinesischen Wirtschaft, auf der die Hoffnungen als weltweiter Wachstumsmotor liegen. Europa und USA sind weiter um Wachstum bemüht, haben aber noch einen weiten, steinigen Weg vor sich. Zwar scheint dieses Bild düster, aber bei Managed Futures sollte man nicht vernachlässigen, dass diese profitabel in Zeiten von Bären- und Bullenmärkten sind – solange die Trends stabil sind. Diese Stabilität wird mit der fortschreitenden Erholung einkehren. Weiter spricht für CTAs, dass es statistisch gesehen so ist, dass im direkten Anschluss an einen zyklischen Drawdown, lang anhaltende und hohe Renditen erwirtschaftet werden könnten. Erfahrene Investoren steigen somit am Ende eines Drawdowns ein und nicht erst dann, wenn der Aufschwung bereits im vollen Gange ist. 2010 wird ein spannendes Jahr in dem viele große Fonds aufgrund der fehlenden Flexibilität leiden während kleinere, dynamische CTAs profitieren werden. Dies ist ein natürlicher Entwicklungsgang im Managed Futures Bereich. Es wird zudem ein Jahr werden, in dem Multi-Strategie Ansätze, Kombination aus Contrarian und Trendfolgern, erfolgreich sein werden. Diese gegenseitige Ergänzung stellt eine gute Absicherung für jede mögliche Marktentwicklung dar. Abschließend sollte noch erwähnt werden, dass eine Investition in Managed Futures seit Jahrzehnten eine langfristig lukrative Anlage ist. Denn sie ist weniger volatil, breit diversifiziert und weist geringe Korrelationen zu anderen Anlagen auf, ein zusammenfassend hervortretendes Investment.

#### Über den Autor:

Richard Bibbs Karriere in der Finanzwelt begann 1995, als er bei Man Quantitative Finance eingestellt wurde. Dort arbeitete er zusammen mit David Harding, ein Pionier des systematischen Handelns. Im Jahr 1997 übernahm er die Leitung der Bereiche Research und Technology bei Man Investments und war ausschließlich mit dem AHL Handelsmodell befasst. Diese Position bekleidete er für 11 Jahre. In dieser Zeit wuchsen die verwalteten Gelder von \$300 Mio. auf \$ 24 Mld. an. Im Juni 2009 trat er AIMhedge als CIO (Chief Investment Officer) und Teilhaber bei. Seine Verantwortungsbereiche sind Entwicklung, Technology und das systematische Handeln.



#### Kontaktdaten:

AIMhedge Establishment  
Industriering 10  
FL 9491 Ruggell  
Liechtenstein  
Phone: +423 375 77 77  
Fax: +423 375 77 78

Email: [office@aimhedge.com](mailto:office@aimhedge.com)  
[www.aimhedge.com](http://www.aimhedge.com)

# THE ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGERS DIRECTIVE (AIFMD) AND THE POTENTIAL IMPACT FOR THE ALTERNATIVE INVESTMENTS INDUSTRY IN SWITZERLAND

**from Rebecca Berlinger**  
PricewaterhouseCoopers AG



**Rebecca Berlinger**  
PricewaterhouseCoopers AG

*The Alternative Investment Fund Managers Directive is a huge development for the Alternatives industry across Europe. The process to establish The Directive is complex and it remains a long way from a final consensus; this means that at this time there is only an indication of what the final impact will be.*

*The alternatives industry is a global one; funds are predominantly offshore, management is often across more than one jurisdiction and the investors are global. There are therefore a number of different elements that need to be considered and going forward there may be a change in the models applied within the industry depending on the markets in which managers operate.*

*Explained below are some of the key elements of The Directive; the process to date, the expected process to reach a final draft and the key areas for the Alternative Investment Management industry in Switzerland. The coming weeks and months are important in its development and it is anticipated that in summer 2010 there will be a single draft of The Directive on which the Alternatives Industry can focus.*

## **The EU legislation process to date**

In April last year, the European Commission issued the first draft of the Alternative Investments Fund Managers Directive ("AIFMD" "The Directive"). This initial draft proposed that to market funds within the European Union, managers across the globe would have to be regulated under the AIFMD, or subject to a regulatory regime equivalent to that proposed by The Directive. The reaction from the Alternatives Industry globally was fierce, and as 2009 progressed, new drafts of The Directive were issued by the European Council of Ministers and the European Parliament's ECON (Committee on Economic and Monetary Affairs) proposing multiple amendments to the initial Commission's draft of the AIFMD.

## **Three Different versions of the AIFMD**

At the end of 2009 there were three different versions of the AIFMD; the initial 'Commission Draft' (issued 30th April 2009), the 'Council Draft' published by the then Swedish Presidency (final version issued 15th December 2009) and the 'Parliamentary Draft' written by Jean-Paul Gauzès elected as the Rapporteur for the European Parliament (issued 23rd November 2009). These three drafts are not consistent and reflect the differing political and industry views across Europe; The Council draft partly reflects the fierce concerns raised by the alternatives industry, however the Parliamentary Draft reflects the political view and is less understanding of the industry concerns.

At the end of 2009 the Swedish Presidency was handed over to the Spanish and on 1st February 2010 the Spanish Presidency published its first update of the draft directive, followed by two subsequent drafts most recently on March 1st. This 'Spanish Draft' of the AIFMD, reflects the discussions since the beginning of the year, however it is not presented as the final view from the Council and the Council has as yet to agree on three key areas, scope, depositaries and the third country rules critical for Switzerland.

Parliament received over 1,700 amendments to The Directive which was issued in April 2009 and the process to de-

bate these changes is ongoing. Jean-Paul Gauzès has spoken out on a number of areas including the critical third country rules, but more clarity on his stance is expected in the coming weeks.

### **What happens next at the EU level?**

Over the coming months the EU Parliamentary Committee and the European Council of Ministers will be in discussion and they will have to converge and agree on one solution for the final AIFMD, to enable a plenary vote of the European Parliament. According to the current timetable, it is expected that discussions on the various Drafts continue in March and April and a European Parliament's plenary vote in early summer this year.

**Until there is an agreement on one consolidated version of the AIFMD, there remains a vast uncertainty as to what the requirements of the final directive will be and exactly what the impact will be on the current business models within the alternatives industry. What is clear is that where managers operate within the European market, they will be operating in a regulated environment going forward. As yet it is certain, that the current trend towards regulation will remain as a common denominator.**

### **Applicability of the AIFMD for managers in Switzerland**

In the Commission Draft, there was a possibility for Swiss and other managers outside of the EU to 'Opt-In' and elect consciously to be regulated under the AIFMD, (although the law of the EU and its Member States is not directly applicable to any non-EU country, such as Switzerland). The possibility for a European Passport for Alternative funds was also introduced whereby EU funds managed under The Directive would have a free passport to be marketed throughout Europe. Both the later 2009 drafts from the European Parliament and Council removed the possibility for Swiss managers to be regulated under The Directive and clearly segregate between those managers within Europe who will be subject to the AIFMD regulation and those outside of Europe who will be subject to the Third Country Rules; however the recent speeches from Jean-Paul Gauzès imply that Parliament will reintroduce the 'equivalency' rules.

There are therefore currently two different approaches being followed. Under the Council Drafts there is a clear concept of Third Countries and for Third Countries to operate within the European Alternatives Market, an element of regulation would be required, information sharing agreements would have to be in place, and certain elements of The Directive would apply. Access to the EU Market would be via the national private placement rules and there would be no access to a European Passport for funds managed outside of the EU. Recent speeches from Jean-Paul Gauzès imply the reintroduction of the equivalency concept, although this concept remains unclear, this could mean that if Switzerland implemented equivalent regulation for managers, which is accepted by the EU, Swiss managers could operate within the EU market fully, including the EU Passport.

The concept of equivalency is complicated and often hard to achieve and Jean-Paul Gauzès has not clarified how this would work in principle. What he has stated is that there would be a period where the existing private placement rules would remain; and after this period third countries would have to either meet the equivalency requirements and therefore managers would have to comply with the requirements of the AIFMD, or they do not and the EU market would be closed.

### **Exemption under the de- minimis rules**

The Commission Draft included de-minimis limits whereby managers managing total assets of less than €100 million, or €500 million where no leverage is employed and where there are no redemption rights during a period of five years, were out of scope of the AIFMD.

This de-minimis levels are maintained in the Council Draft and the Spanish Draft of The Directive, however the Spanish Draft includes the possibility for the limits to be dropped on a national level. This is one of the areas that the Council has not yet reached full agreement. The Parliamentary Draft on the other hand removes these de-minimis levels completely and therefore all managers would be subject to the requirements of The Directive. A concept of proportionality is introduced to lighten the burden for smaller funds but how this would work in principle is unclear.

It is unclear to what extent the de-minimis levels, if they are maintained, will apply to third countries, however if they remain in the final Directive it would mean that a number of Swiss managers would be out of scope of the AIFMD due to the level of assets under management.

### Delegation Rules and European Funds

The AIFMD seeks to prevent managers from avoiding the rules and requirements of The Directive through delegation of activities outside of Europe. Both the Council Draft and the Parliamentary Draft restrict the delegation of Portfolio Management and Risk Management outside of the EU; the Parliamentary Draft restricts any delegation of these activities unless the Manager is regulated under The Directive and the Council Draft imposes requirements in terms of regulation in the country to where the activity is delegated.

Assuming that the Parliamentary Draft reintroduces the possibility for third countries to become regulated under The Directive via an equivalency principle, then delegation would remain possible. If this option is not reintroduced and the Parliament maintains its restriction on delegating these activities outside of the EU then this which would not be in line with the current UCITS regime where delegation is possible to a manager subject to accepted regulation in the third country. The common structure of having a European manager delegating the Investment Advisor function outside of the EU would not be viable and all activities for European funds would have to be performed within Europe. When the investment manager is for example in Luxembourg and the investment advisor in Switzerland, operations would have to be restructured so that all activities are performed in Europe. This would heavily impact all EU funds which are currently effectively managed in Switzerland.

The Council Draft is not so restrictive in relation to delegation and would allow a set up similar to that for UCITS products. A sub-advisor for a European fund could be situated in Switzerland, provided that the Advisor in Switzerland was regulated and that cooperation sharing agreements are in place. The scope of the current Swiss Federal regulations for Collective Investment Schemes do not include such Alternative Investment Managers, however this could be amended in order to enable managers to potentially elect to be regulated to allow such a set up.

**Until there is more certainty on the AIFMD and around the delegation rules in particular, it is not clear whether the current Manager/Advisor structures across the EU and Switzerland can be maintained, and whether it is possible for management of an EU fund to be delegated to Switzerland. The worst case scenario is that delegation could be totally restricted as proposed by the Parliamentary Draft. In such case to manage an EU fund from Switzerland an alternative structure would have to be considered whereby certain operations are relocated onshore to Europe. On the other hand, if the Council Draft in relation to delegation is followed, the EU Manager/Swiss Advisor structure could be maintained although the Swiss advisor likely would fall under the scope of the FINMA regulation. Whatever the outcome will be, it seems likely that Swiss managers advising EU domiciled funds will become subject to regulation in Switzerland and therefore there will be an impact for operations in Switzerland.**

### Distribution of Offshore Funds in Europe

The AIFMD aims to implement an onshore European brand of Alternative Investment Funds that can be freely marketed across Europe. However the majority of Alternative Funds are offshore funds and therefore would not be directly regulated under The Directive and could not obtain such a European passport.

The Commission Draft of The Directive restricts the marketing of any offshore funds in Europe unless there is considered to be an equivalent regulatory regime in place; this would mean that unless Switzerland met the equivalency requirements, funds managed in Switzerland would not be able to access the European market. There was also a transitional period before the equivalency could be maintained and private placement rules would not be maintained. The later drafts of The Directive recognise that this restricts the investment opportunities for European investors and both the Council Draft and the Parliamentary Draft allow for the distribution of non EU products in the EU via the existing national private placement rules subject to certain criteria and information sharing agreements. This would mean that a Swiss manager could market offshore funds in the EU on a country by country basis depending on the private placement rules of that country, and as long the



additional requirements are met. As explained above, the more recent information from Jean-Paul Gauzès implies that Parliament will reintroduce the equivalency rules, but crucially, there would be a transitional period whereby the existing private placement rules are maintained.

The Council has not reached a final agreement in relation to this rule, however per the latest Spanish Draft, for Swiss managers to market their products; they would have to comply with the specific articles of the AIFMD concerning:

1. The Annual Report
2. Disclosures; &
3. Reporting Requirements

The 'Reporting Requirements' under The Directive are vast. There are requirements to report regularly information to the local regulator in relation to principle markets and instruments in which funds trade. In addition, for each fund that is managed information must be provided in relation to;

1. illiquid assets held
2. liquidity arrangements
3. the risk profile and arrangements for managing that risk
4. categories of assets invested
5. the use of short selling; &
6. the results of stress testing performed.

The Spanish Draft and the Parliamentary Draft are therefore partly consistent in their requirements for third countries to agree to the sharing of information with Europe in order to allow their funds to be marketed to investors within the EU. This information sharing would enable the European Securities and Markets Authority (ESMA) and the European Systemic Risk Board (ESRB) (boards to be newly formed) to regulate the universe of alternative funds available within the European Market, regardless of where the manager is located.

For Switzerland, these additional requirements would mean a level of regulation required locally as a channel for this information. The exact requirements under the Parliamentary Draft depends on whether a concept of equivalency is introduced and exactly what this means, but it could mean that the regime adopted by Switzerland has to follow most of the requirements of The Directive. If the

Spanish Draft as it currently stands is followed, the information to be provided and collated is vast and the current regulation in Switzerland would have to be amended to satisfy these specific requirements.

Another point to note is that the Parliamentary Draft goes a step further in relation to these requirements and a level of regulation where the fund is domiciled is also stipulated. This requirement is not in line with The Directive's aim to regulate the manager and not the fund, but per the Parliamentary Draft there would be additional requirements in the offshore fund locations, for example Cayman, the Channel Islands and other offshore fund jurisdictions, meaning that such local regulations would also need to be amended.

**The positive news is that both the Parliamentary Draft and the Council Draft have, in comparison with the initial Commission's draft, reintroduced the possibility to market funds in the EU via the national private placement regimes, subject to regulatory requirements locally and not an equivalence test. Recent developments suggest that Parliament may change this position and re-introduce the equivalency concept, in the meantime it is expected that the existing private placement rules would remain. The worst case scenario would be that an equivalency requirement is introduced and Switzerland is not able to meet these requirements, however it is clear that the more recent drafts recognise that the initial Commission Draft greatly limited the investment possibilities for the European market and the recent draft address this issue. What is likely is that there will be a requirement for information sharing agreements between the EU and third countries marketing funds within the EU. This will mean some form of regulation in Switzerland in order for Swiss managers to market funds within Europe.**

#### **What does this mean for European investors investing into Swiss managed funds?**

For European investors investing into funds managed out of Switzerland, the main question is whether these funds will continue to be accessible. The answer to this has got

to be yes. Depending on the final outcome of The Directive, Switzerland will have to implement a form of regulation for the alternatives industry which is accepted by Europe, to allow access to the European market. This may be in line with that adopted in Europe, or it may be on a lesser level; marketing may be via an EU passport and an equivalent regime, or it may be on a national level via the national private placement rules.

Increased regulation brings increased costs but it also brings an increased level of transparency for investors. If the level of regulation required in Switzerland is less than that for EU managers, then potentially the increased costs would also be less. In relation to transparency, it is likely that the requirements of The Directive around the annual report, disclosures and reporting requirements would also be applicable in Switzerland; therefore funds managed out of Switzerland would similarly increase the level of transparency to investors.

### Summary

The outcome of the AIFMD still remains unclear. The current drafts of The Directive are not consistent and until they converge to one final directive it is not possible to analyse the exact impact. It is expected that in March or early April 2010, there will be some clarity around the position of the Council and the Parliament, and then from this point, the process continues where together with the Commission one common version has to be agreed.

The Council sees countries such as Switzerland as out of scope. There will be requirements if Swiss managers want to market their funds in the EU and to perform activities across the EU and a level of regulation would be required, however this would not be to the extent of the full AIFMD. Under the Council proposal, marketing would be via the national private placement rules and there would be no passport of Swiss managed funds in Europe. For investors this outcome would have minimal impact.

Parliament's position remains unclear; the Parliament draft from November 2009 is not specific in terms of the requirements of third countries and it restricts certain activities because Swiss managers would be out of scope. Recently the possible reintroduction of the equivalency

rules, means that if Switzerland implements a regime in line with that of the AIFMD and this is accepted by Europe, then Swiss managers, to operation within Europe would become in scope of The Directive; they would potentially have to comply with each element of The Directive through an equivalent Swiss regulation, and there may be the possibility to obtain an EU passport for funds. For investors the impact on funds managed in Switzerland and within the EU would be parallel.

Depending on the outcome of The Directive and depending on how the regulation in Switzerland is adapted in response, there are both risks and opportunities for Switzerland. It is clear that going forward the Alternatives Industry will be regulated globally; within Europe under the AIFMD, in Switzerland to enable distribution in Europe and sub advisory functions to European funds, and in the offshore jurisdictions where the funds are located. This means that managers will have to adjust to a 'regulated environment' which would generally require more formal and structured operations with increased reporting requirements and review.



### Contact:

Rebecca Berlinger (nee Mardle)  
Senior Manager Asset Management  
PricewaterhouseCoopers AG  
Birchstrasse 160  
CH-8050 Zurich  
Tel: + 41 (58) 792 2330  
Fax: + 41 (58) 792 4410  
e-mail: rebecca.berlinger@ch.pwc.com

## DISTILLING ABSOLUTE RETURNS FROM A CAULDRON FULL OF HEDGE FUNDS

By Professors William Fung,  
David Hsieh and Narayan Y. Naik

London Business School/Duke University

Although hedge funds are expected to deliver “absolute returns”, the experience of 2008 showed that a great majority of them did not manage to live up to the client expectations. In fact, during 2008 the hedge fund industry as a whole reported double digit losses. Having said that, not all hedge funds reported losses in 2008, there were some who managed to preserve capital and make money in spite of the difficult market conditions. This suggests that there exist a subset of hedge funds who deliver absolute return like payoff with low volatility. In other words, some hedge fund managers seem to be better at capturing the reward from bearing factor risks than others. Unfortunately, their contribution gets masked if one looks at the hedge fund industry as a whole.

Academic research shows that hedge fund returns consist of a mixture of alpha and beta bets. Superior performance from successful hedge fund managers is likely to be a combination of above average skill in generating returns – alpha – as well as better management of adverse market conditions whilst capturing the inherent risk premium from taking on beta bets – surviving the 2008 market to enjoy the benefits of the 2009 rebound. Alpha, by definition, cannot be replicated easily, however, the beta bets and the attendant risk management strategy utilized by skilful managers can be replicated to a large extent.

The process of distilling absolute returns from a cauldron full of hedge funds involves screening the hedge funds, extracting their “alternative” beta bets, and replicating their factor risk exposures or beta bets in a cost effective and risk minimizing manner. Historical back-testing as well as real-life experience shows that such a process can deliver absolute-return-like payoff with low volatility. Furthermore, this can be achieved while offering daily liquidity, providing greater transparency and encountering minimal operational risk. The Rest of this article describes how this can be done.



**William Fung**

London Business School

**Narayan Y. Naik**

London Business School

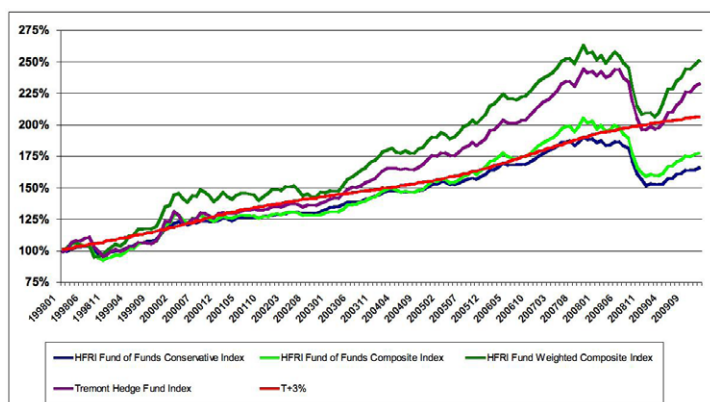
Conventional wisdom suggests that investors seek “absolute return” from their hedge fund investments. Hedge funds have also typically promoted themselves as skill based investing vehicle which aims to provide absolute returns irrespective of the market conditions. In the absence of a consensus definition of “absolute returns” let us start with a simple non-investable target of say, return on T-Bills plus 3% for USDollar-based investors (and equivalently defined for other currency base investors). Given that there is no free lunch in financial markets, any investable product that consistently delivers an annual return of T-Bill plus 3% is bound to entail some risk. We don’t know if such a product exists, but if there does exist one, then arguably hedge funds is a good place to start looking for it. So, let us begin by looking at their historical performance.

**Figure 1** plots the cumulative performance of some well known fund of hedge funds indices and individual hedge fund indices since January 1998 till December 2009. It also plots the cumulative performance of a hypothetical Absolute Return product that delivers Treasury Bills plus three percent per annum (T+3%).

**Figure 1:** Cumulative performance of selected fund of hedge fund indices and individual hedge fund indices

from January 1998 to December 2009.

As can be seen, the HFRI fund of funds conservative index



as well as the HFRI fund of funds composite index delivered on average close to T+3% with some deviations, until the market turmoil of 2008. In other words, until recently, fund of hedge funds product, net of all costs, was a reasonable way of achieving the goal of T+3% with limited deviations.

The other two broad-based non-investable hedge fund indices (namely, the HFRI fund weighted composite index and the Tremont hedge fund index), appear to have substantially outperformed the T+3% target up to 2008, given up all the gains in one year, and since then begin to move up again. We believe that the outperformance of these non-investable indices is, by and large, an illusion. Their returns are biased upwards because of the way these indices are constructed. When a fund goes belly up, it tends to exit the index well before the final termination date simply because index reporting is voluntary, and troubled funds have little incentive to continue reporting. Therefore, the reported index return escapes the final drawdown of a closing fund. In addition, these indices are rebalanced according to mechanically defined rules. In the case of the HFRI, the index is monthly rebalanced to be equally weighted across thousands of funds, while in case of the Tremont index, it is rebalanced quarterly to reflect the AUM of the funds in the index or it is AUM weighted. Neither index takes specific account of the redemption conditions of the hedge funds that go on to make up the index. In difficult markets, this amounts to giving themselves a free, early exit out of troubled funds. In sharp contrast, FOFs cannot escape the full, harsh reality of suffering actual losses when a fund in their portfolio has to close down. Equally, they can only rebalance their portfolio according

to the redemption rules of the funds in their portfolio. Furthermore, one needs to incur the cost of due diligence and monitoring while investing in hedge funds. The fees charged by funds of hedge funds reflect this cost of investing in hedge funds. Clearly there is a cost involved in investing in the hedge funds, cost that is not reflected in the reported returns of these non-investable indices. As can be seen, the HFRI fund of funds conservative index as well as the HFRI fund of funds composite index delivered on average close to T+3% with some deviations, until the market turmoil of 2008. In other words, until recently, fund of hedge funds product, net of all costs, was a reasonable way of achieving the goal of T+3% with limited deviations.

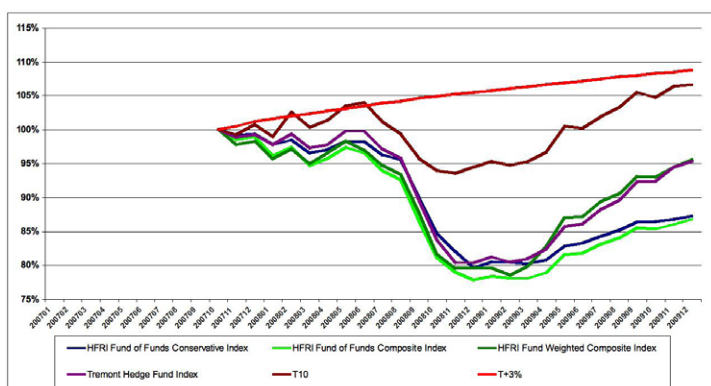
The other two broad-based non-investable hedge fund indices (namely, the HFRI fund weighted composite index and the Tremont hedge fund index), appear to have substantially outperformed the T+3% target up to 2008, given up all the gains in one year, and since then begin to move up again. We believe that the outperformance of these non-investable indices is, by and large, an illusion. Their returns are biased upwards because of the way these indices are constructed. When a fund goes belly up, it tends to exit the index well before the final termination date simply because index reporting is voluntary, and troubled funds have little incentive to continue reporting. Therefore, the reported index return escapes the final drawdown of a closing fund. In addition, these indices are rebalanced according to mechanically defined rules. In the case of the HFRI, the index is monthly rebalanced to be equally weighted across thousands of funds, while in case of the Tremont index, it is rebalanced quarterly to reflect the AUM of the funds in the index or it is AUM weighted. Neither index takes specific account of the redemption conditions of the hedge funds that go on to make up the index. In difficult markets, this amounts to giving themselves a free, early exit out of troubled funds. In sharp contrast, FOFs cannot escape the full, harsh reality of suffering actual losses when a fund in their portfolio has to close down. Equally, they can only rebalance their portfolio according to the redemption rules of the funds in their portfolio. Furthermore, one needs to incur the cost of due diligence and monitoring while investing in hedge funds. The fees charged by funds of hedge funds reflect this cost of investing in hedge funds. Clearly there is a cost involved in investing in the hedge funds, cost that is not reflected in the reported returns of these non-investable indices. While no one knows for sure



the precise impact of these practical constraints, there are clues available. Investable representation of the HFR index and CT index typically underperforms their non-investable counterpart by about 2% per annum.

For investors who started investing in hedge funds near the peak in October 2007, right after they thought that the August 2007 liquidity squeeze was behind them, few if any reasonably diversified portfolios have recovered their value by the end of 2009 compared to the T+3% target (see Figure 2 below).

**Figure 2:** Cumulative performance of selected fund of hedge fund indices and individual hedge fund indices and T10\_2009 portfolio from November 2007 to December 2009.



As can be seen, once again, there appears to be an exaggerated recovery in the non-investable indices due mostly to the reasons mentioned above—in this particular case, assuming away lock-ups/ gates and being able to buy at the bottom helped a great deal. Clearly, there were profitable funds in 2008. More specifically not all hedge fund styles lost money. A simple equally weighted portfolio of Macro, Managed Futures, and Long-Short Equity would have escaped almost unscathed. The question is whether there is a more systematic way of identifying managers who can weather the market turmoil without imposing on investors an uncanny ability to time the performance of specific strategies.

Here is one way to think about the problem. The new brown line in Figure 2 compared to Figure 1, “T10”, reports the performance of an equally-weighted portfolio of the flagship funds from the top 10% (by AUM at the end of 2008) hedge fund companies reporting to top five com-

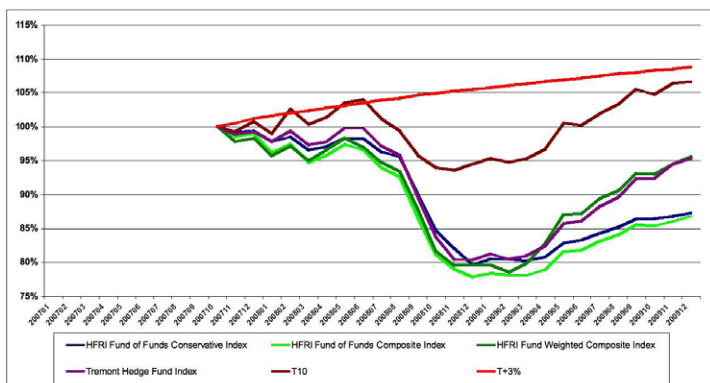
mercially available hedge fund data bases. As can be seen, although T10 does not eliminate the downside risk altogether, it comes considerably closer to the T+3% target compared to all the other indices. This leads us to the question how predictable are the constituents of T10? Technically, only towards the end of the first quarter, we receive the year-end-AUM/performance information. However, throughout the year, data does continue to arrive and help to shape our forecast. Historically, more than 80% of the top firms in one year have continued to be among the top firms in the following year.

Although T10 is a better target to track in order to create an absolute return-like payoff, question arises as to whether T10 is investable? To shed light on this, we look at Figure 3 that starts the picture at the beginning of 2008. Compared to Figure 2, two new lines are added. The light brown line is the T10 based on year end 2009 AUM data while the black line depicts the real-life performance of a portfolio designed to capture the alternative beta component of the T10 returns.

Because the flag ship funds of the top HF firms are often closed to new investments, T10 as a portfolio is not an investable construct. Also, the charted returns are based on the pro-forma returns of a portfolio whose identity is not known until after the turn of the year. Therefore its historical returns suffer from a degree of survivorship and look-ahead biases. However, this is not the case with the black line which represents the actual, i.e., real-life returns achieved by a portfolio which uses information contained in the T10 returns as one of its inputs while delivering something akin to absolute returns. In constructing the same, we only use knowable information at any given point in time. We model the risk exposures of the target T10 portfolio using a multi-factor model along the lines of the article “Hedge Funds: Performance, Risk and Capital Formation” by Fung, Hsieh, Naik and Ramadorai in the Journal of Finance, August 2008 issue. On top of the estimated risk exposures, we add a risk management overlay to bring the payoff of the overall replicating portfolio closer to an absolute return portfolio.

**Figure 3:** Cumulative Performance of selected fund of hedge fund indices and individual hedge fund indices, T10 and T10\_2010 from January 2008 to December 2009.





As can be seen, the replicating portfolio suffers a smaller loss in 2008 but also enjoys smaller gains in 2009. The return on this portfolio consists of the liquid factor bets embedded in the flag ship funds of the top 10% by AUM hedge fund firms, coupled with a risk management strategy that brings its performance closer to T+3%. The return on the factor bets part of the replication portfolio has a 0.63 correlation with the HFRI funds of funds Conservative index. It is the risk management overlay which narrowed its losses during 2008 making the portfolio less like the fund of funds indices and more like an absolute return product.

In practice, the Premia fund, a Luxembourg based SICAV fund, offered by State Street Global Advisors is a prime example of such a process. Unlike other hedge fund replicators that typically use industry wide average returns, the Premia fund employs the T10 as its target, replicates the embedded alternative beta bets using a wide range of liquid instruments spanning a range of asset classes and overlays it with a risk management strategy to manage the downside risk. Thus, Premia offers a real life example of distillation of absolute returns from a cauldron of hedge funds.

Prof. William Fung and Prof. Narayan Y. Naik are from the London Business School, London, UK and Prof. David Hsieh is from the Fuqua School of Business, Duke University, NC, USA.

**Note:**

Prof. William Fung holds a keynote on the 13. Jahrestagung Portfoliomanagement about "Risk, return and capital formation of the hedge fund industry — the post 2008 era".

**Contact:**

Prof. William (Bill) Fung  
 London Business School  
 Sussex Place  
 Regent's Park  
 London NW1 4SA  
 United Kingdom  
 bfung@london.edu

Prof. David Arthur Hsieh  
 Duke University - Fuqua School of Business  
 Department of Finance  
 Box 90120  
 Durham, NC 27708-0120  
 United States  
 919-660-7779 (Phone)  
 919-660-7961 (Fax)  
 Dah7@mail.duke.edu

Prof. Narayan Y. Naik  
 London Business School  
 Sussex Place  
 Regent's Park  
 London NW1 4SA United Kingdom  
 +44 20 7000 7000 (Phone)  
 +44 20 724 3317 (Fax)  
 nnaik@london.edu

## THE ATTRACTIVENESS OF DACH FOR LIMITED PARTNERS

from **Prof. Dr. Alexander Peter Groh**,  
**Prof. Dr. Heinrich v. Liechtenstein**, **Karsten Lieser**, **Cand. Dr.**  
 (all IESE Business School - Barcelona)

### A Bird-eyes View to Global Allocation in VC and PE Assets

Investors in Venture Capital and Private Equity (VC/PE) funds have one key objective: performing transactions with satisfying risk and return ratios. They look globally to achieve their goals, and often set their sight on emerging regions, attracted by high growth expectations. However, building an international Venture Capital and Private Equity program often means venturing into the unknown, where one meets unfamiliar political, legal and economic environments, difficulties to find general partners, and potentially illiquid exit markets alongside different cultures and languages. Although the expected economic growth, and advantages of diversification might appear favorable, the risk of investing in remote regions must be considered. Academic literature submits that vibrant Venture Capital and Private Equity activity exist in countries within a broad institutional context defined by prevailing liquid capital markets, sound economies, and a stable political and socio-economic structure. Further, each country's risk capital market is conditioned, amongst other criteria, by administrative and regulatory burdens, the flexibility of labor markets, and by the legal protection of investors. Clearly, these institutional characteristics vary strongly over countries and regions, and over time. However, the differences are important for the analysis of long-term perspectives in institutional investors' asset allocation processes.

**Where to best invest** is the motivation of our research project conducted at IESE Business School - Barcelona, sponsored by Ernst & Young and DLA Piper. The purpose of this project is to calculate a composite measure that benchmarks all relevant countries of the world (= 66 countries) with respect to their attractiveness for institutional investors in terms of their international VC/PE asset allocation decision factors. The idea of the composite measure is to take into account all components that determine VC/PE



**Prof. Dr. Alexander Peter Groh**  
 IESE Business School



**Prof. Dr. Heinrich v. Liechtenstein**  
 IESE Business School



**Karsten Lieser**  
 IESE Business School

market activity. We observe, especially in many emerging regions, that capital enters quickly, anticipating high economic growth rates. However, the economic development might not be mature enough to secure sufficient quality deal flow, without speaking about exit opportunities. Therefore, VC/PE returns do not match the expectations. Returns might be further sacrificed by weak legal protection and legal enforcement possibilities, and we should not forget about cost of corruption. Altogether, we observe that experienced VC/PE managers, banks, M&A boutiques, and deal supporting institutions found branches in emerging countries. Hence, the supply of venture capital and private

equity is established. However, quality deal flow does not materialize as hoped, and therefore, the demand for capital lags the supply. With this in mind, we address the attractiveness of 66 countries for limited partners with respect to the financial market infrastructure, and the countries' "ability to absorb the committed capital" hence, the expected deal flow.

For the construction of our composite measure, we need to determine the criteria for vibrant VC/PE markets, and to detect appropriate data to measure them. Further, we need to aggregate the data to the composite measure, which we call "The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index". We comprehensively review the academic literature for the determination of relevant criteria. Additionally, we run a survey asking 1,079 institutional investors world-wide about the most important factors affecting the attractiveness of countries for their asset allocation decision. We identify six key drivers determining institutional investors' international VC/PE allocation decisions:

**1. Economic activity:** Economic size, prosperity and growth, as well as low inflation and unemployment create deal opportunities in general.

**2. Depth of the capital market:** Size and liquidity of the public stock market and the M&A market, IPO activity, and bank lending volume are proxies for the state of professionalism of the deal supply side, and likewise determine exit conditions.

**3. Taxation:** Low taxation, differences between corporate and income tax rates as proxy for incentives for self employment, and implementation of tax rules facilitate any commercial, and also VC/PE activities.

**4. Investor protection and corporate governance:** Property rights, corporate governance rules, regulation, ease in seeking legal recourse and disclosure requirements keep the financial market transparent.

**5. Human and social environment:** Literacy, labor market policies, crime, degree of corruption and bribery influence the cost of doing business.

**6. Entrepreneurial culture and deal opportunities:** Ease

of starting and doing business, innovation, bureaucracy and degree of administrative burdens influence the rewards from entrepreneurial activities.

In principle, we measure the attractiveness of a country by the aforementioned six main criteria using 66 different data series from several data providers like the Global Market Information Database (GMID), World Bank, Heritage Foundation, etc. and aggregate the data with a certain weighting scheme to the overall index. The reviewed literature, our methodology, the data, and the weighting scheme are comprehensively described on our website [www.vcpeindex.iese.us](http://www.vcpeindex.iese.us). We encourage you to download our report on 66 countries (free of charge). We find a world-wide ranking of country attractiveness as presented in Figure 1.

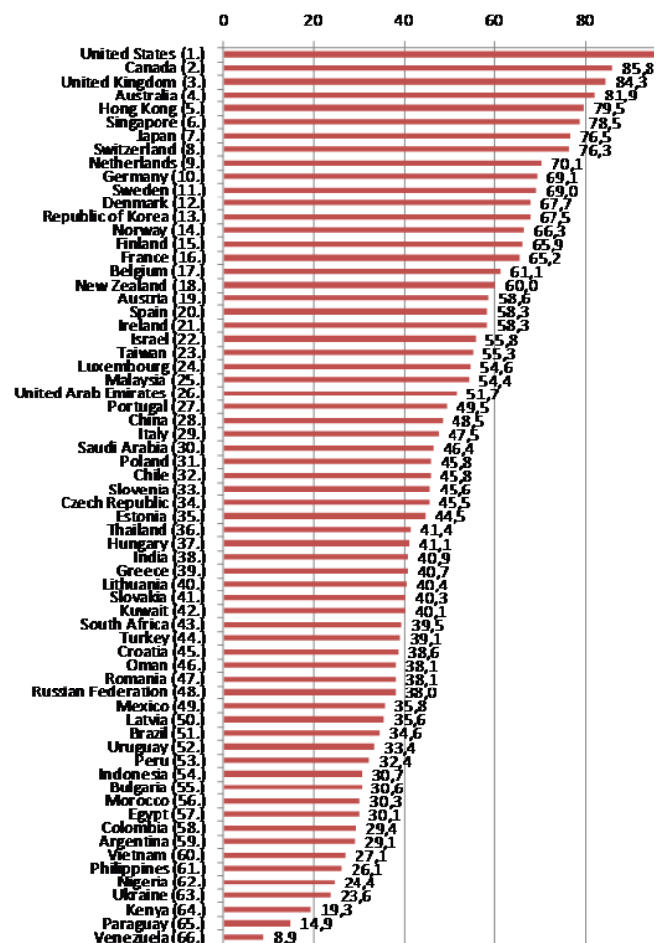


Figure 1: The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index

It is not a big surprise that the US receives the highest index score. Any other result would be doubtful, considering the origin of VC and PE, and the actual size of the US risk

capital market. Therefore, we chose the United States as the reference, and assign 100 points to them for every criterion. Hence, a score higher than 100 for a country implies stronger performance in a particular factor relative to the United States.

Table 1 shows the attractiveness of 8 aggregated regions in terms of their aforementioned characteristics. The global risk capital market can be separated into three parts: developed, transition, and emerging markets.

	Economic Activity	Depth of Capital Market	Transition	Investor Protection & Corporate Governance	Human & Social Environment	Entrepreneurial Culture & Deal Opportunities
North America	100.3	82.0	100.8	101.1	106.3	99.9
Australasia	95.5	29.7	104.1	107.4	114.5	85.8
Western Europe	93.8	23.3	122.1	90.5	93.3	80.2
Asia	73.9	27.3	116.5	68.1	74.0	37.4
Middle East	72.2	13.8	133.3	66.6	76.4	35.5
Eastern Europe	72.6	9.6	123.6	64.8	69.0	39.8
Latin America	73.6	10.0	112.6	45.8	48.2	29.1
Africa	53.9	10.9	103.6	53.6	48.5	22.2

Table 1: Performance of Regional VC/PE Markets (USA=100 Index Points)

The North American region (including the US and Canada) is characterized by a sound economy, a strong capital market with remarkable distance to its followers, a legal system which protects investors and allows flexible and efficient VC/PE contracting, and a liberal culture which focuses on and encourages commercial activities. There are good reasons why the roots of Venture Capital and Private Equity are in the United States.

Even if Australasia (Australia and New Zealand) and Western Europe hold the economic development status of North America, the lack of liquidity and depth of the capital markets bears one of the major impediments for more risk capital activity.

The (average) capital market infrastructure of Asian countries ranks higher than Western Europe's. However, the region lacks with respect to its institutional framework and human and social environment, according to our index outcomes.

Despite the low scores for their capital markets, Latin American and African countries have strong difficulties to foster an entrepreneurial culture and to strengthen the legal and corporate governance structure. It should be noted however, that while our index covers Latin America almost completely, Africa is represented by only four countries, due to the poor data availability. The average of those four countries certainly biases the African score positively, and

hence, lacks representativeness for the whole continent.

## The Competitiveness of Western European Countries

Table 2 shows the ranking and the scores of the six key drivers for the Western European countries. Indeed, low liquidity and little sophistication of the capital market (compared to the US) is still an obstacle for more vibrant Venture Capital and Private Equity activity.

	Economic Activity	Depth of Capital Market	Transition	Investor Protection & Corporate Governance	Human & Social Environment	Entrepreneurial Culture & Deal Opportunities
United Kingdom (rank: 3)	85.8	49.9	115.7	101.6	97.9	90.0
Switzerland (rank: 8)	101.6	28.3	144.8	78.2	119.0	96.9
Netherlands (rank: 9)	101.2	22.1	118.0	93.5	95.6	95.7
Germany (rank: 10)	97.1	23.6	128.6	94.2	90.0	85.1
Sweden (rank: 11)	91.6	20.0	113.7	96.1	103.4	97.8
Denmark (rank: 12)	92.3	14.3	120.5	106.0	120.8	100.1
Norway (rank: 14)	104.6	16.1	115.0	101.0	97.7	93.8
Ireland (rank: 15)	90.7	14.4	116.3	107.4	107.4	103.3
France (rank: 16)	95.0	28.8	108.1	83.9	78.3	69.2
Belgium (rank: 17)	91.1	15.2	102.8	92.0	101.8	79.4
Austria (rank: 19)	96.3	11.8	114.7	93.0	103.9	76.1
Spain (rank: 20)	87.7	26.6	104.1	76.4	66.5	57.6
Ireland (rank: 21)	84.4	10.7	143.3	101.6	96.6	78.1
Luxembourg (rank: 24)	92.4	10.1	136.4	94.7	81.1	74.6
Portugal (rank: 27)	81.3	13.2	121.0	72.1	73.0	52.8
Italy (rank: 29)	89.7	17.7	101.6	53.1	52.0	56.3
Greece (rank: 39)	88.5	12.6	120.9	54.2	47.7	36.7

Table 2: Index Scores of the Western European Countries (USA=100 Index Points)

It is redundant to comment on the excellent ranking of the UK due to the parallels with the US, especially with respect to their legal system. Academic literature comprehensively discusses the influence of legal origins on the state of financial markets and concludes that common law systems historically developed much stronger capital markets. Our Index further submits that Switzerland and Germany rank overall on the 8th and 10th position. The excellent ranks result from the economic activity, well developed capital markets, the transparent legal framework, high innovation capacity, and a strong socio-cultural environment in these countries. The third DACH country Austria ranks overall on the 19th position, primarily caused by its small public capital market, which scores only half of Germany. However, its economic performance as well as the entire institutional and socio-economic framework bears sufficient potential to spur risk capital activity.

## Strengths and Weaknesses of DACH, France, and the UK

We disaggregate the six key drivers into their sub-components and show in Figure 2 the performance of more granulated data on DACH, France and the UK. For example, we split the key driver "depth of capital market" in its sub-criteria: stock market, IPO market, M&A market, debt and



credit market, and the overall sophistication of the financial system.

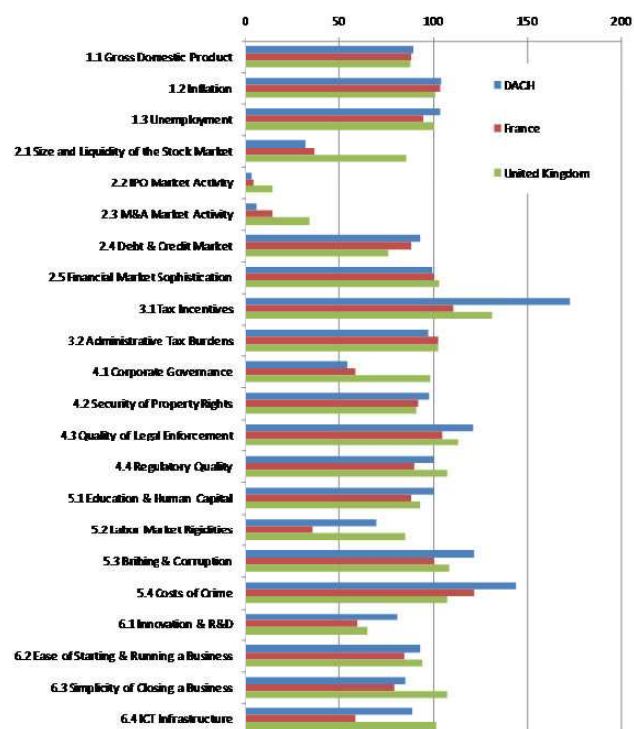


Figure 2: Second Level Data Comparison: DACH, France and United Kingdom (USA=100 Index Points)

The Figure points to the gap with respect to the elements describing the financial market infrastructure and the corporate governance culture between the UK and continental Europe. The causality is obvious: good corporate governance culture establishes investors' confidence, trust, and security, and therefore spurs the development of capital markets.

The strengths of DACH are often characterized by a strong infrastructure and reliable administration, as well as by a cultural attitude towards performance and diligence with low corruption and crime. The data presented in Figure 2 reveals the favorable socio-economic environment and institutional framework with strong legal protection and enforcement, excellent human capital and capacity for innovation. France lags behind with respect to the latter criteria. The French capital market has advanced to the second largest in Europe, though. However, rigid labor market policies, less capacity for innovation, and more difficulties of starting, running and closing businesses (compared to DACH and UK) push France below DACH's rank.

## Conclusion

Our composite measure presented above indicates how institutional investors might judge about countries for their international allocation decisions in VC/PE assets using publicly available data. Our proposed index measures six key drivers that affect the attractiveness of national or regional VC and PE markets. We refer to our research study on the internet, [www.vcpeindex.iese.us](http://www.vcpeindex.iese.us), where we provide detailed information on the data, their aggregation, and much more analyses. In this article, we focus on the DACH region and elaborate its strengths and weaknesses compared to its peers.

The DACH region shows a favorable socio-economic environment and institutional framework with strong legal enforcement, excellent human capital and high capacity for innovation. The financial market infrastructure is not as strong as in France, or in the UK. Its growth expectations are not as high as in emerging markets. However, limited partners consider many more aspects for their allocation decisions, and neither economic growth nor the public capital market infrastructure is the exclusive driver of VC and PE returns. Only countries with top scores in all the key driving forces are able to achieve leading ranks. The DACH region has well-balanced good scores among the six key drivers, and this underlines its strength and high attractiveness for limited partners.

Source: Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, [www.vcpeindex.iese.us](http://www.vcpeindex.iese.us)

## Contact:

Prof. Dr. Alexander Peter Groh  
a.groh@quadriga-capital.de

Prof. Dr. Heinrich v. Liechtenstein  
hl@iese.edu

Karsten Lieser  
klieser@iese.edu

IESE Business School  
Department of Financial Management  
21 Avenida Pearson  
E-08034 Barcelona

## HOW DOES A LONG-TERM PERSPECTIVE TRANSLATE INTO MID-TERM RETURNS? RISK/RETURN IMPLICATIONS OF ALTERNATIVE CHANGE STRATEGIES IN BUYOUTS.

By **Prof. Oliver Gottschalg, Thomas M. Stein**  
HEC Paris, University of Cologne

One of the advantages of the private equity governance structure as an instrument for the implementation of strategic change and operational improvements in organizations is its time-horizon: Long-term corporate strategy considerations are combined with the ever-present urge for management to act in order to meet the financial targets of the private equity fund and its investors<sup>1</sup>. But what does it mean out of an investor's perspective? How do different strategic approaches to meet these challenges influence financial performance? Where is the proper trade-off between short-term thinking, e.g. the focus on efficiency targets, and the long-term thinking, preparing the portfolio company for future challenges? Although investors aim for fast and high returns from private equity transactions, they seek to obtain them at a moderate risk, hoping for returns that are decoupled from the stock market's cyclicity. This part of the story grew even more important in recent times of financial crisis and economic downturns. Risk sensitivity of investors and the awareness about their portfolio's risk exposure got centered by the failure of the hitherto existing system of risk control.

On a sample of 1379 investment case studies of buyout transactions that took place between 1974 and 2008, we analyzed the connection between the nature of the chosen change strategy implemented and the volatility of their financial outcomes. Private equity funds have different levers of organizational change to create value in the acquired firms at their disposal. We identified three different approaches to organizational change they apply: A first with a strong focus on efficiency targets and marginal improvements (efficiency focus); a second with a strong exposure towards the creation of new routines, processes and strategic approaches including expansion into new



**Prof. Oliver Gottschalg**  
HEC Paris

**Thomas M. Stein**  
University of Cologne

markets and customers (long-term change). The third strategy contains elements of both and combines them equally; we therefore call it balanced approach. Whereas on the one hand the firm for example opens up to new customer bases preparing long-term success, it simultaneously reduces its supply chain to improve efficiency on the other hand.

The results are quite surprising. In contrast to a-priori thoughts, it is not the focus on operational improvements and the increase of efficiency which smoothes the variance of outcomes. The courage to open up to activities in which the company is not experienced in till date is essential as well. It is rather the right balance between long- and short-term oriented actions that produces the lowest risk/return ratio and gives investors an attractive return at a moderate risk from their private equity investments. Albeit "enjoying" the reputation of locusts, stripping firms' assets and drive them with financial and operative efficiency targets close to the abyss, successful private equity funds dare to add the spices of long-term thinking to the change strategy they apply. As we show in our analysis, the long-term change, the experimentation with new fields of trajectory, increases the expected outcomes. Nevertheless, a focus on it comes along with an increased risk of failing to realize the aimed returns. Private equity funds and executives, which try to paint the big colorful picture of future

<sup>1</sup> Rogers, Paul; Holland, Tom; Haas, Dan; Lessons from private equity masters, Harvard Business Review, June 2002, pp. 94-101

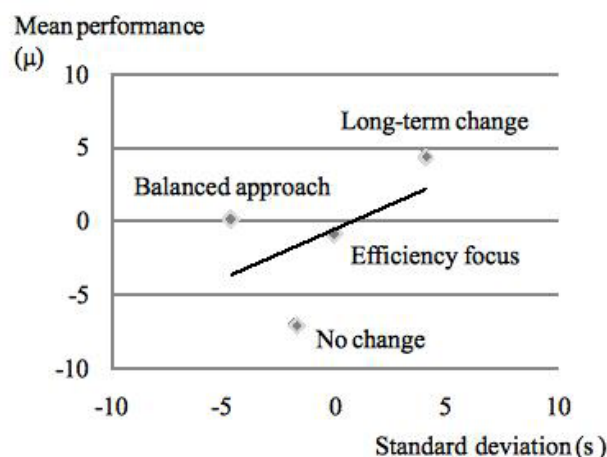


success, need to be aware of the many small strokes of the brush necessary to enable the color to gleam.

The mid-term thinking perspective of private equity transactions provides the appropriate framework to show the effects of the change strategies. During the holding period private equity funds apply a few main levers of value creation through organizational change. They unveil their financial consequences to the investors by the gained annual increase of valuation (IRR). Combined short-term efficiency increase and creation of long-term perspectives at the same time allow organizations to create shareholder value in a reliable manner. New entered markets, strategies, marketing and innovation approaches allow potentially extraordinary returns to investors, but they still need to be harvested by careful process optimization and marginal adjustments. Otherwise firms fail to turn the new activities into commercial ends, the change efforts will refuse to create value. Strong capabilities of the private equity fund are needed to follow the contradicting logics behind the dual concept at the same time. Regularly, private equity funds tend to specialize on the application of a particular strategic pattern during the holding period throughout their portfolio companies. Knowing this, the strategic approach as displayed in the case studies of recent transactions gains in importance: Investors should pay attention to the change strategy hidden behind the flowery descriptions: They implicitly give evidence on the favored approach and the risk exposure contained. However, the ability to outbalance the two logics carefully is the key to a well-adjusted risk-return profile of the investment. Although all strategies containing organizational change gained higher returns than the no-change control group, the main difference between the change strategies is the standard deviation of outcomes observed.

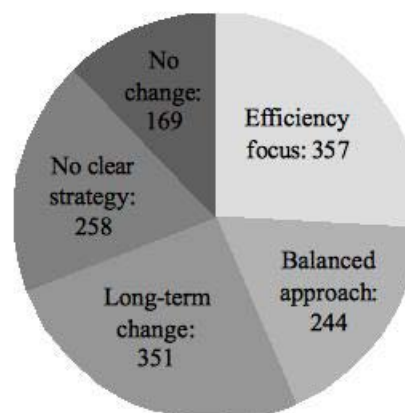
The mystery of a working mid-term strategy is not a new invented time horizon, but the right blend of long-term oriented change and a discerned eye on marginal improvements in current activities simultaneously. Investors should keep that in mind when picking their private equity investments. Don't search for a multicolored dream of future, forgetting about the details, when investing in private equity, but also don't forget to look for manifold perspectives while evaluating efficiency craftsmanship either!

### Risk-/Return trade-off in change strategies in buyouts:



Change strategy	Performance (%)	Std. Dev. (%)	Ratio $\mu/\sigma$
Efficiency focus	-0,922	-0,051	0,987
Balanced approach	0,078	-4,655	1,065
Long-term change	4,298	4,101	1,001
No change	-7,092	-1,687	0,925
whole sample	0,000	0,000	1,011

All values shown as difference from weighted average



### Group sizes (whole sample 1379)

Research background: The Center for Research in Organization and Management (CROMA, [www.croma.unibocconi.it](http://www.croma.unibocconi.it)) at Bocconi University, Milan, built up a database for strategy research on private equity transactions. Together with Oliver Gottschalg, Associate professor for Strategy and Business at HEC Paris, and Maurizio Zollo, Director of CROMA, an international team of scholars started to identify the organizational

*antecedents and cornerstones for buyout success. The applied research lens is an interdisciplinary approach between finance and strategy perspectives: the value creation caused by strategic change, experience and learning processes – of the portfolio companies, the general partner and the main actors: the management of the portfolio companies and the private equity firm. Basic findings underlying this article are part of a research paper (title: “Financial success of change strategies in buyouts”) presented at the department for Corporate Development and Organization, University of Cologne. For further details and research interests contact the authors: Gottschalg@hec.fr, Thomas.M.Stein@gmail.com*

*About the authors:*

*Prof. Oliver Gottschalg: see [http://www.hec.edu/Faculty/Bio-ography/\(professor\)/Gottschalg](http://www.hec.edu/Faculty/Bio-ography/(professor)/Gottschalg) for details.*

*Thomas M. Stein: Thomas worked five years in the Alternative Investment departments of Sal. Oppenheim and HSBC Trinkaus before joining the research project on buyouts at CROMA, Bocconi University. He studied Business Administration at the University of Cologne and Bocconi University, majoring in “Corporate Development and Organization”, “Corporate Finance” and “Economic and Social Psychology”. His passion for strategic thinking in private equity transaction drove his interest to pursue academic research on this topic; he gave seminars and workshops on private equity at Sal. Oppenheim and Bocconi University.*

**Contact:**

Prof. Oliver Gottschalg  
Associate Professor of Strategy and Business Policy  
HEC School of Management, Paris  
78351 Jouy-en-Josas, France  
Tel: +33 67 00 17 66 4

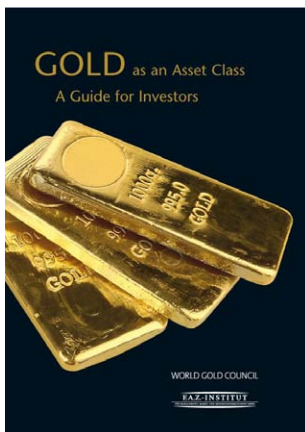
Thomas M. Stein  
Center for Research in Organization and Management  
(CROMA)  
Università Commerciale Luigi Bocconi  
Via C. G. Roentgen, 1  
20136 Milano, Italy  
+39 327 53 21 46 8  
[www.croma.unibocconi.it](http://www.croma.unibocconi.it)

## 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 Diplomarbeiten. Wir würden es sehr begrüßen, wenn Sie auch aktiv von der Möglichkeit Gebrauch machen. Bitte wenden Sie sich diesbezüglich an die Geschäftsstelle unter 0228 969870 oder [info@bvai.de](mailto:info@bvai.de).

### „Gold as an Asset Class – A Guide for Investors“

Kontakt: F.A.Z.-Institut, Mainzer Landstr. 199, 60326 Frankfurt, Fax + 49 69 7591 1966, Email: [branchen@faz-institut.de](mailto:branchen@faz-institut.de), Internet: [www.branchendienste.de](http://www.branchendienste.de), € 38,-



Gold bewahrt seine Kaufkraft über lange Zeiträume. Das zeigen historische Preisdaten, die für Deutschland von heute bis in die Zeit von Kaiser Wilhelm I. und für Großbritannien bis 1560 zurückreichen. Während Währungs- und Börsenkrisen immer wieder die Vermögen der Anleger zunichtemachten, blieb

Gold ein stabiler Wertspeicher. Auch in jüngster Zeit, zuletzt während der Finanzmarktkrise, hat Gold seine Funktion als sicherer Hafen unter Beweis gestellt, belegt die Studie „Gold as an Asset Class – A Guide for Investors“, herausgegeben von F.A.Z.-Institut und World Gold Council. Außerdem zeigt die Studie, warum Gold als Anlageklasse zur Beimischung in einem Vermögensportfolio besonders gut geeignet ist: Da Gold mit anderen Geldanlagen wie Aktien oder Anleihen nicht korreliert, sorgt es für eine stabilere Gesamrendite.

Der Grund für den geringen Gleichlauf des Goldpreises mit den Kursen von Aktien oder Anleihen liegt in der fundamentalen Struktur des Goldmarkts.

Der hohe Anteil privater Käufe von Goldschmuck sowie Barren und Münzen macht Gold weniger von konjunkturellen Rhythmen abhängig als andere Investmentinstrumente und Rohstoffe.

Die breite geographische Streuung der Minenproduktion, des Altgoldrecyclings, der Zentralbankbestände und der Nachfragebranchen in der Industrie machen Gold auch unabhängiger von nationalen und sektoralen Einflüssen.

Das Marktpreisrisiko von Gold ist, anders als vielfach vermutet, nicht höher als das einer Anlage in einen Aktienindex wie den DAX oder den S&P 500. Es ist sogar etwas geringer. Im Vergleich zu anderen Rohstoffen ist der Goldpreis deutlich weniger volatil. Für den langfristigen Investor aber besonders wichtig ist, dass Gold keinem Kreditrisiko unterliegt – sein Wert hängt anders als bei Anleihen nicht davon ab, ob eine Gegenpartei zahlungsfähig und -willig ist. Außerdem besteht bei Gold kaum Liquiditätsrisiko, da Gold weltweit rund um die Uhr gehandelt wird.

Die langfristigen Aussichten für den Goldpreis sind gut. Die Nachfrage ist über die Jahrhunderte bis in die heutige Zeit immer weiter gestiegen. In den vergangenen Jahren wuchsen vor allem die Goldkäufe von Anlegern in Europa und in den USA sowie von Schmuckkäufern in Asien und im Nahen Osten. Der derzeitige Goldbedarf kann nur zu 60 Prozent durch die Förderung der Minen gedeckt werden. Der Abbau ist schwierig und kostspielig, und neue Adern werden nur noch selten entdeckt. Das Recycling von Altgold und Zentralbankverkäufe können zwar plötzliche Angebotsengpässe ausgleichen, spielen aber nur eine Nebenrolle beim Goldangebot. Außerdem tauchen Zentralbanken heute eher als Goldkäufer denn als Verkäufer am Markt auf.

In der Studie wird die breite Palette von Investitionsmöglichkeiten in Gold vorgestellt: neben Barren und Münzen auch börsengehandelte, goldgesicherte Wertpapiere (ETCs/ETFs), Zertifikate, Futures, Optionen sowie Goldminenaktien und -fonds.

## BUCHBESPRECHUNG

**Dr. Bernd Berg**

### „Finanzkrisen und Hedgefonds - Finanzmagier oder Krisenauslöser?“

Gabler Verlag 2009, 290 Seiten, ISBN 978-3-8349-1551-1, €49,90



Finanzmagier mit goldenen Händen oder gierige Finanzhaie, die im Verborgenen spekulieren und ganze Volkswirtschaften ins Wanken bringen? Die Vorurteile und das Unwissen über die geheimnisumwitterte Welt der Hedgefonds sind groß und haben zur Mythenbildung beigetragen. Haben Hedgefonds den Kollaps

des britischen Pfunds 1993, die Asienkrise 1998, die dritte Ölkrise und die Finanzkrise 2008 verursacht oder verstärkt? Bernd Berg analysiert die Finanzkrisen, beschreibt detailliert wie Hedgefonds funktionieren und wie deren Handelsstrategien Einfluss auf die Finanzkrisen der vergangenen Dekaden genommen haben. Der Autor untersucht die Transaktionen von Hedgefonds am Beispiel der Asienkrise und der Dritten Ölkrise (2004 – 2007) und zeigt Möglichkeiten einer neuen globalen Finanzarchitektur unter Einbeziehung der bisher intransparenten Anlageklasse Hedgefonds auf.

#### Inhalt

Die Akteure an den asiatischen Finanzmärkten, Strategien und Tätigkeitsfelder der Hedgefonds, Entstehung und Verlauf der Asienkrise, Einordnung der Ergebnisse, Modelle zur Erklärung der Währungskrisen, Beurteilung des Einflusses von Hedgefonds während der Asienkrise, Hedgefonds und der Ölpreis, Hedgefonds und die Finanzkrise 2008, Diskussion der regulatorischen Maßnahmen.

#### Autor

Dr. Bernd Berg gilt als Finanzmarktexperte und fungiert als Berater für Hedgefonds und institutionelle Investoren. Berg promovierte an der Universität Tübingen. In den Jah-

ren 2007 und 2008 war er in London für eine angloamerikanische Bank als Direktor in den Bereichen Hedgefonds und Private-Equity tätig. Zuvor arbeitete er für den Finanzdienstleister BB Consulting.

**Beate Sander | Peter Fath | Anka Leiner**

### „Nachhaltig investieren - In Sonne, Wind, Wasser, Erdwärme und Deserte“

FinanzBuch Verlag, München 2010, 496 Seiten, Hardcover mit Schutzumschlag, ISBN: 978-3-89879-565-4, € 29,90

Umweltschutz ist seit Jahren ein heiß diskutiertes Thema. Mülltrennung, Jutebeutel und spritsparende Autos gehören inzwischen ebenso zum Alltag wie ökologische Landwirtschaft und der Bio-Laden um die Ecke. Doch selbst passionierte Umweltaktivisten mit Solarzellen auf dem Dach und Hybridauto greifen häufig auf traditionelle Geldanlagen wie Festgeld, Bausparvertrag und DAX-Aktien zurück. Dabei warten besonders im Bereich der Umwelttechnologien satte Gewinne. Das Autorentrio um Beate Sander hat jetzt die lohnendsten Investments analysiert und zu einem Leitfaden zusammengestellt. Ausgangspunkt ihrer Untersuchung ist eine Untersuchung des Bundesverbandes Erneuerbare Energien, die klare Wachstumsprognosen für das Jahr 2020 aufstellt. Besonders in den Bereichen Windenergie, Bioenergie, Solarstrom und Geothermie prophezeit die Studie gigantisches Potenzial. Wer heute auf diesen Zug aufspringt kann in wenigen Jahren mit beträchtlichen Renditen rechnen und außerdem mit ruhigem Gewissen seine Erträge genießen.



## BUCHBESPRECHUNG

*Andreas Striegel / Michael R. Wiesbrock / Thomas A. Jesch (Hrsg.)*

### **„Kapitalbeteiligungsrecht“**

***Kommentar zum Private-Equity-Recht: WKBG, UBGG, Risikobegrenzungs-gesetz, Nebengesetze und AIFM-Richtlinie***

Schäffer Poeschel, 921 Seiten, Geb. i. Schuber, ISBN: 978-3-7910-2250-5, € 169,95



Das Kapitalbeteiligungsrecht im schnellen Zugriff. Der Berater, der mit Fragen zum Private-Equity-Recht konfrontiert ist, steht einer Vielzahl von Gesetzen gegenüber. Das Werk umfasst die Zusammenstellung und praxisgerechte Kommentierung aller wesentlichen, in Private-Equity-Konstellationen relevanten Gesetzesnormen. Dazu gehören u. a.: das

Gesetz zur Förderung von Wagniskapitalbeteiligungen (WKBG) und das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) sowie einschlägige Vorschriften der relevanten Nebengesetze, wie z. B. EStG, KStG, InvG und InvStG. Erstmals systematisch kommentiert wird auch der Entwurf der AIFM-Richtlinie.





## Sattelfest in alternativen Finanzanlagen:

### Kompaktstudiengänge

#### ■ Private Equity ■ Hedgefonds ■ Rohstoffe

Berater für Finanzanlagen sehen sich einer zunehmend komplexen Anlagewelt gegenüber, in die sie ihre Kunden begleiten sollen. Das „klassische“ Angebot mit Anleihen, Aktien, Zertifikaten und Derivaten ist schon schwer überschaubar.

Trotz Finanzkrise werden aber auf dem deutschen Markt ebenso Anlageformen aus dem alternativen Finanz-Arsenal immer interessanter: Private Equity, Hedgefonds und Rohstoffe sind sinnvolle Ergänzungen im Portfolio und werden nicht nur von vermögenden Kunden öfter nachgefragt. Um die Sicht auf diese Assetklassen zu verbreitern und in der Beratung sattelfest zu werden, sind Weiterbildungs-Studiengänge für Anlage- und Finanzberater, Vermögensverwalter, Family Offices etc. unverzichtbar.

Die EBS Finanzakademie bietet neben den Kompaktstudiengängen Private Equity und Hedgefonds seit 2007 auch den sechstägigen Kompaktstudiengang „Rohstoffe“ an. Das Studienziel ist nicht, zu erlernen, wie man alternative Fonds „macht“, sondern wie sie funktionieren und gemanaged werden, welche Rendite- und Risikovorteile sich aus der Beimischung für die Kunden-Portfolios ergeben und welche steuerlichen Implikationen alternative Anlageprodukte haben.

#### **KOMPAKTSTUDIUM HEDGEFONDS**

Studiendauer: 7 Tage inklusive der Zeiten für das Erbringen der Prüfungsleistungen. Erfolgreiche Absolventen tragen den Titel Hedgefonds-Advisor (EBS/BAI).

Studienbeginn 12. Jahrgang:  
17. Mai 2010  
in Oestrich-Winkel

#### **KOMPAKTSTUDIUM ROHSTOFFE**

Studiendauer: 6,5 Tage inklusive der Zeiten für das Erbringen der Prüfungsleistungen. Erfolgreiche Absolventen tragen den Titel Commodity-Advisor (EBS/BAI).

Studienbeginn 6. Jahrgang:  
20. September 2010  
in Oestrich-Winkel

#### **KOMPAKTSTUDIUM PRIVATE EQUITY**

Studiendauer: 7 Tage inklusive der Zeiten für das Erbringen der Prüfungsleistungen. Erfolgreiche Absolventen tragen den Titel Private Equity-Advisor (EBS/BAI).

Studienbeginn 8. Jahrgang:  
13. September 2010  
in Oestrich-Winkel

#### Mehr Informationen:

[info@ebs-finanzakademie.de](mailto:info@ebs-finanzakademie.de)

[www.ebs-finanzakademie.de](http://www.ebs-finanzakademie.de)

PFI Private Finance Institute / EBS Finanzakademie,  
Hauptstraße 31, 65375 Oestrich-Winkel  
Tel: (0 67 23) 88 88 0, Fax: (0 67 23) 88 88 11



## VERANSTALTUNGEN

### **FTD-Konferenz „Restrukturierung 2010“**

**15. und 16. April 2010**

**Villa Kennedy, Frankfurt**

Nicht nur durch die Krise in Not oder in die Insolvenz geratene Unternehmen stehen vor großen Restrukturierungsmaßnahmen. Die Wirtschafts- und Finanzkrise wird von vielen Unternehmen dafür genutzt, notwendige, aber unpopuläre Umstrukturierungen vorzunehmen. Konzentration auf das Kerngeschäft oder umgekehrt die Erweiterung der Geschäftsfelder für die Zukunftsfähigkeit nach der Krise stehen bei den Unternehmen auf der Tagesordnung. Die Restrukturierungsbranche ist in dieser dynamischen Zeit besonders gefordert und muss sich zugleich auf neue Rahmenbedingungen einstellen, die der Kapitalmarkt, die makroökonomischen Entwicklungen und die Politik mit sich bringen.

Das alles bringt einen erheblichen Diskussionsbedarf: Wie überwinden Restrukturierungsunternehmen die Kreditklemme? Wie kann sich der Einzelhandel neu aufstellen? Welche staatlichen Programme zur Stützung von Unternehmen funktionieren? Und wie macht sich der Staat als Anteilseigner? Diese Fragen stehen im Mittelpunkt der FTD-Konferenz „Restrukturierung 2010“ am 15. und 16. April in Frankfurt.

Tauschen Sie sich – auch bei der exklusiven Abendveranstaltung – mit Experten aus und diskutieren Sie mit hochkarätigen Referenten, darunter:

- Michael Baur, Geschäftsführer, AlixPartners
- Dr. Klaus Hubert Görg, Partner, Görg Rechtsanwälte
- Ludger Heuberg, CEO Group Operations, Thomas Cook Group
- Norbert Reis, Managing Director, Carlyle
- Dr. Marco Schröter, CFO, Infineon

Informationen und Anmeldung unter [www.ftd.de/restrukturierung](http://www.ftd.de/restrukturierung). BAI-Mitglieder erhalten einen Rabatt von 15 % auf die Teilnahmegebühr. Bitte geben Sie bei Ihrer Online-Anmeldung im Feld Sonstiges folgenden Code an: „BAI 15 %“.

15% Discount für BAI-Mitglieder

### **BAI Alternative Investor Conference (AIC)**

**27. und 28. April 2010**

**Industrie- und Handelskammer (IHK), Frankfurt**

Der BAI, als Verband und Vertreter der Alternativen Investmentindustrie in Deutschland, möchte mit der AIC 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. Die Konferenz bietet den Teilnehmern eine hervorragende Möglichkeit, sich gedanklich auszutauschen und sich über neue Trends der Branche zu informieren.

Schwerpunktthemen sind:

- Managed Accounts
- AIFM vs. UCITS:  
Neue Trends für Hedgefonds-Investments
- Risikomanagement von Hedgefonds
- Private Equity Investments und neue Herausforderungen durch Financial Engineering
- Neue Marktchancen für Venture Capital
- Rohstoffe, Infrastruktur, Wald und andere Nachhaltige Investments

... und zahlreiche andere Themen aus dem Bereich Alternative Investments.

Für institutionelle Endinvestoren (Pensionskassen, Versorgungswerke, Versicherungen, Stiftungen etc.) besteht die Möglichkeit, sich in einem exklusiven Seminar in geeigneter Atmosphäre über Alternative Investmentmöglichkeiten zu informieren und Erfahrungen auszutauschen, sowie an zwei Dinner teilzunehmen.

Konferenzsprache ist deutsch; deutsche Vorträge und Paneldiskussionen werden simultan in die englische Sprache übersetzt.

**Institutionelle Endinvestoren haben freien Eintritt!**

Als Keynotespeaker konnten wir Frau Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, Leonhard Fischer von RHJ International sowie Guy Fraser-Sampson gewinnen. Mehr Informationen finden Sie unter [www.ai-conference.com](http://www.ai-conference.com) oder telefonisch über die Geschäftsstelle des BAI unter Tel.: +49 (0) 228 96987 0

30% Discount für BAI-Mitglieder

**EBS Finanzakademie/BAI e.V. -  
Kompaktstudium Hedgefonds  
12. Jahrgang: 17. -21. Mai 2010  
Oestrich-Winkel bei Wiesbaden**

Dem Finanzplatz Deutschland wurde mit dem seit Januar 2004 in Kraft getretenen Investmentmodernisierungsgesetz eine neue Assetklasse zugänglich gemacht, die weltweit erfolgreich zur Stabilisierung von Portfolios eingesetzt wird: Hedgefonds.

In Zusammenarbeit mit dem BAI hat sich die EBS Finanzakademie das ehrgeizige Ziel gesetzt, Finanzdienstleistern die Eigenheiten dieser Assetklasse, ihre Chancen und Risiken und ihre zielgerichtete Beimischung in Portfolios zu vermitteln. Im Rahmen eines siebentägigen Intensivstudiums - aufgeteilt in eine fünftägige Blockphase und eine Wochenendphase - werden in knapp 100 Unterrichtseinheiten alle wesentlichen Facetten von Hedgefonds, ihre rechtliche und steuerliche Behandlung sowie Beratungs- und Vertriebsansätze praxisnah von Experten der Branche vermittelt. Erfolgreiche Absolventen des Kompaktstudiums tragen den Titel „Hedgefonds-Advisor (EBS/BAI)“.

Weitere Informationen erhalten Sie unter <http://www.ebs-finanzakademie.de/hedgefonds/> oder unter Tel.: +49 (0) 228 96987 0

350 EUR Discount für BAI-Mitglieder

**13. JAHRESTAGUNG PORTFOLIOMANAGEMENT  
Frankfurt, Hotel Hilton  
8. und 9. Juni 2010**

Die Jahrestagung Portfoliomanagement hat sich mit über 250 Teilnehmern jährlich als das zentrale Branchenereignis für die institutionelle Kapitalanlage in Frankfurt etabliert. Die diesjährigen Referenten gehören zu den renommiertesten Vertretern der internationalen und nationalen Kapitalmarktforschung sowie der institutionellen Anlegerseite und der Finanzbranche.

Die vier Key Speaker, die Professoren **George Chacko, William Fung, Robert A. Haugen** und **Andrew Lo**, verfügen nicht nur über langjährige Erfahrungen im praktischen Portfoliomanagement, sondern sind mit ihren wegweisenden Veröffentlichungen gleichzeitig führend in der internationalen Finanzmarktforschung. Ihre Themen bei der diesjährigen Tagung: Liquidität als Risikofaktor, die Hedgefonds-Industrie nach den Ereignissen des Jahres 2008, neue Belege für die Ineffizienz des Aktienmarktes, die Chancen für das aktive Portfoliomanagement sowie eine kritische Würdigung der traditionellen Forschungsansätze vor dem Hintergrund der jüngsten Finanzkrise.

Die 13. Jahrestagung Portfoliomanagement, veranstaltet vom Uhlenbruch Verlag in Bad Soden, bietet Ihnen die ideale Plattform für einen intensiven Gedanken- und Erfahrungsaustausch mit Finanzmarktexperten aus den Bereichen Forschung, Banken/Asset Management und institutionelle Anleger. Bitte sichern Sie sich frühzeitig Ihr Teilnahmeticket.

Informationen und Anmeldeöglichkeiten finden Sie unter <http://www.uhlenbruch.com/jahrestagung.html> oder telefonisch unter 06196/65 15 330, Kerstin Straube

**MUPET 2010 - MUNICH PRIVATE EQUITY TRAINING**  
**10. und 11. Juni 2010**  
**Literaturhaus München**

Wie in den vergangenen Jahren diskutieren Private Equity Professionals über neueste Entwicklungen in der Branche. Dabei kommen nicht nur Juristen zu Wort, sondern vor allem auch Steuerberater, Fonds-Manager, Investoren, Banker, Vertreter der öffentlichen Hand, Vorstände und Geschäftsführer von Portfolio-Unternehmen, sowie Berater aus allen beteiligten Disziplinen. Auf der MUPET werden die aktuellen Trends in der Private Equity Branche aufgezeigt und neue Maßstäbe gesetzt. Der Kostenbeitrag beträgt € 500,- zzgl. MwSt. Online Anmeldung ab sofort unter [www.pptraining.de](http://www.pptraining.de). Wir würden uns freuen, Sie am 10. und 11. Juni zu begrüßen.

Ihre P+P Training GmbH  
Theatinerstraße 12  
80333 München  
Telefon: +49 (89) 24 240 131  
Telefax: +49 (89) 24 24 0 994  
mailto: [info@pptraining.de](mailto:info@pptraining.de)  
<http://www.pptraining.de>

**Basismodul „Private Equity“ - apano akademie**  
**10. – 11. Juni 2010**  
**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 solcher 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 Ka-

pitalmarkt 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 <http://www.apano-akademie.de> sowie bei Britta Lehmkuhler, Telefon 0231 - 13887330.

10 % Discount für BAI-Mitglieder

**10. Handelsblatt Tagung Private Equity -  
Unternehmensfinanzierung durch  
Beteiligungskapital sichern**  
**21. und 22. Juni 2010**  
**Sofitel, München**

Die Schlagzeilen der vergangenen Monate zeigen deutlich: Die Private Equity-Branche durchlebt derzeit ein Auf und Ab. Jedoch kehrt allmählich der Optimismus zurück, der zum weiteren Ausbau des Geschäftes dringend notwendig ist. Die Zukunft der Branche ist allerdings nach wie vor ungewiss. Verschaffen Sie sich durch Networking, Wissenstransfer und Meinungsbildung Wettbewerbsvorteile!

Seien Sie dabei, wenn sich das Who is Who der deutschsprachigen Private Equity-Szene trifft.

In diesem Jahr sprechen u.a. folgende Referenten für Sie:

- Dr. Sumeet Gulati, EQT Partners
- Till Burges, HarbourVest Partners LLC
- Thorsten Gladiator, Commerzbank AG
- Torsten Grede, Deutsche Beteiligungs AG
- Norbert Loers, Neumayer Tekfor Holding GmbH

Stets aktuelle Informationen rund um die Tagung sowie das detaillierte Programm stehen unter [www.vc-pe.de](http://www.vc-pe.de) für Sie bereit. Fragen beantwortet gern Cynthia Tillmanns unter 02 11 / 96 86-35 48 oder [cynthia.tillmanns@euroforum.com](mailto:cynthia.tillmanns@euroforum.com).

15% Discount für BAI-Mitglieder

## **IX. BAI Forum Alternative Investments**

**29. September 2009**

**Neue Börse, Frankfurt**

Das BAI Forum Alternative Investments findet nun bereits zum neunten Mal statt. Diese sehr erfolgreiche Veranstaltung wird vom 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 in Kürze unter <http://www.forum-ai.com> oder beim BAI unter Tel.: +49 (0) 228 96987 0 bzw. per Email [info@bvai.de](mailto:info@bvai.de).

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 9 – Ausgabe 1

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

**VANAMELAND** UG (haftungsbeschränkt)

Markgrafenstraße 1a

51063 Köln

Tel. +49 - (0) 221 - 222 547 - 0

Fax +49 - (0) 221 - 222 547 - 47

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

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