
DIE UNSICHERHEIT AN DEN FINANZMÄRKTEN BELASTET ZUSEHENDS DIE BISLANG POSITIVE ENTWICKLUNG DES FINANZPLATZES LUXEMBURG

Es erscheint wie ein „Deja vu“ – glaubte man in Luxemburg noch zu Beginn des Jahres, die erst drei Jahre zurückliegende Sub Prime-Krise hinter sich gelassen zu haben, so erwies sich dies als folgenschwerer Irrtum. Erneut sieht sich Europa mit einer Finanzmarktkrise konfrontiert, die diesmal ihren Ausgang in der Staatsschuldenkrise der europäischen Peripheriestaaten nahm und die insbesondere Banken mit Portfolien an nationalen Staatsanleihen in ihren Sog zog. Als Reaktion hierauf kam es zu hohen Volatilitäten auf den Aktien-, Edelmetall- und Devisenmärkten sowie steigenden Risikoaufschlägen bei der Refinanzierung für die PIIG-Staaten. Sich wiederholende Downgradings einzelner europäischer Staaten und Banken förderten die Verunsicherung der Anleger zusehends und führten zu einer weiteren Flucht aus Staatsanleihen mit der Folge, dass die Marktturbulenzen weiter auf einzelne Euro-Kernländer überzugreifen begannen. Die EZB schaltete wieder in den Krisenmodus und begann mit umfangreichen Ankäufen von Staatsanleihen finanzschwacher Euro-Länder und Massnahmen zur Liquiditätsversorgung der europäischen Banken, um deren wachsende Refinanzierungsschwierigkeiten lindern zu helfen. Mittlerweile droht die Finanzmarktkrise auch die Realwirtschaft zu infizieren, während die Handlungsfähigkeit der Politik angesichts der Komplexität nur noch eingeschränkt erscheint.

Vor diesem mehr als beunruhigendem Hintergrund erstaunt es umso mehr, dass der Finanzplatz Luxemburg bislang noch relativ unbeschadet aus beiden Krisen hervorgegangen ist. Die Beibehaltung des Triple A für Luxemburg, eine schnelle Lösung für die von der Auflösung der Dexia-Gruppe betroffene luxemburgische Tochter und bislang noch zufriedenstellende operative Ergebnisse in der Banken- und Fondsindustrie unterlegten dies bis zum Ende des ersten Halbjahres 2011.

Wie schon bei der vorhergehenden Krise erreichten die Auswirkungen der Staatsschuldenkrise zuerst wieder die Finanzplätze mit starker Betonung des Investment Bankings. Mit der erneut wachsenden Verunsicherung weiter Anlegerkreise im Gefolge der Infizierung der Banken sieht sich jedoch auch der Finanzplatz Luxemburg mit seiner Konzentration auf das Private Banking, Fondsgeschäft und internationale Kreditadministrationsgeschäft zusehends mit den negativen Folgen dieser Krise konfrontiert. Erste Vorboten dieser Entwicklung sind zurückgehende Aktivitäten im Private Banking, beim Fondsabsatz, im Interbankenhandel, im internationalen Neukreditgeschäft sowie im Emissionsgeschäft der Pfandbriefbanken mit entsprechenden Auswirkungen auf das Zins- und Provisionsgeschäft.

Zur Unzeit droht die auch über Luxemburg hinweg gehende Regulierungswelle im Aufsichts- und Steuerrecht diese negative Entwicklung weiter zu verstärken. Insbesondere die neuen EU-Regelungen wie UCITS IV und V, AIFMD, MiFID II, CRD IV und US-FATCA führen in einem ersten Schritt zu deutlichen Kostenschüben durch die notwendigen Anpassungsmassnahmen in der IT-Architektur, den Prozessen und im Personalbereich sowie damit einhergehenden steigenden operationellen Risiken.

Vor diesem Hintergrund erklärt sich der zusätzliche Druck auf viele luxemburgischen Töchter zur Teilnahme am „Gesund schrumpfen“ der gesamten Gruppe durch die genauso betroffenen Mutterhäuser. Erkennbar wird dies bereits in zahlreichen Fällen an der den Luxemburger Töchtern vom Mutterhaus verordneten Konzentration auf Wachstumsmärkte, dem Verkauf von Unternehmensteilen bzw. Töchtern, dem Stopp weiterer Neugeschäftsaktivitäten bzw. dem Abbau risikogewichteter Aktiva sowie Umschichtungen der Asset-Strukturen (weg von Staatsanleihen), Kapitalherabführungen sowie Verschiebungen von Geschäftsaktivitäten in Luxemburg von rechtlich selbständigen Einheiten in Niederlassungen.

Angesichts dieser Entwicklung nimmt die Gefahr des „Umkippen“ der bislang positiven Ertragsentwicklung der luxemburgischen Banken und Fondsgesellschaften immer mehr zu.

Wenngleich auch noch das 3. Quartal d.J. bei den Banken eine positive Entwicklung von Zins- und Provisionsüberschuss zeigt, so dürften die oben angesprochenen negativen Entwicklungen sich doch in den Zahlen zum Jahresabschluss deutlicher niederschlagen. War schon das dritte Quartal von Sondereinflüssen im Zinsergebnis der Banken geprägt, dürften das anhaltend schlechte Zinsumfeld, die verstärkte Anlage überschüssiger Liquidität bei der EZB statt im profitableren Interbankenhandel sowie der fortschreitende Bilanzsummenabbau die weitere Entwicklung des Zinsergebnisses in Mitleidenschaft ziehen.

Das gleiche gilt für den Provisionsüberschuss, der privatkunden- wie auch fondsseitig unter der hohen Volatilität auf den Finanzmärkten zu leiden beginnt. Dass es überhaupt in den ersten drei Quartalen d.J. noch zu einem zufriedenstellenden Provisionsergebnis kam, war vor allem der volatilitätsbedingten kurzen Anlagedauer und erhöhten Hedging Transaktionen der Privat- und Fondskunden geschuldet.

Von ganz entscheidender Bedeutung für den diesjährigen Jahresüberschuss der Banken wird jedoch die weitere Entwicklung der Staatsschulden- und Bankenkrise sein, die die Ertragslage – eher weniger – Banken am Finanzplatz deutlich mehr belasten könnte und insgesamt im Vorjahresvergleich den kumulierten Jahresüberschuss aller Luxemburger Banken entsprechend negativ beeinflussen würde.

Als strukturelle Trends zeichnen sich ab, dass der Anteil und damit die Bedeutung der deutschen Banktöchter und Niederlassungen weiter schrumpfen wird. Schliessungen bzw. Abwicklungen (IKB, LBBW), noch ausstehende Verkäufe aufgrund von EU-Vorgaben (Eurohypo), bereits vollzogene oder anstehende Fusionen (DZ PB und WGZ) bzw. aufgrund von Doppel-/Mehrfachpräsenzen zu erwartende weitere Fusionen oder Verkäufe sowie letztendlich das Ausscheiden kleinerer Institute ohne zukunftssträchtigen Geschäftsmodell in Luxemburg liefern die Erklärung hierfür.

Auf der anderen Seite bahnt sich eine Verschiebung innerhalb der geographischen Herkunft der Banken an, wie die Errichtung des europäischen Hauptsitzes der chinesischen Industrial and Commercial Bank of China oder der Erwerb von KBL Private Bankers und der Dexia BIL durch das Emirat Katar beispielhaft zeigen. Auch wird der Rückgang der Anzahl der Banken durch das Auftreten neuer Marktteilnehmer wie Banken, die sich auf das Internet und Zahlungsprozesse (PayPal, Amazon) spezialisiert haben oder aber durch die Erweiterung der Geschäftspalette von Versicherungen hin zu Private Banking Aktivitäten, abgefedert,

Insgesamt lässt sich erahnen, dass die Kombination aus dem belastenden wirtschaftlichen Umfeld, der anhaltenden Regulierungswelle sowie dem weiteren Umgang mit den nicht deklarierten Geldern der Privatkunden entscheidend auf den zukünftigen Konsolidierungsprozess unter den luxemburgischen Banken Einfluss nehmen wird. Der Gruppe von tendenziell gefährdeten Banken - was ihre ökonomisch sinnvolle Existenz am Finanzplatz angeht - dürften die angehören, die ohne ein im Konzern fest verankertes Geschäftsmodell unterwegs sind, sich keine Kompetenznischen erarbeitet haben, über keinen ausgeglichenen Ertragsmix verfügen, es unterlassen oder zu spät Investitionen in die IT-Architektur vorgenommen oder mit abnehmender Profitabilität zu kämpfen haben.

Daher fällt der Überprüfung und Weiterentwicklung der Geschäftsmodelle zur Generierung von Wachstum eine kritische Rolle zu. Zu analysieren sind die Kostenentwicklung, die Nachhaltigkeit der Aktivitäten sowie deren Akzeptanz durch das Mutterhaus, aber auch durch die Märkte. In vielen Fällen erscheint die weitere Einbindung in die Konzernstrategie überlebenswichtig. Sich neu bietende Kompetenznischen wie die Verwaltung internationaler Kredite der Gruppe, Produktentwicklungen für die Gruppe, Strukturierungen von Deals bzw. intelligente Finanzierungen für Kunden der Mutter und eigene Kunden sowie eventuell die Begebung von Pfandbriefen zur Unterstützung der Refinanzierung der Gruppe eröffnen hier Möglichkeiten. Zusätzlich sind die Geschäftsmodelle fortwährend auf ihre Anfälligkeit hinsichtlich sich abzeichnender regulatorischer Änderungen zu überprüfen - und zwar hinsichtlich Wirtschaftlichkeit/Ertragssituation, Interessenkonflikte, Gebühren und Wettbewerbsposition, Vertriebsmodelle sowie Leistungsfähigkeit der IT, der Organisation und des Personals. Beispielhaft sei auf die beiden EU-Richtlinien AIFM und UCITS V hingewiesen, die im Bereich Depotbankfunktion zu deutlichen Mehranforderungen hinsichtlich Aufgaben, Verantwortung und Haftung führen werden sowie MiFID II, die als Entwurf beim Vertrieb mehr Gebührentransparenz und Änderungen der Provisionsstruktur für (unabhängige) Berater vorsehen.

Vor besonderen Anforderungen steht das Privatkundengeschäft der luxemburgischen Banken. Nach einem gelungenen Start ins neue Jahr 2011, welches wie schon das Vorjahr von leichten Mittelzuflüssen geprägt war, haben Staatsschulden- und Bankenkrise das mühsam aufgebaute Vertrauen der Anleger erneut erschüttert. Nach einer Studie der ABBL (Private Banking Group) belief sich das verwaltete Vermögen Ende 2010 auf etwa EUR 302 Mrd, wovon rund ein Drittel in Fonds angelegt ist. Positiv festzustellen ist, dass die strategische Neuausrichtung auf vermögende Privatkunden voranschreitet. So konnten insbesondere die Mittelzuflüsse durch vermögende Investoren, deren Anteil am verwalteten Vermögen der Privatkunden von 30 % in 2009 auf 40 % in 2010 anstieg, die anhaltende Abwanderung von Kleinanlegern kompensieren. Die Studie offenbart die

unverändert starke Abhängigkeit von Privatkunden aus den Nachbarstaaten, was sich wohl auch so schnell nicht ändern wird. Etwa 20% des verwalteten Vermögens sind in Aktien angelegt. Das diskretionäre Portfolio Management erreichte jedoch lediglich 12 % des verwalteten Vermögens, während der Anteil von „execution only“ ca. 63 % des verwalteten Vermögens ausmacht. Diese Entwicklung ist nicht unproblematisch für die Entwicklung der Cost/Income Ratio, so dass verstärkte Anstrengungen eine Steigerung des Anteils der Vermögensverwaltungsmandate zum Ziel haben muss. Vor dem Hintergrund der Kursverluste auf den Aktien- und zum Teil Rentenmärkten kann wohl davon ausgegangen, dass bei Ausbleiben nennenswerter Mittelzuflüsse in 2011 kein bedeutsamer Anstieg der in Luxemburg verwalteten Vermögen zu erwarten ist. Bei Anhalten der Krise sind negative Auswirkungen auf bestands- wie auch transaktionsbezogene Gebühren nicht mehr auszuschließen. Ertragsbelastend kommen auch hier zusätzliche Investitionen in Risikomanagement, Compliance, Steuer-Know how, IT, Prozesse und Schulung der Mitarbeiter hinzu.

Neben der Erweiterung des geographischen Akquisitionsradius, dem gezielten Ausbau der Produkt- und Leistungspalette, einer Anpassung der Gebührenmodelle an veränderte regulatorische und Marktbedingungen kommt einer Reflexion über Wertewandel und den Gründen für das schwindende Anlegervertrauen eine sehr wichtige Rolle zu. Hierzu gehören, der steigenden Akzeptanz der Privatkunden für eine Re-Legalisierung verstärkt Rechnung zu tragen, die verstärkte Nachfrage nach Produkten mit Nachhaltigkeitswert für Stiftungen, Kirchen und Staatfonds sowie nach Produkten mit Wertsicherung und transparenten und einfach liquidierbaren Produkten besser zu befriedigen, das Erfordernis einer zunehmenden Beratungsintensität aufgrund der volatilen Märkte sowie mehr Transparenz in der Gebührenstruktur.

Besonders gefordert sind die im Privatkundengeschäft in Luxemburg tätigen Institute durch den spürbaren Paradigmenwechsel im Umgang mit (steuerlich) nicht deklarierten Vermögen durch den unverändert anhaltenden Druck auf das Bankgeheimnis. Der Übergang zu einer Weissgeld-Strategie gilt als unausweichlich. Der Schock, hervorgerufen durch das Auftauchen einer „Steuer-CD“ mit Namen luxemburgischer Privatkunden mit allen seinen negativen Konsequenzen für die betroffenen Anleger, Berater aber auch den Finanzplatz selbst, hat dies nur zu deutlich gemacht. Hinzu kommt der anhaltende Druck der OECD, der EU-Kommission aber zunehmend mehr der krisengeschüttelten Länder, undeklarierte Vermögen von Privatkunden rückwirkend und zukünftig der Besteuerung in ihren Heimatländern zu unterwerfen. Dass dieser Übergang zu einer Weissgeld-Strategie nicht nur den Privatkunden Geld kostet, sondern auch die einzelnen Privatbanken, liegt auf der Hand. So ist anfänglich mit weiteren Mittelabflüssen kleiner und mittlerer Privatkunden (Kontoauflösung, Zahlung der Steuerschuld) sowie einem Rückgang der Margen (an deklarierten Konten verdient man in der Regel weniger) zu rechnen. Durch die Hinorientierung zu vermögenden Kunden werden die (operationellen) Risiken wegen der wachsenden Komplexität in der Beratung wachsen und die Kosten wegen der höheren Anforderungen an Compliance, Risk Management, IT, Abwicklung, Kundenreporting und Qualität der Mitarbeiter steigen. Die Folge dürfte kurz- bis mittelfristig eine Verschlechterung der Cost/Income Ratio sein.

Die Konsolidierung im Private Banking, die auf europäischer Ebene bereits im Gang ist, erscheint vor diesem Hintergrund auch in Luxemburg unausweichlich. Insbesondere

kleinere Institute mit einem fehlenden nachhaltigen Geschäftsmodell im Umgang mit der Steuerproblematik bei nicht deklarierten Vermögen und mangelnder Ertragsdiversifikation könnten bei Anhalten des Vertrauensverlustes der Anleger – unterstellt, dass regulatorisch bedingt die Kosten weiter steigen und die Margen durch die Ausrichtung auf die neue Kundenstruktur sinken - zu den ersten Opfern dieser Entwicklung gehören.

Grundsätzlich liegt es im Interesse der Luxemburger Privatbanken, dass auch für ihre Privatkunden schon bald eine verlässliche Zukunftslösung für den Umgang (steuerlich) mit nicht deklarierten Vermögen gefunden wird, um zu vermeiden dass es zu weiteren Abflüssen von Privatkundengeldern kommt. Sicherlich bietet sich hier ein dem Steuer-Abkommen zwischen der Schweiz und Deutschland ähnliches Rahmenwerk an. Ob dies jedoch derzeit politisch in Deutschland und Brüssel durchsetzbar ist, erscheint vor dem Hintergrund der sich abzeichnenden Schwierigkeiten für das Schweiz-Deutsche Abkommen sehr zweifelhaft.

Der Private Banking Platz Luxemburg hat sicherlich noch einen beschwerlichen Weg vor sich, seine Attraktivität für vermögende bzw. sehr vermögende Kunden in diesem schwierigen Umfeld bei gleichzeitig wachsendem Wettbewerb mit rivalisierenden Standorten wie die Schweiz, Singapur oder Hongkong erfolgreich unter Beweis zu stellen. Neue Massnahmen zur Verbesserung der Wahrnehmung Luxemburgs als wahrhaft internationaler Private Banking Platz sind daher notwendig und zum Teil auch schon in der Planung, wie zB Luxemburg als Standort für Family Offices attraktiver zu gestalten, den Ausbau der Vermögensverwaltung für Institutionelle oder die Schaffung neuer Strukturen wie Trusts/Stiftungen für die erleichterte Vermögensplanung.

Seit 2008, dem Ausbruch der Bankenkrise, befindet sich das Pfandbriefgeschäft europaweit im Rückwärtsgang. Entsprechend sank in Luxemburg das Volumen ausstehender Pfandbriefe (Lettres de Gage) der unverändert fünf Pfandbriefbanken von EUR 36,3 Mrd in 2008 auf EUR 28,6 Mrd zum September 2011. Damit reduziert sich der Anteil luxemburgischer Pfandbriefe am gesamten europäischen Covered Bond Markt auf kaum noch wahrnehmbare 1,2 %. Mit eine Rolle hierfür spielte die bislang einseitige Ausrichtung auf den öffentlichen Pfandbrief, der besonders von der Qualitätsverschlechterung der Staatsrisiken betroffen ist aber auch die Tatsache, dass aufgrund von Konzernvorgaben (bzw. EU-Vorgaben) drei der fünf Pfandbriefbanken praktisch ihr Neukreditgeschäft und damit ihre Emissionstätigkeit, bis auf den Ersatz auslaufender Pfandbriefe, einstellten. Zudem bleibt abzuwarten, was nach der Zerschlagung der Dexia Gruppe aus der luxemburgischen Pfandbrieftochter wird. In Anbetracht dieser Entwicklung wird verständlich, dass die Regierung bemüht ist, das Pfandbriefgeschäft durch eine Gesetzesinitiative wieder zu beleben. Hoffnung auf eine Wiederbelebung des Pfandbriefgeschäfts weckt zudem die Erwartung, dass Staaten auch weiterhin sich refinanzieren müssen und dabei auf den bewährten Pfandbrief zurückgreifen und der Pfandbrief durchaus eine interessante zusätzliche langfristige Refinanzierungsquelle für Banken darstellt. Letzteres dürfte schon bald zum Eintritt neuer Player in den luxemburgischen Pfandbriefmarkt führen. Bleibt nur noch abzuwarten wie die zukünftige regulatorische Behandlung von Staatsanleihen sowie der Covered Bonds unter der CRD IV aussehen wird.

Noch Ende 2010 schien es, als hätte die Fondsindustrie die 2008-Krise erfolgreich hinter sich gelassen. Die verwalteten Vermögen waren wieder auf dem Niveau vor Beginn der Sub Prime Krise. Sprudelnde Bestands-, Transaktions- und Performance Fees hellten die Ertragslagen der Fondsgesellschaften in Luxemburg beachtlich auf. Luxemburg konnte der Krise zum Trotz seine dominante Stellung innerhalb Europas als grösster Fondsadministrationsstandort sogar noch weiter auf einen Marktanteil von 31,4 % bei UCITS und unter Einbeziehung der Nicht-UCITS von 27 % ausbauen. Ab Mitte des laufenden Jahres führte das Übergreifen der Staatsschuldenkrise auf die Banken zu einer erneuten tiefgreifenden Verunsicherung der Anleger mit der Folge, dass im Zeitraum ab Juni 2011 bis September 2011 das verwaltete Fondsvermögen um EUR 187 Mrd abschmolz. Hiervon stellten EUR 35 Mrd Nettomittelabflüsse und EUR 152 Mrd Kursveränderungen dar. Es zeigt sich einmal mehr, dass auch das von der Luxemburger Fondsindustrie verwaltete Vermögen im Rhythmus der sich in immer kürzeren Abständen wiederholenden Krisen mit schwingt. Entsprechend verhält es sich mit den Erträgen der Fondsgesellschaften, die sich im Sinkflug befinden. Die Fondsindustrie befindet sich nicht länger mehr in der „comfort zone“.

Gemessen an der Fondsaufgabe wurde das Wachstum bislang ganz überwiegend von den Spezialfonds getragen. Deren Neuaufgabe stieg im Zeitraum von Ende 2008 bis September 2011 um (saldiert um Schliessungen) 503 Fonds mit einem Volumen von EUR 99 Mrd, verglichen mit 32 neuen UCITS-Fonds mit einem Volumen von EUR 431 Mrd. Betrachtet man jedoch die Zahlen für Neuaufgaben und Schliessungen getrennt wird erkennbar, dass die Branche diese Zeit vor allem zur Bereinigung ihrer Fondspalette genutzt hat.

Damit bewegt sich Luxemburg im Gleichklang mit der europäischen Fondsindustrie, die neben dem Börsenaufschwung ebenfalls von dem Anlagehunger der institutionellen Anleger profitierte. Als Sorgenkind entpuppt sich auch hier zusehends das Retailgeschäft, vor allem in Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien.

Neben den krisenbedingten Auswirkungen, die das Wachstum der verwalteten Fondsvermögen hemmt, kommen – auch hier zur Unzeit – gewaltige aufsichtsrechtliche Neuerungen auf die Branche zu. Dies sind insbesondere UCITS IV, AIFMD, MiFID II, EMIR und CDS. Während die ersten zwei Direktiven vor allem bei kleineren und mittleren Fondsgesellschaften zu hohem Anpassungsdruck beim Risk Management, Compliance, Innenrevision, dem Umgang mit Interessenkonflikten, Auslagerungskontrollen, Bewertung und Transparenz gegenüber Aufsichtsbehörden und Anlegern führen, werden MiFID II die zukünftigen Vertriebsmodelle der Fondsindustrie, EMIR die Abwicklung des OTC-Derivatehandels sowie CDS (short selling) die Anlagepolitik der Portfolio Manager beeinflussen. Nimmt man die administrativen Auswirkungen im Zusammenhang mit der Umsetzung der US-FATCA mit hinzu, wird klar, dass diese Neuerungen entscheidende Auswirkungen auf die zukünftige Geschäftsstrategie und Rentabilität der Fondsgesellschaften haben werden.

Wie für die Banken gilt auch für die Fondsgesellschaften, dass ein Anhalten der Volatilitäten auf den Finanzmärkten und die regulierungsinduzierten Kosten den Konsolidierungsprozess unter den knapp 400 Fondsgesellschaften in Luxemburg beschleunigen werden.

Um dem verschärften Wettbewerb zwischen alten und neuen Fondsstandorten zu begegnen, hat die luxemburgische Fondsindustrie einen Massnahmenkatalog erstellt mit dem Ziel, den Fondsstandort auch weiterhin attraktiv zu gestalten. Hierunter fallen Massnahmen wie die Modifizierung des Spezialfondsgesetzes mit dem Ziel einer Annäherung an einzelne Bestimmungen der AIFMD und UCITS IV, die Einführung neuer Vehikel wie die Limited Partnership oder der Ausbau von Aktivitäten im Private Equity und Real Estate Bereich.

Ein erster Blick auf die Auswirkungen der Einführung von UCITS IV auf den Luxemburger Fondsstandort zeigt, dass sich positive wie negative Effekte derzeit noch in etwa die Waage halten. So zeichnet sich ab, dass die von Luxemburg lange abgelehnte Einführung des EU-Management Passes nicht zu dem befürchteten Abzug von Fondsgesellschaften aus Luxemburg führen wird. Im Gegenteil ist eher davon auszugehen, dass gerade kleinere Fondsgesellschaften zur Zentralisierung administrativer Tätigkeiten in Luxemburg neigen. Grössere internationale Fondsgesellschaften werden Luxemburg zum Hub für die Auflegung komplexer und steuerlich ausgerichteter Fonds und für den weltweiten Vertrieb weiter ausbauen. Nennenswerte Aktivitäten bei Master Feeder Strukturen oder grenzüberschreitenden Fusionen finden – steuerlich bedingt – derzeit noch nicht statt.

Um die sich aus der AIFMD bietenden Geschäftsmöglichkeiten zu nutzen, bedarf es noch einer weiteren Anpassung der Infrastruktur auf die Bedürfnisse der AIF. Grundsätzlich ist jedoch zu erwarten, dass über die AIFMD zusätzliche Domizilierungs- und Administrationsaktivitäten weg von den Off shore-Plätzen nach Luxemburg kommen werden. Zudem erscheint es durchaus realistisch, dass Luxemburg sich ähnlich wie für die UCITS zum grenzüberschreitenden Vertriebs- und Verwaltungshub für alternative Fonds entwickelt. Nicht übersehen werden sollte aber, dass in Irland aufgrund seiner langjährigen Erfahrung im Hedge Fonds-Geschäft, ein ernsthafter Rivale im Geschäft mit alternativen Investments entstehen wird. Hinzu kommt, dass die Off shore-Plätze wie Cayman Islands und BVI versuchen werden, Anschluss an die aufsichtsrechtlichen Entwicklungen in Europa zu halten, um ihr Geschäft zu schützen