

Die Kontrolle von Hedgefonds

Von

Christian Wentrup



Duncker & Humblot • Berlin

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	29
B. Begriffsbestimmungen	32
1. Single-Hedgefonds	32
1. Ursprung	33
2. Typische Merkmale	35
a) Ertragsziel	35
b) Anlageinstrumente	36
aa) Derivate	36
bb) Leerverkäufe	37
cc) Leverage	39
(1) Leverage durch Kreditaufnahme	40
(2) Leverage durch Derivate	41
(3) Leverage durch Leerverkäufe	42
(4) Leverageausmaß	42
dd) Kurzfristigkeit	43
c) Fondsmanager und Vergütungssystem	44
d) Anlagesummen und Anteilsrückgabe	45
e) Regulierungsdichte und Transparenz	45
3. Abgrenzung zu benachbarten Anlageformen	47
4. Rechtliche Begriffe	49
a) Deutschland	49
aa) Einführung	49
bb) Grundsatz der Risikomischung	51
cc) Zulässige Vermögensgegenstände	55
dd) Befugnis zu Leverage oder Leerverkäufen	59
b) USA	59
II. Dach-Hedgefonds	62
1. Allgemeine Definition und typische Merkmale	62
2. Rechtliche Begriffe	63
a) Deutschland	63
b) USA	65

III. Zertifikate und Managed Accounts.	65
1. Zertifikate	66
2. Managed Accounts	67
C. Tatsächliche Grundlagen	68
I. Branchenüberblick	68
1. Datenmaterial	68
2. Anzahl und verwaltetes Vermögen	69
3. Anlegerschaft	71
4. Börsennotierungen	72
II. Anlagestrategien	73
1. Marktorientierte Strategien (directional, opportunistic)	74
2. Marktneutrale Strategien (market neutral, arbitrage, relative value).	75
3. Ereignisorientierte Strategien (event driven)	76
4. Multistrategie-Hedgefonds	77
III. Strukturen	77
1. Fondsgesellschaft	78
2. Fondsmanager	78
3. Fondsadministrator	79
4. Primebroker	79
5. Depotbank	80
D. Nutzen und Risiken von Hedgefonds	81
I. Nutzen und Risiken für Finanzmärkte	81
1. Nutzen	82
a) Informationseffizienz	82
b) Marktliquidität	84
c) Volatilität	86
d) Risikoarbitrage	88
e) Marktvervollständigung und -disziplinierung	89
2. Risiken	90
a) Systemische Risiken durch Hedgefondskrisen	90
aa) Systemisches Risiko als Untersuchungsgegenstand	90
bb) Krise eines oder mehrerer Hedgefonds	92
(1) Der Fall LTCM	92
(2) Risiken für Hedgefonds	93

cc) Ausbreitung über Gegenparteien, insbesondere Primebroker.	98
dd) Ausbreitung über Märkte.	100
b) Sonstige Risiken durch normale Hedgefondsaktivitäten.	102
c) Missbrauchsrisiken.	104
aa) Insidergeschäfte.	104
(1) Deutschland.	104
(2) USA.	107
bb) Marktmanipulationen.	110
(1) Währungs- und Liquiditätskrisen der 1990er Jahre.	110
(2) Derzeitige Marktmanipulationen.	111
(a) Überblick.	111
(b) Leerverkäufe.	114
(aa) Deutschland.	114
(bb) USA.	117
cc) Kollusion.	120
II. Nutzen und Risiken für Anleger.	122
1. Single-Hedgefonds.	122
a) Nutzen.	122
aa) Rendite-Risiko-Eigenschaften.	123
(1) Rendite.	123
(2) Risiko.	125
(3) Beständigkeit.	129
bb) Diversifikationspotential.	129
b) Weitere Risiken.	131
2. Dach-Hedgefonds.	134
3. Zertifikate.	136
4. Managed Accounts.	137
III. Hedgefonds als aktivistische Aktionäre.	138
1. Untersuchungsgegenstand.	138
2. Typische Vorgehensweise.	140
a) Ziel und Mittel.	141
b) Durchführung.	142
3. Ökonomische Bewertung.	143
a) Auswirkungen auf die übrigen Aktionäre.	143
aa) Ausgangspunkt.	143

bb) Mögliche Interessenkonflikte	145
(1) Kurzfristiger Anlagehorizont	146
(2) Entkoppelungsfälle	147
cc) Empirische Befunde	149
b) Auswirkungen auf andere interessierte Gruppen	150
c) Offene Gesamtbewertung	150
4. Möglichkeiten und Grenzen der Einflussnahme	150
a) Ausübung von Verwaltungsrechten in der Hauptversammlung	151
aa) Ausgangspunkt	151
bb) Keine Einschränkungen durch Stakeholder-Interessen	154
cc) Bestehende Schranken	155
b) Einflussnahme außerhalb der Hauptversammlung	157
E. Rechtsvergleich	159
I. Einführung	159
1. Deutschland	159
a) Grundstruktur der Regelung	159
aa) Hedgefonds nach dem Investmentgesetz	159
bb) Hedgefonds außerhalb des Investmentgesetzes	161
b) Europäische Vorgaben	162
aa) OGAW-Richtlinie	163
bb) MiFID	163
(1) Hedgefondsmanager	164
(2) Vertriebsintermediäre	164
cc) Weitere Richtlinien	165
2. USA	167
a) Grundstruktur der Regelung	167
b) Keine „investment Company“	168
c) Keine „reporting Company“	172
II. Mögliche Rechtsformen	173
1. Deutschland	173
a) Sondervermögen einer Kapitalanlagegesellschaft	173
b) Investmentaktiengesellschaft	175
c) Wahl der Rechtsform	177
2. USA	178
a) Limited Partnership	178
b) Limited Liability Company	179

c) Business Trust	179
d) Offshore-Gesellschaften	179
III. Zulassungsverfahren	180
1. Deutschland	180
a) Mindestkapital	180
b) Geschäftsleiterqualifikation	181
c) Vertrags- und Anlagebedingungen / Satzung	182
2. USA	184
a) Keine Registrierung als „dealer“	184
b) Registrierung als „investment adviser“	185
aa) Private Adviser Exemption	185
bb) Hedge Fund Rule und Goldstein v. SEC	187
cc) Registrierungsverfahren	189
c) Registrierung als CPO oder CTA	191
aa) Commodity Pool Operator (CPO)	192
(1) Registrierungspflicht	192
(2) Ausnahmen	192
bb) Commodity Trading Advisor (CTA)	193
(1) Registrierungspflicht	193
(2) Ausnahmen	194
IV Verhaltens- und Organisationspflichten	195
1. Verhaltenspflichten	195
a) Allgemeine Verhaltenspflichten	195
aa) Deutschland	195
bb) USA	196
b) Interessenkonflikte	201
aa) Deutschland	201
bb) USA	201
c) Bewertung des Fondsvermögens	202
aa) Deutschland	202
bb) USA	203
d) Buchführungs- und Dokumentationspflichten	204
aa) Deutschland	204
bb) USA	204
(1) Rule 204-2 zum IAA	204
(2) CPOs/CTAs	205

2. Organisationspflichten	205
a) Allgemeine Organisationspflichten	205
aa) Deutschland	205
bb) USA	206
b) Depotbankaufgaben	207
aa) Deutschland	207
bb) USA	207
c) Auslagerungen	208
aa) Deutschland	208
bb) USA	209
3. Besondere Vertragsgestaltungen	209
a) Side letters	209
aa) Deutschland	209
bb) USA	210
b) Anteilsrückgaberecht	210
aa) Deutschland	210
bb) USA	211
c) Vergütung des Fondsmanagers	211
aa) Deutschland	211
bb) USA	211
V Vertrieb	213
1. Deutschland	213
a) Inländische Single-Hedgefonds	213
b) Inländische Dach-Hedgefonds	217
c) Ausländische Hedgefonds	218
2. USA	220
a) Inländische Hedgefonds	220
aa) Securities Act	221
(1) Section 4(2) SA	221
(2) Regulation D	222
(a) Einführung	222
(b) Accredited Investors	223
(c) Form D	226
(d) Werbeverbot	226
(e) Offering Memorandum	227
bb) CFTC Rules	228
cc) Section 206 IAA	230
dd) Vorschriften zur Geldwäsche- und Terrorismusbekämpfung	232
b) Ausländische Hedgefonds	232

VI. Anlagebeschränkungen	233
1. Deutschland	233
a) Single-Hedgefonds	233
aa) Anlagegegenstände	233
bb) Leverage und Leerverkäufe	234
b) Dach-Hedgefonds	237
aa) Anlagegegenstände	237
bb) Leverage und Leerverkäufe	239
2. USA	240
a) Anlagegegenstände	240
b) Leverage und Leerverkäufe	241
VII. Institutionelle Anleger	241
1. Deutschland	242
2. USA	244
VIII. Offenlegungspflichten	246
1. Deutschland	246
a) Periodische Berichtspflichten	246
b) Ausgabe- und Rücknahmepreise	248
2. USA	249
a) Regelmäßige Offenlegungspflichten	249
aa) Annual Financial Statements (IAA)	249
bb) Account Statements, Annual Reports (CPO)	250
b) Sonstige Offenlegungspflichten	251
IX. Beteiligungserwerb	252
1. Beteiligungstransparenz	252
a) Deutschland	252
b) USA	255
aa) Section 13 SEA	256
(1) Section 13(d) SEA	256
(2) Section 13(g) SEA	258
(a) Qualifizierte institutionelle Investoren	258
(b) Passive Investoren	259
(3) Section 13(f) SEA	260
bb) Section 16 SEA	260
cc) Hart-Scott-Rodino Act	263
2. Pflichtangebot	264
a) Deutschland	264
b) USA	266

3. Zurechnung aufgrund abgestimmten Verhaltens	267
a) Deutschland	267
aa) Abgestimmtes Verhalten	267
bb) Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft	268
(1) Abgestimmter Parallelerwerb	268
(2) Vorgänge im Aufsichtsrat	269
(3) Wahlen zum Aufsichtsrat	270
cc) Einzelfallprivileg	270
b) USA	271
4. Stimmrechtsausübung	273
a) Deutschland	273
b) USA	273
X. Zusammenfassung der wesentlichen Unterschiede	274
1. Anlegerschaft und Vertrieb	274
2. Zulassungs- und Offenlegungspflichten	275
3. Verhaltens- und Organisationspflichten	276
4. Anlagebeschränkungen	277
5. Beteiligungserwerb	278
6. Ergebnis	279
F. Leitlinien einer Kontrolle	280
I. Einführung	280
II. Auswahl bestehender Kontrollansätze	280
1. Internationale Einrichtungen	280
a) BCBS/IOSCO	281
b) FSF	282
c) G7/G8	284
2. Vereinigte Staaten	285
a) Regierung und Kongress	285
b) Aufsichtsbehörden	287
3. Europäische Union	288
a) Kommission	288
b) Rat	290
c) Parlament	291
d) ECB	291

4. Deutschland	292
a) Internationale Initiative	292
b) Risikobegrenzungsgesetz	293
c) Aufsichtsbehörden	294
5. Initiativen des privaten Sektors	295
III. Entwicklung von Leitlinien	296
1. Kontrollziele	296
2. Systemische Risiken	298
a) Risikoeinschätzung	298
b) Kontrollansätze	299
aa) Direkte Ansätze	299
bb) Indirekte Ansätze	300
cc) Marktdisziplin	301
c) Kontrollmaßnahmen	302
aa) Risikomanagement	302
bb) Leverage	304
cc) Transparenz	305
3. Operationelle Risiken	309
4. Missbrauchsrisiken	310
5. Anlegerschutz	312
a) Single-Hedgefonds	312
b) Dach-Hedgefonds	314
c) Zertifikate	314
6. Aktivistische Hedgefonds	317
G. Zusammenfassung in Thesen	322
I. Begriffsbestimmungen	322
II. Tatsächliche Grundlagen	325
III. Nutzen und Risiken von Hedgefonds	325
1. Nutzen und Risiken für Finanzmärkte	326
2. Nutzen und Risiken für Anleger	327
3. Hedgefonds als aktivistische Aktionäre	328
IV Rechtsvergleich	329
V Leitlinien einer Kontrolle	330
1. Kontrollziele	330
2. Systemische Risiken	330

3. Operationelle und Missbrauchsrisiken	331
4. Anlegerschutz	332
5. Aktivistische Hedgefonds	332
Literaturverzeichnis	334
Sachregister	387