

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	7
Abkürzungsverzeichnis	19
Einleitung	25
1. Teil: Grundlagen	29
1. Kapitel: Hedgefonds – Begriff, Bedeutung, Funktionsweise und Entwicklung	31
I. Der Begriff Hedgefonds	31
1. Grundlagen	31
2. Die Genese des Begriffs „Hedgefonds“	32
3. „Hedgefonds“ als Typusbegriff der Finanzmarktpraxis	34
a) Das Anlageziel von Hedgefonds	35
b) Die Anlageobjekte und Anlagetechniken von Hedgefonds	35
c) Die Anlagestrategien von Hedgefonds	36
d) Das Fondsmanagement von Hedgefonds	38
aa) Die Bedeutung des Fondsmanagements	38
bb) Die Vergütung des Fondsmanagements	39
cc) Die Eigenbeteiligung der Fondsmanager am Fondsvermögen	41
dd) Die Transparenz der Anlageentscheidungen des Fondsmanagements	42
e) Die Kapitalanlage der Investoren	43
aa) Mindestanlagebeträge	43
bb) Die Bindung der Investoren an ihre Kapitalanlage	43
II. Die Anlagestrategien von Hedgefonds im Einzelnen	44
1. Marktneutrale Anlagestrategien (auch: <i>Relative Value</i> /Arbitrage – Anlagestrategien)	45
2. Ereignisgetriebene Anlagestrategien (auch: <i>Event-Driven</i> – Strategien)	47
3. Opportunistische Anlagestrategien	48
III. Die Anlageobjekte und Anlagetechniken von Hedgefonds im Einzelnen	49
1. Leerverkäufe	49
2. Derivative Finanzinstrumente	51

3.	Fremdfinanzierte Investitionen	51
4.	Die Hebelwirkung (leverage) bei Investitionen von Hedgefonds	52
	a) Der Begriff der Hebelwirkung	52
	b) Die Erzeugung der Hebelwirkung	53
	c) Die wirtschaftliche Bedeutung der Hebelwirkung	54
	d) Beschränkungen der Hebelwirkung	55
IV.	Die Struktur von Hedgefonds	56
	1. Determinanten der Struktur von Hedgefonds	56
	2. Besondere Gestaltungsformen von Hedgefonds	58
	a) Dach-Hedgefonds	58
	b) Managed Accounts	59
	c) Master-Feeder-Fonds	60
V.	Das externe Beziehungsgeflecht von Hedgefonds	60
	1. Verwahrstellen	60
	2. Prime Broker	61
	3. Wertpapierhändler (<i>Executing Broker</i>)	63
	4. Fondsadministratoren	64
VI.	Die Entwicklung der Hedgefonds-Branche	65
	1. Historischer Überblick	65
	2. Die Erfolgsursachen der Hedgefonds-Branche	66
	a) Die Risiko-Rendite-Struktur von Hedgefonds	66
	b) Schwache Korrelation mit anderen Kapitalanlagen	69
2. Kapitel Hedgefonds im Lichte der Regelungsziele des Finanzmarktrechts		71
I.	Der normative Maßstab der Regulierungsbedürftigkeit von Hedgefonds	71
II.	Die Regulierungsziele des Finanzmarktrechts und ihr Verhältnis zur normativen ökonomischen Regulierungstheorie	72
III.	Hedgefonds im Lichte des Regulierungsziels „Anlegerschutz“	74
	1. Anlegerinteressen und deren Gefährdungen bei Investitionen in Hedgefonds	76
	a) Das Substanzerhaltungs- und Ertragsinteresse der Anleger	77
	b) Das Liquiditätsinteresse der Anleger	78
	c) Das Abwicklungs- und Verwaltungsinteresse der Anleger	79
	d) Das Konditioneninteresse der Anleger	81
	e) Das Informationsinteresse der Anleger	82
	2. Der Bedarf staatlicher Regulierung zum Schutz von Anlegerinteressen bei Investitionen in Hedgefonds	83
	a) Die Regulierungsfreiheit als Ausgangspunkt	83
	b) Die Regulierungsbedürftigkeit von Hedgefonds zum Schutze der Anleger im Licht der normativen Regulierungstheorie	85

aa)	Die Statuierung von Informationspflichten als Reaktion auf Informationsasymmetrien	86
bb)	Regulierungsmaßnahmen jenseits von Informationspflichten	90
(1)	Substantielle Regulierung von Investmentvehikeln als gesetzgeberische Reaktion auf rationale Ignoranz der Investoren	91
(2)	Substantielle Regulierung von Investmentvehikeln zur Reduktion von Agenturkosten	93
(a)	Regulatorische Begrenzungen des Agenturverhältnisses	97
(b)	Inzentivierung des Agenten	99
(c)	Reduktion verbleibender Agenturkosten	100
(aa)	Reduktion von Auswahlkosten durch Marktzugangsbeschränkungen	100
(bb)	Reduktion von Überwachungskosten durch Einschaltung von Kontrollagenten	102
c)	Anlegerschutzkonzeptionen jenseits der Eigenverantwortlichkeit der Anleger	104
aa)	Anlegerschutz als Schutz des Gemeinwesens vor individuellem Ruin durch eigenverantwortliche Anlageentscheidungen	105
bb)	Anlegerschutz als Schutz der Anleger „vor sich selbst“	105
IV.	Hedgefonds im Lichte des finanzmarktrechtlichen Regelungsziels Schutz der Funktionsfähigkeit von Finanzmärkten	107
1.	Finanzmarktfunktionen	107
2.	Auswirkungen von Hedgefonds auf die Funktionsfähigkeit von Finanzmärkten	109
a)	Positive Auswirkungen von Hedgefonds auf die Funktionsfähigkeit von Finanzmärkten	110
b)	Negative Auswirkungen von Hedgefonds auf die Funktionsfähigkeit von Finanzmärkten	110
aa)	Negative Auswirkungen durch manipulative Handelsaktivitäten	111
bb)	Sonstige negative Auswirkungen von Hedgefonds	112
(1)	Volatilitätserhöhung durch Hedgefonds	112
(2)	Gefährdung der Finanzmarktintegrität durch Konzentration von Marktpositionen	114
(3)	Leerverkäufe	115
V.	Hedgefonds und der Schutz vor systemischen Risiken im Finanzsektor	119
1.	Die Regulierungsbedürftigkeit von Hedgefonds zum Schutz vor systemischen Risiken im Lichte der Bankenregulierung	120

a)	Elemente der theoretischen Begründung der Regulierungsbedürftigkeit von Banken zum Schutz vor systemischen Risiken	121
aa)	Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Bankensektors	121
bb)	Die inhärente Fragilität des Bankgeschäfts	121
cc)	Die Transmission einer Bankenkrise auf den Finanzsektor	122
b)	Die Relevanz der Entstehung und Wirkungsweisen systemischer Risiken im Bankensektor für Hedgefonds	123
aa)	Inhärente Fragilität von Hedgefonds ?	123
bb)	Transmission von Hedgefonds-Krisen auf das Finanzsystem	124
(1)	Transmission durch Auslösung eines „runs“ auf weitere Hedgefonds	124
(2)	Transmission von Hedgefonds-Krisen über Vertragsbeziehungen zu anderen Finanzmarktakteuren	125
(3)	Transmission von Hedgefonds-Krisen über Finanzmärkte	125
2.	Die LTCM-Krise von 1998 als Anschauungsbeispiel für die Regulierungsbedürftigkeit von Hedgefonds zum Schutz vor systemischen Risiken	128
a)	Der Ablauf der LTCM-Krise	128
b)	Regulatorische Reaktionen im Gefolge der LTCM-Krise	130
aa)	President's Working Group on Financial Markets	131
bb)	Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht	132
cc)	International Organization of Securities Commissions (IOSCO)	133
dd)	Der Bericht des Financial Stability Forum	133
ee)	Resümee der regulatorischen Reaktionen auf die LTCM-Krise	134
c)	Selbstregulierungsinitiativen seit der LTCM-Krise	135
aa)	Managed Funds Association	135
bb)	President's Working Group Committees	135
cc)	AIMA Sound Practices	136
dd)	Hedge Fund Working Group	136
d)	Neuere Regulierungsinitiativen	137
aa)	Internationale Regulierungsinitiativen	137
bb)	Europäische Regulierungsinitiativen	137
3.	Bedarf einer Regulierung von Hedgefonds zum Schutze der Stabilität des Finanzsektors	139
a)	Der Kreis systemisch relevanter Hedgefonds	139
b)	Regulierungsoptionen	141
VI.	Zusammenfassung	145

2. Teil:	Die Regulierung von Hedgefonds in Deutschland vor dem Investmentmodernisierungsgesetz	141
I.	Die Errichtung eines Hedgefonds nach deutschem Recht	143
1.	Die Errichtung eines deutschen Hedgefonds im Rahmen des KAGG	149
2.	Die Errichtung eines deutschen Hedgefonds außerhalb des KAGG	151
a)	Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen	152
b)	Steuerrechtliche Rahmenbedingungen	153
c)	Bankaufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen	155
II.	Rechtliche Rahmenbedingungen der Direktinvestition in Hedgefonds	161
1.	Der Vertrieb von Anteilen an ausländischen Hedgefonds in Deutschland	161
2.	Die steuerrechtliche Behandlung der Investition in ausländische Hedgefonds	164
a)	Die steuerrechtliche Behandlung der Investition in sog. weiße Auslandsfonds	164
b)	Die steuerrechtliche Behandlung der Investition in sog. graue Auslandsfonds	165
c)	Die steuerrechtliche Behandlung der Investition in sog. schwarze Auslandsfonds	166
III.	Hedgefonds-bezogene Kapitalanlageprodukte (insbes. „Hedgefonds-Zertifikate“)	169
1.	Grundlagen	169
2.	Hedgefonds-Zertifikate im Lichte der Regelungsziele des Finanzmarktrechts	172
a)	Die Information der Anleger bei Hedgefonds-Zertifikaten	172
aa)	Prospekterfordernis und Prospektinhalt bei Hedgefonds-Zertifikaten	173
bb)	Information bei Finanztermingeschäften (§ 37d WpHG a.F.)	175
cc)	Gesetzliche und vertragliche Aufklärungspflichten	180
b)	Substantielle Regulierung von Hedgefonds-Zertifikaten	182
3.	Die Besteuerung bei Investitionen in Hedgefonds-Zertifikaten	184
a)	Die Anwendbarkeit des Auslandsinvestmentgesetzes bzw. des Investmentsteuergesetzes	184
b)	Die Besteuerung von Hedgefonds-Zertifikaten nach den allgemeinen Steuergesetzen	187
aa)	Hedgefonds-Zertifikate im Privatvermögen	188
(1)	Die Rechtslage bis zum Unternehmenssteuerreformgesetz 2008	188
(2)	Die Rechtslage seit dem Unternehmenssteuerreformgesetz 2008	191

bb)	Hedgefonds-Zertifikate im Betriebsvermögen	191
IV.	Investitionen in Hedgefonds seitens institutioneller Investoren, insbesondere seitens Versicherungsunternehmen	191
V.	Resumé	194
3. Teil	Die Regulierung von Hedgefonds in anderen Rechtsordnungen	191
1. Kapitel:	Die Regulierung von Hedgefonds in den USA	201
I.	Grundlagen des US-amerikanischen Investmentrechts	201
II.	Die Regulierung von Hedgefonds in den USA	202
1.	Die Regulierung des Anlagevehikels	203
a)	Die Rechtsform amerikanischer Hedgefonds	203
b)	Die gesetzlichen Rahmenbedingungen für Single-Hedgefonds	203
aa)	Investment Company Act (ICA)	203
bb)	Securities Act	206
cc)	Securities Exchange Act	208
(1)	Registrierung nach Section 12 (g) SEA	209
(2)	Broker-Dealer Registrierung nach Section 15 SEA	209
c)	Die gesetzlichen Rahmenbedingungen für Dach-Hedgefonds	210
2.	Die Regulierung des Fondsmanagements	211
a)	Investment Advisers Act	211
b)	Die Regulierung als Commodity Pool Operator/ Commodity Trading Advisor	213
III.	Resumé	217
2. Kapitel:	Die Regulierung von Hedgefonds in Luxemburg	221
I.	Grundlagen des luxemburgischen Investmentrechts	221
II.	Die Regulierung von Hedgefonds in Luxemburg	224
1.	Grundlagen	224
2.	Die Regulierung von Hedgefonds nach dem Rundschreiben 02/80	225
3.	Anlegerrestriktionen	226
4.	Anlagebeschränkungen	226
a)	Anlagebeschränkungen von Single-Hedgefonds	226
aa)	Investitionen in Wertpapiere (sog. <i>long positions</i>)	227
bb)	Leerverkäufe	227
cc)	Die Aufnahme von Fremdkapital	228

dd)	Der Einsatz derivativer Finanzinstrumente	228
ee)	Weitere Beschränkungen des Leverage	229
b)	Anlagebeschränkungen von Dach-Hedgefonds	229
5.	Die Liquidität bei luxemburgischen Hedgefonds	230
6.	Organisatorische Anforderungen an luxemburgische Hedgefonds	230
a)	Anforderungen an die Verwaltungsgesellschaft bzw. die Investmentgesellschaft	231
b)	Depotbank und Prime Broker bei luxemburgischen Hedgefonds	231
7.	Der Vertrieb von Hedgefonds und die Information der Anleger	233
8.	Besonderheiten bei spezialisierten Investmentfonds nach dem SIF-Gesetz	235
III.	Resumé	235
3. Kapitel:	Die Regulierung von Hedgefonds in Irland	237
I.	Grundlagen des irischen Investmentrechts	237
II.	Die Regulierung von Hedgefonds in Irland	239
1.	Grundlagen	239
2.	Anlegerrestriktionen bei irischen Hedgefonds	240
3.	Anlagerestriktionen bei irischen Hedgefonds	240
a)	Single-Hedgefonds	240
b)	Dach-Hedgefonds	242
4.	Die Liquidität bei irischen Hedgefonds	244
5.	Organisatorische Anforderungen an irische Hedgefonds	245
a)	Anforderungen an die Verwaltung des Hedgefonds	245
b)	Anforderungen an die Verwahrung des Fondsvermögens	246
6.	Der Vertrieb von Hedgefonds und die Information der Anleger	248
a)	Prospektpublizität	248
b)	Regelpublizität	250
III.	Resumé	250
4. Teil	Regulierung von Hedgefonds in Deutschland nach dem Investmentgesetz	247
1. Kapitel:	Hintergrund und Entwicklung der gesetzlichen Neuregelung	255
I.	Der Hintergrund der gesetzlichen Neuregelung	255
II.	Die Entwicklung der gesetzlichen Neuregelung	258

1.	Der Finanzmarktförderplan 2006 vom März 2003	258
2.	Der Diskussionsentwurf des Bundesfinanzministeriums vom 8. Juli 2003	259
3.	Der Regierungsentwurf vom 20. August 2003	260
4.	Das Gesetzgebungsverfahren in Bundestag und Bundesrat	260
5.	Die Rechtsentwicklung vom Inkrafttreten des Investmentmodernisierungsgesetzes bis zum Investmentänderungsgesetz	262
6.	Das Investmentänderungsgesetz	263
2. Kapitel:	Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen für Hedgefonds nach dem Investmentmodernisierungsgesetz	265
I.	Grundlagen	265
II.	Die Regelungstechnik: Integration von Hedgefonds in das deutsche Investmentrecht	266
1.	Begriff und Abgrenzung des Sondervermögens mit zusätzlichen Risiken	266
2.	Die Rechtsformen inländischer Hedgefonds nach dem Investmentgesetz	269
III.	Anlegerrestriktionen bei deutschen Investmentvermögen mit zusätzlichen Risiken	273
1.	Erwogene Beschränkungen des Anlegerkreises	273
a)	Vollständiger Ausschluss der Privatanleger von Single-Hedgefonds	273
b)	Mindestanlagebeträge bei Investitionen in Hedgefonds	274
c)	Besondere Geschäftsfähigkeit für Investitionen in Hedgefonds	275
2.	Der Verzicht des Investmentgesetzes auf Anlegerrestriktionen	277
IV.	Anlagerestriktionen bei Investmentvermögen mit zusätzlichen Risiken	278
1.	Single-Hedgefonds	278
a)	Der Grundsatz der Risikomischung	278
b)	Restriktionen hinsichtlich der zulässigen Anlageobjekte	280
c)	Restriktionen hinsichtlich der Aufnahme von Krediten, dem Einsatz von Derivaten und der Vornahme von Leerverkäufen	285
2.	Dach-Hedgefonds	289
a)	Restriktionen hinsichtlich der zulässigen Anlageobjekte	289
aa)	Zulässige Zielfondsanteile	289
bb)	Zulässige Anlageobjekte neben Zielfondsanteilen	296
cc)	Geschäfte zur Absicherung von Währungsrisiken	297

dd)	Verbot von leverage und Leerverkäufen	297
ee)	Implikationen der Anlagerestriktionen von Dachfonds für Managed Accounts	298
b)	Diversifikationsvorgaben bei Dachfonds	299
3.	Resumée bezüglich der Anlagerestriktionen bei Investmentvermögen mit zusätzlichen Risiken	302
V.	Organisatorische Anforderungen an den Betrieb deutscher Hedgefonds	303
1.	Anforderungen an die Verwaltung des Hedgefonds	303
a)	Die Erlaubnispflichtigkeit der Verwaltung von Hedgefonds	303
b)	Die Kapitalausstattung bei der Verwaltung von Hedgefonds	304
c)	Anforderungen an die Geschäftsleitung der Kapitalanlagegesellschaft	306
d)	Die Behandlung von Interessenkonflikten	307
e)	Besondere Anforderungen an das Portfolio- und Risikomanagement bei Hedgefonds	310
aa)	Besondere Anforderungen an die Fondsmanager von Hedgefonds	310
bb)	Anforderungen an den Investitionsprozess bei Dach- Hedgefonds	312
cc)	Anforderungen an die laufende Überwachung der Zielfonds bei Dach-Hedgefonds	314
f)	Mitteilungspflichten gegenüber der BaFin und laufende Aufsicht über Hedgefonds	316
2.	Die Einschaltung von Depotbank und Prime Brokern bei deutschen Hedgefonds	317
a)	Grundlagen	317
b)	Die Einschaltung der Depotbank bei inländischen Dach- Hedgefonds	317
c)	Depotbank und <i>Prime Broker</i> bei inländischen Single- Hedgefonds	318
aa)	Grundlagen	318
bb)	Die Einschaltung des Prime Brokers	320
bb)	Begriff und Anforderungen an den Prime Broker	323
cc)	Die Verwahrung von Fondsvermögen durch Prime Broker	325
dd)	Die Besicherung des Prime Broker	326
VI.	Die Liquidität der Kapitalanlage bei deutschen Hedgefonds	330
VII.	Die Information der Anleger und der Vertrieb von Hedgefonds	333
1.	Die Information der Anleger bei dem Vertrieb von Dach- Hedgefonds	333
a)	Investmentrechtliche Anforderungen an den Vertriebsprozess	334
b)	Investmentrechtliche Anforderungen an den vorvertraglichen Informationsgehalt	336

2.	Die Information der Anleger bei dem Vertrieb von Single-Hedgefonds	342
a)	Investmentrechtliche Anforderungen an den Vertriebsprozess	343
b)	Investmentrechtliche Anforderungen an den vorvertragliche Informationsgehalt	347
3.	Exkurs: Anlageberatung bei Hedgefonds	352
4.	Die laufende Publizität bei Hedgefonds	353
VIII.	Der Vertrieb von Anteilen an ausländischen Hedgefonds in Deutschland	357
1.	Grundlagen	357
2.	Der Vertrieb von Anteilen an ausländischen Single-Hedgefonds in Deutschland	359
3.	Der Vertrieb ausländischer Dach-Hedgefonds in Deutschland	361
a)	Das Notifizierungsverfahren im Vorfeld des öffentlichen Vertriebs	361
b)	Die materiellen Anforderungen an ausländische Dach-Hedgefonds	362
aa)	Anforderungen an den Domizilstaat der ausländischen Investmentgesellschaft	363
bb)	Anforderungen an die Inlandspräsenz	364
cc)	Anforderungen an die Ausgestaltung des ausländischen Dach-Hedgefonds	364
(1)	Grundlagen	364
(1)	Anforderungen an die Verwahrung des Fondsvermögens	366
(a)	Anforderungen an die Verwahrung des Dachfondsvermögens	366
(2)	Anforderungen an die Verwahrung des Zielfondsvermögens	367
dd)	Erfüllung von Vertriebspflichten	368
3. Kapitel:	Steuerrechtliche Rahmenbedingungen für Hedgefonds nach dem Investmentmodernisierungsgesetz	371
I.	Grundlagen des Investmentsteuerrechts	371
II.	Implikationen des Investmentsteuergesetzes für Hedgefonds-Anlagen	375
1.	Grundlagen	375
2.	Die Besteuerung von Anlagen in Single-Hedgefonds	375
a)	Implikationen der materiellen Steuervorschriften	375
aa)	Grundlagen	375
(1)	Thesaurierung von Erträgen	375
(2)	Ausschüttung von Erträgen	376

bb) Derivatgeschäfte von Hedgefonds	377
(1) Thesaurierte Erträge aus Derivatgeschäften	377
(2) Ausgeschüttete Erträge aus Derivatgeschäften	378
cc) Leerverkäufe	379
(1) Thesaurierte Erträge aus Leerverkäufen	379
(2) Ausgeschüttete Erträge aus Leerverkäufen	380
b) Anforderungen an die Bekanntmachung der Besteuerungsgrundlagen	381
3. Die Besteuerung von Anlagen in Dach-Hedgefonds	383
III. Die Besteuerung von Hedgefonds und Hedgefonds-Zertifikaten	384
Zusammenfassung der Arbeit	387
Literaturverzeichnis	395