

Hedge Funds im Schweizer Recht

Regulierung qua Transparenz?

Dissertation

der Rechtswissenschaftlichen Fakultät

der Universität Zürich

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von

David Wicki

von Kriens LU

genehmigt auf Antrag von

C

Prof. Dr. Peter Nobel

Inhaltsübersicht

Inhaltsübersicht	I
Inhaltsverzeichnis	III
Literaturverzeichnis	XII
Materialienverzeichnis	XXXI
Abkürzungsverzeichnis	XXXIII
Internetquellen	XLII
Sachregister	Anhang

Inhaltsübersicht

Einleitung.....	1
Erster Teil: Grundlagen....."	3
§ 1 Was ist ein „Hedge Funds“?.....	4
§ 2 Regulierung.....	75
§ 3 Transparenz.....	95
Zweiter Teil: Regulierung von Hedge Funds in der Schweiz.....	106
§ 1 Die Ausgestaltung des Regulierungskonzepts für Hedge Funds im Schweizer Recht.....	107
§ 2 Die Regulatoren im Schweizer Finanzmarktrecht.....	108
§ 3 Selbstregulierung von Hedge Funds.....	116
§ 4 Regulierung des Anlagevehikels Hedge Fund.....	119
§ 5 Regulierung des Investment Managers von Hedge Funds.....	133
§ 6 Regulierung der Anlageinstrumente von Hedge Funds.....	136
§ 7 Regulierung des Vertriebs von Hedge Funds.....	144
§ 8 Regulierung der Gegenparteien von Hedge Funds.....	151
§ 9 Regulierung der Marktplätze von Hedge Funds.....	159
§10 Besteuerung von Hedge Funds.....	165
§11 Transparenzvorschriften für Hedge Funds.....	177
Dritter Teil: Regulierung von Hedge Funds im internationalen Kontext.....	188
§ 1 Rechtsvergleichende Überlegungen.....	189
§ 2 Regulierung von Hedge Funds im US-Recht.....	190
§ 3 Regulierung von Hedge Funds im EU —Recht.....	208
§ 4 Regulierung von Hedge Funds „Offshore“.....	220
§ 5 Internationale Regulierungsbestrebungen.....	228
Vierter Teil: Fazit.....	241
§ 1 Regulierung qua Transparenz-Notwendigkeit.....	242
§ 2 Regulierung qua Transparenz - Eignung.....	248
§ 3 Regulierung qua Transparenz — Vorschlag.....	253
Schlussbemerkungen.....	258

Inhaltsverzeichnis

Erster Teil. (•<riiii(II;ii>cn,

§ 1. Was ist ein „Hedge Fund“?	4
I. Definition des Begriffes „Hedge Fund“	5
A. Etymologie des Begriffes „Hedge Fund“	5
B. Definitionen	7
C. Typische Merkmale von Hedge Funds	9
1. Offshore Jurisdiktion	9
2. Fund of Hedge Funds / Dachfonds	12
3. Leverage	13
4. Einsatz von nicht-traditionellen Finanzinstrumenten	14
5. Persönliche Beteiligung des Investment Managers am Fund.	16
6. Performance Fee	18
7. Hurdle Rate	19
8. High Water Mark	19
9. SidePockets	21
10. Redemption Gates	23
11. Private Placement Memorandum (PPM)	24
12. Suspension	25
13. Key-Man-Clause	27
14. Side Letter	28
15. Most-Favorite-Nation Klausel	28
II. Zur Geschichte der Hedge Funds	29
A. Der erste Hedge Fund	29
B. Die Entwicklung der Hedge Funds Industrie	32
C. Hedge Funds Skandale	32
1. LTCM	33
2. Madoff	34
D. Ausblick für die Hedge Funds in der Schweiz	36
III. Abgrenzung der Anlagekategorie Hedge Funds	38
A. Private Equity	38
1. Gemeinsamkeiten	39
2. Unterschiede	40
B. Traditionelle Fonds (Effekten- und Immobilienfonds)	41
1. Gemeinsamkeiten	41
2. Unterschiede	42
IV. Kategorisierung der Hedge Funds nach Investitionsstrategie	44
A. Convertible Arbitrage (Wandelanleihen Arbitrage)	46
1. Beschreibung	46
2. Chancen	46

	3. Risiken.....	47
B.	Dedicated Short Bias (Leerverkauf- Strategie).....	47
	1. Beschreibung.....	47
	2. Chancen.....	47
	3. Risiken.....	48
C.	Emerging Markets / Schwellen-Länder Märkte.....	48
	1. Beschreibung.....	48
	2. Chancen.....	49
	3. Risiken.....	49
D.	Event Driven / Ereignis - Strategie.....	50
	1. Beschreibung.....	50
	2. Chancen.....	50
	3. Risiken.....	50
E.	Fixed Income Arbitrage.....	52
	1. Beschreibung.....	52
	2. Chancen.....	52
	3. Risiken.....	52
F.	Global Macro.....	54
	1. Beschreibung.....	54
	2. Chancen.....	54
	3. Risiken.....	54
G.	Long-Short Equity / Aktienfonds mit Leerverkauf.....	55
	1. Beschreibung.....	55
	2. Chancen.....	55
	3. Risiken.....	55
H.	Managed Futures / Terminkontrakte.....	56
	1. Beschreibung.....	56
	2. Chancen.....	56
	3. Risiken.....	57
I.	Equity Market Neutral.....	58
	1. Beschreibung.....	58
	2. Chancen.....	58
	3. Risiken.....	59
J.	Multi-Strategy.....	60
	1. Beschreibung.....	60
	2. Chancen.....	60
	3. Risiken.....	60
V.	Juristische Strukturen von Hedge Funds.....	61
A.	Single Manager Hedge Funds.....	64
B.	Multi Manager Hedge Funds.....	66
C.	Hedge Funds als Managed Accounts.....	67
D.	Hedge Funds als Zertifikate.....	69
E.	Master - Feeder Struktur.....	71
F.	Parallel Funds Struktur.....	72
G.	Limited Partnership Struktur.....	74
	i 2. Regulierung.....	75
I.	Zum Begriff der Regulierung im Finanzmarktrecht.....	75
A.	Definition.....	75
B.	Präventive Regulierung.....	76

C.	Kurative Regulierung.....	77
D.	Prinzipienbasierte Regulierung.....	78
E.	Regelbasierte Regulierung.....	78
F.	Wettbewerbs-Regulierung.....	79
G.	Marktintegritäts-Regulierung.....	80
H.	Prudentielle Regulierung.....	81
I.	Finanzmarktsstabilität - Regulierung.....	81
J.	Direkte Regulierung.....	82
K.	Indirekte Regulierung.....	83
L.	Fazit.....	84
II.	Funktion von Regulierung.....	84
A.	Anlegerschutz.....	86
B.	Funktionsschutz.....	87
C.	Schutz der dienstleistenden Marktteilnehmer?.....	88
III.	Deregulierung.....	90
A.	Definition.....	90
B.	Konsequenzen.....	90
IV.	Überregulierung.....	91
A.	Definition.....	91
B.	Konsequenzen.....	91
V.	„Regulation - Shopping“.....	92
3.	Transparenz.....	95
I.	Zum Begriff der Transparenz im Finanzmarktrecht.....	95
A.	Definition und Problematik.....	95
B.	Forderungen an den Markt.....	96
C.	Transparenz für den Investor bei den Produkten.....	97
1.	Risiko - Transparenz.....	97
2.	Transparenz in der Gebührenstruktur.....	99
3.	Transparenz bezüglich der Zusammensetzung des Produktes.....	99
D.	Transparenz bei den Dienstleistungen.....	100
1.	Transparenz bezüglich der Gebühren.....	100
2.	Transparenz bezüglich der Einhaltung der Sorgfaltspflicht ..	101
E.	Dimensionen der Transparenz bei Hedge Funds.....	103
1.	Transparenz des Unternehmens.....	104
2.	Transparenz des Investmentprozesses.....	104
3.	Portfoliotransparenz.....	105
Zweiter Teil.	Regulierung von Hedge Funds	
	- in der Schweiz.....	106
§ 1.	Die Ausgestaltung des Regulierungskonzepts für Hedge Funds	
	im Schweizer Recht.....	107

§ 2. Die Regulatoren im Schweizer Finanzmarktrecht.....	108
I. Finanzmarktaufsichtsbehörde FINMA.....	108
A. Gesetzliche Grundlagen.....	108
B. Regulierungsgrundsätze der FINMA.....	109
1. Verordnung.....	109
2. Rundschreiben.....	109
3. Enforcement.....	110
4. Anerkannte Selbstregulierung.....	111
II. Die Schweizerische Nationalbank SNB.....	112
A. Gesetzliche Grundlagen.....	112
B. Zusammenarbeit mit der FINMA.....	112
i 3. Selbstregulierung von Hedge Funds.....	116
I. Freie, autonome Selbstregulierung.....	116
II. Obligatorische Selbstregulierung.....	117
i 4. Regulierung des Anlagevehikels Hedge Fund.....	119
I. Numerus clausus für Rechtsformen von Hedge Funds nachKAG.....	120
II. Hedge Funds als vertraglicher Anlagefonds.....	121
A. Allgemein.....	121
B. Fondsleitung/ Hedge Fund Manager.....	122
III. Hedge Funds als Investmentgesellschaft mit variablem Kapital.....	123
A. Allgemein.....	123
B. Quantitative gesetzliche Anlagerestriktionen.....	124
C. Qualitative gesetzliche Anlagerestriktionen.....	125
D. FINMA Ausnahmeklausel.....	125
IV. Hedge Fund als Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen.....	127
A. Allgemein.....	127
B. Gesetzliche Anlagerestriktionen.....	128
V. Hedge Fund als Investmentgesellschaft mit festem Kapital.....	128
A. Allgemein.....	128
B. Gesetzliche Anlagerestriktionen.....	129
VI. Gemeinsame Bestimmungen.....	129
A. Depotbank.....	130
B. Bewertung.....	131
C. Revision.....	131

i 5. Regulierung des Investment Managers von Hedge Funds.....	133
I. Bewilligungspflicht.....	133
II. Ausnahme von der Bewilligungspflicht.....	134
i 6. Regulierung der Anlageinstrumente von Hedge Funds.....	136
I. Aktien.....	136
II. Leerverkauf von Aktien.....	137
III. Obligationen.....	140
IV. Kauf von Anteilen von anderen kollektiven Kapitalanlagen.....	141
V. Strukturierte Produkte.....	142
VI. Rohstoffe / Commodities.....	142
VII. Währung.....	143
> 7. Regulierung des Vertriebes von Hedge Funds.....	144
I. Allgemein.....	144
II. Möglicher Anlegerkreis von Hedge Funds nach KAG.....	145
A. Qualifizierter Anleger.....	145
B. Retail Kunden.....	146
III. Vertrieb von Schweizer Hdgc Funds nach KAG.....	147
A. Allgemein.....	147
B. öffentliche Werbung.....	147
IV. Vertrieb von ausländischen Hedge Funds in der Schweiz.....	148
A. Allgemein.....	148
B. öffentliche Werbung.....	149
• 8. Regulierung der Gegenparteien von Hedge Funds.....	151
I. Banken als wichtigste Gegenpartei von Hedge Funds.....	151
II. Regulierung von Banken als Liquiditatsprovider für Hedge Funds.....	152
A. „Lessons learned“ aus dem LCTM Kollaps.....	152
B. Liquiditätsvorschriften für Banken als Hedge Funds Gegenparteien.....	152
C. Beurteilung.....	155
III. Regulierung von Banken als Depotbank für Hedge Funds.....	156
A. Bewilligungspflicht.....	156
B. Unabhängigkeitsregeln.....	156

C.	Effektenleihe und Leerverkauf.....	156
D.	Beurteilung.....	157
§ 9.	Regulierung der Marktplätze von Hedge Funds.....	159
I.	Börse.....	159
A.	Marktverhaltensregeln.....	159
1.	Verwendung von vertraulichen preissensitiven Informationen.....	159
2.	Echtes Angebots und Nachfrageverhalten.....	160
B.	Offenlegungspflicht.....	162
C.	Übernahmerecht.....	162
II.	OTC Transaktionen.....	163
III.	Dark Pools.....	164
§ 10.	Besteuerung von Hedge Funds.....	165
I.	Allgemein.....	165
II.	Besteuerung des vertraglichen Anlagefonds (FCP).....	166
A.	Allgemein.....	166
B.	Einkommens- und Gewinnsteuer.....	167
1.	Besteuerung des Fonds.....	167
2.	Besteuerung der Anleger.....	167
C.	Vermögens- und Kapitalsteuer.....	168
1.	Besteuerung des Fonds.....	168
2.	Besteuerung der Anleger.....	168
D.	Verrechnungssteuer.....	168
1.	Gründung.....	169
2.	Laufzeitdes Fonds.....	169
3.	Auflösung.....	170
E.	Stempelabgaben.....	170
III.	Besteuerung von SICAV's.....	172
A.	Allgemein.....	172
B.	Einkommens- und Gewinnsteuer.....	172
C.	Vermögens- und Kapitalsteuer.....	173
D.	Verrechnungssteuer.....	173
E.	Stempelabgaben.....	173
IV.	Besteuerung von KGK's.....	174
A.	Allgemein.....	174
B.	Einkommenssteuer.....	174
V.	Besteuerung von SICAF.....	176
A.	Gewinn- und Kapitalsteuern.....	176
B.	Besteuerung der Anleger.....	176
VI.	Würdigung.....	176

§ 11. Transparenzvorschriften für Hedge Funds	178
I. Prospekt	178
II. Vereinfachter Prospekt	183
III. Warnklausel	187
Dritter Teil. Regulierung von Hedge Funds im inter-	
nationalen Kontext	188
> 1. Rechtsvergleichende Überlegungen.....	189
> 2. Regulierung von Hedge Funds im US - Recht.....	190
I. Regulatoren im amerikanischen Finanzmarktrecht	191
A. SEC - Securities and Exchange Commission.....	191
B. FRS - Federal Reserve System.....	193
C. CFTC - Commodity Futures Trading Commission.....	194
D. FINRA - Financial Industry Regulatory Authority.....	196
II. US Securities Act of 1933	196
A. Registrierung von Hedge Funds.....	196
B. Rule 506 Regulation D.....	198
III. Securities Exchange Act of 1934	199
IV. Investment Advisers Act of 1940	200
V. Investment Company Act of 1940	202
VI. ERISA	203
VII. Blue Sky Laws	203
VIII. Proposed Hedge Funds Transparency Act	204
IX. Würdigung	206
i 3. Regulierung von Hedge Funds im EU-Recht.....	208
I. UCITS	208
A. OGAW Richtlinie.....	208
B. UCITS III.....	208
1. Allgemein.....	208
2. Restriktionen.....	209
C. UCITS IV.....	211
1. EU-Pass Management Company.....	211
2. Key Investor Document.....	212
3. Verbesserte Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden.....	214
D. Würdigung.....	214
II. AIFM-Richtlinie	217

A.	Allgemein.....	217
B.	Anwendungsbereich.....	217
C.	EU-Passport.....	218
D.	Würdigung.....	219
§ 4.	Regulierung von Hedge Funds "Offshore".....	220
I.	Cayman Islands.....	220
A.	Allgemein.....	220
B.	Lizenz.....	221
C.	Restriktionen.....	222
II.	Guernsey.....	222
A.	Allgemein.....	222
B.	Lizenz.....	223
C.	Restriktionen.....	224
III.	Würdigung.....	226
§ 5.	Internationale Regulierungsbestrebungen.....	228
I.	Turner-Review.....	228
A.	Allgemein.....	228
B.	Die Rolle der Hedge Funds in der Finanzkrise.....	229
C.	Vorschlag zur Regulierung von Hedge Funds.....	230
D.	Würdigung.....	230
II.	De Larosiere Bericht.....	231
A.	Allgemein.....	231
B.	Die Rolle der Hedge Funds in der Finanzkrise.....	232
C.	Vorschlag zur Regulierung von Hedge Funds.....	232
D.	Würdigung.....	234
III.	IOSCO Hedge Funds Oversight Report.....	236
A.	Allgemein.....	236
B.	Die Rolle der Hedge Funds in der Finanzkrise.....	236
C.	Vorschlag für eine Regulierung der Hedge Funds.....	237
D.	Würdigung.....	239
Vierter Teil.	Fazit.....	241
§ 1.	Regulierung qua Transparenz - Notwendigkeit.....	242
I.	Systemrelevanz von Hedge Funds.....	242
II.	Anlegerschutz.....	245
III.	Beurteilung.....	247

§ 2. Regulierung qua Transparenz - Eignung.....	248
I. Vergleich mit kotierten Aktiengesellschaften.....	248
II. Wirksamkeit.....	250
§ 3. Regulierung qua Transparenz - Ein Vorschlag.....	253
I. Vorbemerkung.....	253
II. Formell - Rechtsform der Transparenzvorschriften.....	253
III. Materiell - Grundsätze für das monatliche Reporting.....	255
Schlussbemerkungen.....	258