

# Arbeitspapiere

Institut für Wirtschaftsrecht  
Universität Göttingen

Abteilung

Handels- und Gesellschaftsrecht  
Multimedia- und Telekommunikationsrecht  
Rechtsvergleichung  
Prof.Dr.Spindler

*Spindler/Bednarz\**

Die Regulierung von Hedge-Fonds  
im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht  
Arbeitspapier 1/2006\*\*

---

\* Der Autor *Bednarz* ist Wissenschaftl. Mitarbeiter am genannten Lehrstuhl.

\*\* Die endgültige Fassung erscheint in WM 2006.

# Inhalt

Teil I: Die Rechtslage.....	1
1. Einleitung .....	1
2. Charakteristika von Hedge-Fonds .....	2
3. Implikationen für Kapitalmärkte .....	4
a) Risiken.....	4
(1) Destabilisierung des Finanzsystems .....	4
(2) Verlustrisiko .....	6
(3) Beeinflussung der Unternehmenspolitik .....	6
b) Stabilisierende Effekte .....	7
4. Derzeitige Rahmenbedingungen für Hedge-Fonds .....	7
a) Deutschland.....	7
(1) Überblick.....	8
(2) Genehmigungserfordernisse und Meldepflichten .....	9
(3) Qualifikation des Leitungspersonals .....	10
(4) Anlagebeschränkungen .....	11
(a) Single-Hedge-Fonds.....	11
(b) Dach-Hedge-Fonds.....	12
(5) Vertrieb.....	13
(6) Ausländische Hedge-Fonds.....	15
b) Rechtslage im Ausland.....	16
(1) USA.....	16
(2) UK.....	18
II. Der Stand der Reformdiskussion.....	20
1. Die internationale Regulierungsdiskussion .....	20
a) USA.....	20

b) UK.....	23
c) EU.....	23
d) IOSCO, IWF und Basel Committee.....	25
2. Regulierungsvorschläge im Einzelnen.....	25
a) Förderung der Transparenz .....	26
(1) <i>Leerverkäufe</i> .....	26
(2) <i>Leverage</i> .....	27
b) Direkte oder indirekte Regulierung.....	27
c) Absenkung von Schwellenwerten .....	28
3. Schluss.....	29

# Teil I: Die Rechtslage

## 1. Einleitung

Hedge-Fonds haben in den letzten Monaten die deutsche, aber auch die internationale Corporate Governance Diskussion sowohl auf rechtlicher wie auch auf politischer Ebene wie kein anderer Finanzakteur angeregt. Die Vorgänge um die Deutsche Börse AG sind noch frisch im Gedächtnis,<sup>1</sup> ebenso wie die fundamentale Kritik an den „Heuschrecken“. Aber auch in kapitalmarktrechtlicher Hinsicht sind die Hedge-Fonds Schwergewichte geworden:<sup>2</sup> Mittlerweile verwalten über 8000 Hedge-Fonds mehr als eine Billion US-Dollar, nach 490 Milliarden im Jahr 2000.<sup>3</sup> Wegen des Wachstums der Branche und der nicht abreißen Serie an Skandalen<sup>4</sup> wird der Ruf nach einer strengeren Regulierung weltweit immer lauter, nicht zuletzt weil von der Anlage in Hedge-Fonds auch aufgrund zunehmender Engagements von Pensionsfonds und der damit einhergehenden mittelbaren Betroffenheit einer Vielzahl von Begünstigten bzw. Privatanlegern inzwischen nicht mehr nur Großinvestoren betroffen sind.<sup>5</sup>

Während in Deutschland deshalb auch der Schutz der Unternehmen, die ins Visier der Hedge-Fonds geraten sind, die Diskussion beherrscht,<sup>6</sup> steht auf internationaler Ebene vor allem die Gewährleistung der Finanzmarktstabilität sowie ein verbesserter Anlegerschutz im Vordergrund.<sup>7</sup> So hat die Securities and Exchange Commission (SEC) eine Regelung für Hedge-Fonds eingeführt, die ab Februar 2006 zur Registrierung verpflichten soll, indes möglicherweise von vielen Hedge-Fonds umgangen werden könnte.<sup>8</sup> Auch die britische Financial Ser-

---

<sup>1</sup> Investoren um den Hedge-Fonds TCI hatten die Deutsche Börse AG von der Übernahme der London Stock Exchange abgebracht und den Rücktritt des Vorstandschefs Seifert erzwungen; die Ermittlungen wegen eines acting in concert wurden mittlerweile von der BaFin eingestellt (*Jahn*, AG-Report 2005, R 507).

<sup>2</sup> S. auch *Edwards* in *Baums/Cahn*, Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 30; v. *Livonius*, WM 2004, 60.

<sup>3</sup> *FSA*, Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement, Discussion Paper 05/4, 2005, S. 11; *Garbaravicius/Dierick*, Hedge funds and their implications for financial stability, 2005, S. 22; *Börsenzeitung* v. 23.09.2005, S. 6.

<sup>4</sup> Zuletzt vor allem die Geschehnisse um Bayou Management LLC, Woodriver Capital Management und den Broker Refco (s. dazu *Handelsblatt* v. 30.08.2005, S. 21; v. 17.10.2005, S. 25 und v. 20.10.2005, S. 21).

<sup>5</sup> *SEC*, Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, SEC Release IA-2333 (2. Dezember 2004), 69 Fed. Reg. 72054, 72057; zum Engagement von Pensionsfonds bei Hedge-Fonds auch *Handelsblatt* v. 13.10.2005, S. 25; *Friedrich/Bahr*, Hedge Funds, 2003, S. 23f. sowie *FSA*, aaO (Fn. 3), S. 13.

<sup>6</sup> S. z.B. Kanzler *Schröder*, Rede beim Kongress der SPD-Bundestagsfraktion „Soziale Marktwirtschaft“ vom 13.06.2005, abrufbar unter [www.bundesregierung.de](http://www.bundesregierung.de); vgl. auch *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Die Chancen nutzen – Reformen mutig voranbringen, Jahresgutachten 2005/06, S. 466, abrufbar unter <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/gutacht/ga-content.php?gaid=45&node=a>; *Jahn*, AG-Report 2005, R 507; *FAZ* v. 8.6.2005, S. 15.

<sup>7</sup> *SEC*, aaO (Fn. 5), 72054; *Edwards*, aaO (Fn. 2), S. 36; s. dazu auch *Danielsson/Taylor/Zigrand*, Highwaymen or Heroes: Should Hedge Funds be Regulated, 2005, S. 2; *The Economist* v. 02.07.2005, S. 73.

<sup>8</sup> *Kishner/Foster*, *New York Law Journal* v. 7.11.2005, S. 11; *FAZ* v. 11.11.2005, S. 21.

vices Authority (FSA) hat sich des Themas angenommen und für Anfang nächsten Jahres Regulierungsvorschläge angekündigt.

Im Folgenden soll daher der derzeitige Regulierungsrahmen (Teil I) und auf dieser Grundlage der Stand der Diskussion (Teil II) näher beleuchtet werden. Zunächst gilt es jedoch, sich nüchtern einen Überblick über die Risiken und die positiven Effekte der Hedge-Fonds für den Kapitalmarkt zu verschaffen, insbesondere die verschiedenen Erscheinungsformen zu berücksichtigen. Wie noch zu zeigen ist, wird eine Reduzierung von Hedge-Fonds auf räuberischen Beteiligungserwerb, wie teils im Rahmen der Heuschreckendebatte geschehen, den sehr unterschiedlichen Strategien dieser Anlageform und ihrer Bedeutung für den Kapitalmarkt keinesfalls gerecht.<sup>9</sup>

## 2. Charakteristika von Hedge-Fonds

Eine allgemein gültige Definition von Hedge-Fonds hat sich bislang weder in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur noch in der in- oder ausländischen Gesetzgebung durchgesetzt, so dass Hedge-Fonds nur durch bestimmte, typische Merkmale charakterisiert werden können.<sup>10</sup> Sie verbindet die Zielsetzung, unabhängig von der allgemeinen Marktentwicklung möglichst hohe Renditen zu erwirtschaften (absolute-return).<sup>11</sup> Dies unterscheidet sie von gewöhnlichen Investmentfonds, die sich an einem Vergleichsmaßstab (Benchmark) messen und relative Ertragsziele verfolgen, also bereits als erfolgreich gelten, wenn sie bei einem allgemeinen Kursrutsch geringere Wertverluste erleiden als der Gesamtmarkt.<sup>12</sup> Kennzeichnend sind ferner die Tätigkeit von Leerverkäufen sowie ein erhöhtes Maß an Leverage.<sup>13</sup> Die Hebelung des Eigenkapitals (Leverage) wird dabei über Kreditaufnahmen erreicht, aber auch über Futures, bei denen nicht der volle Kontraktwert eingezahlt werden muss, oder Optionen und andere Derivate.<sup>14</sup> Hedge-Fonds-Manager können typischerweise Anlagemärkte, Instrumente

---

<sup>9</sup> Ähnlich *Steck* im Interview in der Börsenzeitung v. 28.09.2005, S. 2.

<sup>10</sup> *FSA*, aaO (Fn. 3), S. 10; *Bessler/Drobetz/Henn* in: Hdb. Hedge Funds, 2005, S. 4f.; *Friedrich/Bahr*, aaO (Fn. 5), S. 83; *Berger/Steck*, ZBB 2003, 192, 193; vgl. auch *Köndgen* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Hdb., 2001, § 113 Rn. 20.

<sup>11</sup> *FSA*, aaO (Fn. 3), S. 10; *Kaiser*, Hedge-Fonds, 2004, S. 19; *Berger/Steck*, ZBB 2003, 192, 193; v. *Livonius*, WM 2004, 60; *Luttermann/Backmann*, ZIP 2002, 1017; *Kaune/Oulds*, ZBB 2004, 114, 121.

<sup>12</sup> *Deutsche Bundesbank*, Hedge-Fonds und ihre Rolle auf den Finanzmärkten, in Monatsbericht März 1999, S. 31, 33; *Lindemann* in *Beckmann/Scholtz*, Investment, Ergänzbare Handbuch für das gesamte Investmentwesen, Erg.-Lfg. XII 2004, Vor § 112 InvG Rn. 1; *Kayser/Steinmüller*, FR 2002, 1269, 1271.

<sup>13</sup> *SEC*, Implications of the Growth of Hedge Funds, 2003, S. 37ff; *FSA*, aaO (Fn. 3), S. 10; Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 107; *Köndgen*, aaO (Fn. 10), § 113 Rn. 20; *Bessler/Drobetz/Henn*, aaO (Fn. 10), S. 5; *Lindemann*, aaO (Fn. 12), Vor § 112 Rn. 6; *Ricke*, BKR 2004, 60, 61; *Gerke/Mager/Kiehn*, ZBB 2002, 479, 480.

<sup>14</sup> *SEC*, aaO (Fn. 13), S. 37; *Köndgen*, aaO (Fn. 10), § 113 Rn. 20; ausführlich dazu *Kaiser*, aaO (Fn.11), S. 30f.

und Strategien frei wählen und weitgehend frei von gesetzlichen Vorgaben investieren.<sup>15</sup> Charakteristisch sind ferner die Gewinnbeteiligung des Managements sowie die häufige Bevorzugung von Offshore-Standorten.<sup>16</sup> Eine gesetzliche Definition sucht man vergebens; der deutsche Gesetzgeber hat bewusst darauf verzichtet und zur Abgrenzung von gewöhnlichen Investmentfonds in § 112 Abs. 1 InvG nur auf besondere Merkmale abgestellt, die das Erscheinungsbild der Hedge-Fonds prägen.<sup>17</sup>

Die Bezeichnung als Hedge-Fonds geht auf die Ursprünge der Branche zurück. Denn die ersten Hedge-Fonds verfolgten die Strategie, durch den Kauf vermeintlich unterbewerteter Aktien bei gleichzeitigem Leerverkauf für überbewertet gehaltener Aktien das Depot gegen das allgemeine Marktrisiko abzusichern und das Risiko auf die bewusst eingegangenen Vermutungen zu beschränken.<sup>18</sup> Mittlerweile hat sich aber eine Vielzahl von Strategien entwickelt, die nur noch teilweise den Hedging-Ansatz<sup>19</sup> verfolgen.<sup>20</sup> Die Terminologie ist insoweit irreführend.<sup>21</sup> Unterschieden werden können – in grober Form – etwa marktneutrale (Relativ Value), ereignisorientierte (Event Driven) und opportunistische Strategien (Opportunistic).<sup>22</sup>

Marktneutrale Strategien zielen darauf ab, Ineffizienzen in der Preisfindung von verwandten Anlagegegenständen auszunutzen, wobei das allgemeine Marktrisiko weitestgehend ausgeschaltet werden soll.<sup>23</sup> Ausgehend von der Annahme, dass sich die Fehlbewertungen im Laufe der Zeit korrigieren, werden die Preisdifferenzen durch Arbitragetechniken abgeschöpft.<sup>24</sup> Event Driven-Strategien versuchen, spezielle Unternehmensereignisse – wie etwa Kapitalerhöhungen, Übernahmen, Insolvenzen oder Restrukturierungen –, die zu einer Neubewertung

---

<sup>15</sup> Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 107.

<sup>16</sup> FSA, aaO (Fn. 3), S. 10f.; Rieke, BKR 2004, 60, 61.

<sup>17</sup> Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 107 f.; insbesondere müssen die Vertragsbedingungen entweder Regelungen in Bezug auf Leverage oder Leerverkäufe enthalten, § 112 Abs. 1 S. 2 InvG.

<sup>18</sup> Luttermann/Backmann, ZIP 2002, 1017, 1018; Kayser/Steinmüller, FR 2002, 1269, 1270.

<sup>19</sup> Hedging im eigentlichen Sinne bezeichnet die Absicherung vorhandener Bestände gegen Preisrisiken; zu diesem Zweck wird ein negativ korrelierendes Geschäft – zumeist ein Engagement am Terminmarkt – in der Form eingegangen, dass sich Verluste und Gewinne aus beiden Geschäften nahezu kompensieren (Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2004, Rn. 14.84; Schäfer in Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, 2004, § 20 Rn. 19).

<sup>20</sup> Rieke, BKR 2004, 60, 61; Kayser/Steinmüller, FR 2002, 1269, 1270; Köndgen, aaO (Fn. 10), § 113 Rn. 20.

<sup>21</sup> Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 107; Kümpel, aaO (Fn. 19, Rn. 12.39; Köndgen, aaO (Fn. 10), § 113 Rn. 20; Berger/Steck, ZBB 2003, 192, 193; Kaune/Oulds, ZBB 2004, 114, 121.

<sup>22</sup> Unterteilung in Anlehnung an Bessler/Drobetz/Henn, aaO (Fn. 10), S. 10ff.; v. Livonius, WM 2004, 60, 61; Garbaravicius/Dierick, aaO (Fn. 3), S. 10; ähnlich SEC, aaO (Fn. 13), S. 33ff.; ausführliche Darstellung der Strategien auch bei Kaiser, aaO (Fn. 11), S. 129ff.; Friedrich/Bahr, aaO (Fn. 5), S. 83ff.; Lindemann, aaO (Fn. 12), Vor § 112 InvG, Rn. 18ff.

<sup>23</sup> Bessler/Drobetz/Henn, aaO (Fn. 10), S. 11; v. Livonius, WM 2004, 60, 61.

<sup>24</sup> Bessler/Drobetz/Henn, aaO (Fn. 10), S. 11; Kayser/Steinmüller, FR 2002, 1269, 1272. In Abhängigkeit von den verwendeten Instrumenten unterscheidet man zwischen Fixed Income Arbitrage (Ineffizienzen am Rentenmarkt), Equity Market Neutral (Aktienmarkt) und Convertible Arbitrage (wandelbare Wertpapiere).

des Unternehmens führen können, durch entsprechende Engagements auszunutzen.<sup>25</sup> Dieser Strategie war auch die Einflussnahme des Hedge-Fonds TCI auf die Unternehmenspolitik der Deutsche Börse AG zuzuordnen.<sup>26</sup> Opportunistische Strategien versuchen schließlich, die Richtung von Marktentwicklungen zu antizipieren und diese Prognosefähigkeit durch gegenläufige Positionen in verschiedenen Finanzinstrumenten gewinnbringend einzusetzen.<sup>27</sup>

### 3. Implikationen für Kapitalmärkte

Die Notwendigkeit und das Ausmaß einer Regulierung von Hedge-Fonds kann nur beurteilt werden, wenn man sich ihre Bedeutung und ihre Risiken für die Finanzmärkte vergegenwärtigt.

#### a) Risiken

##### (1) Destabilisierung des Finanzsystems

Im Zentrum der Diskussion steht die Frage, ob von Hedge-Fonds systemische Risiken für die Finanzmarktstabilität ausgehen. Befürchtet wird nicht der Ausfall einzelner Fonds, sondern das Übergreifen der Probleme auf den mit der Branche eng verflochtenen Bankensektor.<sup>28</sup> Eine destabilisierende Wirkung droht vor allem dann, wenn Hedge-Fonds verstärkt Leverageeffekte einsetzen,<sup>29</sup> insbesondere bei bestimmten Arbitrage-Strategien,<sup>30</sup> weniger hingegen bei den hierzulande besonders im Rampenlicht stehenden ereignisorientierten Strategien.<sup>31</sup> Zwar scheint die intensive Nutzung von Leverage seit der LTCM-Krise<sup>32</sup> im Jahr 1998 zu-

<sup>25</sup> *Garbaravicius/Dierick*, aaO (Fn. 3), S. 10; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 61; *Bessler/Drobetz/Henn*, aaO (Fn. 10), S. 12. Unterkategorien sind vor allem Risk (Merger) Arbitrage, bei der auf die relative Wertentwicklung der Wertpapiere von an Unternehmenszusammenschlüssen beteiligten Gesellschaften gesetzt wird, und Distressed Securities, bei der Preisänderungen von in Schwierigkeiten geratenen Unternehmen ausgenutzt werden.

<sup>26</sup> *Rettberg* in Handelsblatt v. 09.09.2005, S. B 1. Auch die Daimler-Chrysler AG wurde als Ziel entsprechender Hedge-Fonds gehandelt, s. dazu FAZ v. 23.08.2005, S. 15 und Handelsblatt v. 07.09.2005, S. 27.

<sup>27</sup> *Bessler/Drobetz/Henn*, aaO (Fn. 10), S. 14; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 61. Unterkategorien sind insbesondere Global Macro, bei der basierend auf einer Bewertung von wirtschaftlichen und politischen Ereignissen Rückschlüsse auf allgemeine Marktentwicklungen gezogen werden, Long/Short Equity, mit der die bereits geschilderte ursprüngliche Hedge-Fonds-Strategie bezeichnet wird, und Emerging Markets.

<sup>28</sup> *FSA*, aaO (Fn. 3), S. 18; *Deutsche Bundesbank*, aaO (Fn. 12), S. 39; *The President's Working Group on Financial Markets*, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, 1999, S. 23; *Lähn*, Hedge Fonds, Banken und Finanzkrisen, 2004, S. 343; *Friedrich/Bahr*, aaO (Fn. 5), S. 130; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, aaO (Fn. 6), S. 470; *Groome* in IMF Survey 2004 (Vol. 33 No. 19), S. 303, abrufbar unter [www.imf.org](http://www.imf.org); s. dazu auch *Chan/Getmansky*, Systemic Risk and Hedge Funds, 2005.

<sup>29</sup> *Garbaravicius/Dierick*, aaO (Fn. 3), S. 27; *SEC*, aaO (Fn. 13), S. 37; *Kaiser*, aaO (Fn. 11), S. 86; *Deutsche Bundesbank*, aaO (Fn. 12), S. 39; *Friedrich/Bahr*, aaO (Fn. 5), S. 130; s. dazu auch Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 109.

<sup>30</sup> Hohes Leverage ist vor allem bei Fixed Income Arbitrage und Convertible Arbitrage anzutreffen, aber auch bei der opportunistischen Strategie Global Macro. S. zu den Strategien oben Fn. 24 und Fn. 27.

<sup>31</sup> S. dazu *Garbaravicius/Dierick*, aaO (Fn. 3), S. 30f.; *SEC*, aaO (Fn. 13), S. 37; *Groome*, aaO (Fn. 28), S. 303.

<sup>32</sup> Die Krise um den Hedge-Fonds Long-Term Capital Management im Jahr 1998 zwang die Federal Reserve zur Intervention. Siehe dazu *Edwards*, aaO (Fn. 2), S. 36ff.; *Garbaravicius/Dierick*, aaO (Fn. 3), S. 29; *Friedrich/Bahr*, aaO (Fn. 5), S. 38ff.

rückgegangen zu sein, und auch das Risikomanagement soll sich verbessert haben, was auf eine Verringerung des Systemrisikos hindeutet;<sup>33</sup> doch ist nicht auszuschließen, dass der erhöhte Wettbewerb unter den Banken um das Prime-Brokerage-Geschäft<sup>34</sup> mit Hedge-Fonds die Risikobereitschaft im Bankensektor erhöht.<sup>35</sup> Zugleich kann das starke Wachstum der Branche, das die Marktineffizienzen weiter reduziert und damit die Gewinnmargen verringert, Hedge-Fonds dazu veranlassen, wieder verstärkt Hebeleffekte einzusetzen.<sup>36</sup> Allerdings handelt es sich hierbei weniger um eine spezifische Gefahr von Hedge-Fonds, sondern um das allgemeine Systemrisiko, das einem hohen Leverage und entsprechenden Anlagestrategien inhärent ist.<sup>37</sup>

Ferner könnten über eine Beeinflussung der Preisbildung Turbulenzen an den Finanzmärkten ausgelöst werden.<sup>38</sup> In diesem Zusammenhang wird zum einen auf die verstärkende Wirkung des Leverage und das Engagement in engen Märkten sowie auf ein mögliches Herdenverhalten hingewiesen, das durch die Reputation und die Erfolge einiger Hedge-Fonds-Manager ausgelöst werden könnte.<sup>39</sup> Zum anderen könnte die gleichgerichtete Positionierung verschiedener Marktteilnehmer sowie ein ähnliches Risikomanagement eine preisbeeinflussende Wirkung entfalten, die insbesondere dann, wenn Hedge-Fonds in fallenden Märkten Verkaufsorters tätigen (positive-feedback-trading) – z.B. weil sie aufgrund des Wertverlustes ihres Anlagevermögens zur Rückführung von Krediten aufgefordert werden – möglicherweise zu einer Austrocknung sonst liquider Märkte führen könnte.<sup>40</sup> Dies hätte zur Folge, dass auch andere Marktteilnehmer nicht mehr zur Schließung ihrer Positionen in der Lage wären (Dominoeffekt).<sup>41</sup> Und schließlich wurde der Verdacht geäußert, dass gerade in der Hedge-Fonds-

---

<sup>33</sup> FSA, aaO (Fn. 3), S. 20; Garbaravicius/Dierick, aaO (Fn. 3), S. 32, 37; s. dazu auch *Counterparty Risk Management Policy Group II*, 2005, S. 1. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, aaO (Fn. 6), S. 470. Auch der Gesetzgeber ging davon aus, dass Hedge-Fonds mittlerweile verantwortungsbewusst mit den Risiken umgehen, Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 67.

<sup>34</sup> Prime-Broker erbringen aus einer Hand zentrale Dienstleistungen, die zur Umsetzung der Hedge-Fonds-Strategien erforderlich sind. Hierzu gehören insbesondere die Bereitstellung von Fremdkapital gegen Sicherheiten, die Verleihung von Wertpapieren zur Unterstützung bei Leerverkäufen sowie die Abwicklung der getätigten Wertpapiergeschäfte. S. dazu ausführlich Kaiser, aaO (Fn. 11), S. 108ff.; Lindemann, BB 2004, 2137.

<sup>35</sup> Dies befürchten auch Greenspan, Chairman der Federal Reserve, zitiert nach Der Spiegel v. 04.07.2005 (Heft 27), S. 112, und Meister, Bundesbankvorstandsmitglied und Vorsitzender des Banking Supervision Committee (BSC), zitiert nach Börsenzeitung v. 18.10.2005, S. 4; s. ferner BSC, Large EU banks' exposures to hedge funds, 2005, S. 4ff.; dazu auch FAZ v. 29.11.2005, S. 14 und Handelsblatt v. 29.11.2005, S. 23.

<sup>36</sup> Vgl. Garbaravicius/Dierick, aaO (Fn. 3), S. 56; Weber in Börsenzeitung v. 4.10.2005, S. 8.

<sup>37</sup> Edwards, aaO (Fn. 2), S. 42; Garbaravicius/Dierick, aaO (Fn. 3), S. 32; Lähn, aaO (Fn. 28), S. 344; vgl. auch Pütz/Schmies, BKR 2004, 51, 54.

<sup>38</sup> Deutsche Bundesbank, aaO (Fn. 12), S. 38; Garbaravicius/Dierick, aaO (Fn. 3), S. 44.

<sup>39</sup> Deutsche Bundesbank, aaO (Fn. 12), S. 38; s. dazu auch Lähn, aaO (Fn. 28), S. 322 und Friedrich/Bahr, aaO (Fn. 5), S. 128ff.

<sup>40</sup> FSA, aaO (Fn. 3), S. 28; Garbaravicius/Dierick, aaO (Fn. 3), S. 44ff.

<sup>41</sup> Deutsche Bundesbank, aaO (Fn. 12); Kaiser, aaO (Fn. 11), S. 86.



Branche einige Manager dazu neigen könnten, im Hinblick auf Marktmanipulation und Insiderhandel an die Grenzen der Legalität zu gehen.<sup>42</sup>

## (2) Verlustrisiko

Im Hinblick auf den Anlegerschutz spielt das Verlustrisiko der Investoren eine immer größere Rolle, seitdem in Hedge-Fonds nicht mehr nur erfahrene Großanleger investieren.<sup>43</sup> Denn zum einen betrifft das Verlustrisiko aufgrund der wachsenden Engagements von Pensionsfonds und Versicherungen inzwischen eine Vielzahl von Begünstigten mittelbar; zum anderen ist es Kleinanlegern aufgrund teilweise sinkender Mindestanlagesummen<sup>44</sup> zunehmend auch möglich, direkt in Hedge-Fonds zu investieren, oder über Dach-Hedge-Fonds oder strukturierte Produkte wie Indexzertifikate<sup>45</sup> an der Entwicklung des Sektors zu partizipieren.<sup>46</sup> Außerdem lassen die vielen Betrugsfälle und die damit einhergehende Ausbeutung von Investoren die Branche in den Blickpunkt der Regulierer rücken. So hat die SEC über einen Zeitraum von fünf Jahren 51 Fälle mit einem Gesamtvolumen von über 1,1 Milliarden US-Dollar verfolgt.<sup>47</sup>

## (3) Beeinflussung der Unternehmenspolitik

Vor dem Hintergrund der Geschehnisse um die Deutsche Börse AG wird insbesondere in Deutschland schließlich auch die Gefahr gesehen, dass Hedge-Fonds über ihre Beteiligungen aggressiven Einfluss auf die Unternehmenspolitik von Gesellschaften ausüben könnten und dabei zugunsten kurzfristiger Interessen möglicherweise das langfristige Wohl des Unternehmens außer Acht lassen könnten.<sup>48</sup> Doch besagt das Interesse an kurzfristigen Aktiengewinnen nicht automatisch, dass Finanzinvestoren nicht auch an langfristigen Unternehmensstrategien interessiert wären; denn eine Strategie, die langfristig hohe Profite verspricht, wird sich bei effizienten Kapitalmärkten im Aktienkurs niederschlagen und somit auch kurzfristig Gewinne ermöglichen.<sup>48a</sup> Des Weiteren trägt das Engagement von Hedge-Fonds nicht selten zur Sanierung insolvenzgefährdeter Unternehmen bei, da Hedge-Fonds oftmals auch noch in solchen Situationen Liquidität zur Verfügung stellen, in denen traditionelle Geldgeber Kredite

---

<sup>42</sup> FSA, aaO (Fn. 3), S. 53.

<sup>43</sup> SEC, aaO (Fn. 5), 72057; s. auch FSA, aaO (Fn. 3), S. 14; Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 68.

<sup>44</sup> In der Regel ist die Anlage in Hedge-Fonds aufgrund hoher Mindestanlagesummen vermögenden Investoren und institutionellen Anlegern vorbehalten, s. auch v. *Livonius*, WM 2004, 60, 61.

<sup>45</sup> Edwards, aaO (Fn. 2), S. 45; die Anlage über den Umweg strukturierter Produkte hatte auch der Bundesgesetzgeber im Rahmen des InvestModG im Auge, Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 68; s. zur Umgehung auch *Köndgen/Schmies*, WM 2004 SBeil. 1, S. 14.

<sup>46</sup> SEC, aaO (Fn. 5), 72057; vgl. auch FSA, aaO (Fn. 3), S. 14.

<sup>47</sup> SEC, aaO (Fn. 5), 72056; FSA, aaO (Fn. 3), S. 57. Zu den jüngsten Skandalen siehe Nachweise in Fn. 4.

<sup>48</sup> S. Nachweise in Fn. 6.

<sup>48a</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, aaO (Fn. 6), S. 467.

verweigern.<sup>48b</sup> Im Übrigen ist im Zusammenhang mit der Beeinflussung der Unternehmenspolitik erneut darauf hinzuweisen, dass es sich dabei weniger um ein branchenspezifisches Problem handelt, zumal sich Hedge-Fonds zunehmend auch mittelfristig engagieren und Private-Equity-Strategien verfolgen,<sup>49</sup> sondern diese „Gefahr“ vielmehr von der gesamten Asset-Management-Branche ausgeht, weshalb auch die FSA diese Frage im Rahmen ihrer Untersuchung ausgeklammert hat und in einem breiteren Kontext behandeln möchte.<sup>50</sup>

## b) Stabilisierende Effekte

Hedge-Fonds können aber auch einen stabilisierenden Einfluss auf die Finanzmärkte ausüben, insbesondere wenn sie in fallenden Märkten auf der Käuferseite auftreten (negativ feedback trading), beispielsweise weil sie eine Preisentwicklung als temporäre Übertreibung erkannt haben und konträre Positionen aufbauen.<sup>51</sup> Außerdem tragen sie durch die Anwendung von Arbitrage-Strategien zur effizienteren Preisbildung bei und erhöhen damit die Informationseffizienz der Kapitalmärkte, fördern die Liquidität an den Finanzmärkten und übernehmen – insbesondere auch durch das Engagement in Derivaten<sup>52</sup> oder den Kauf notleidender Kredite<sup>52a</sup> – Risiken, die andere Marktteilnehmer transferieren<sup>53</sup> bzw. nicht mehr eingehen wollen, und tragen auf diesem Weg teilweise auch zur Rettung angeschlagener Unternehmen bei.<sup>53a</sup> Nicht zuletzt bieten sie aus Investorensicht die Möglichkeit zur Diversifizierung des Portfolios.<sup>54</sup> Dieser positive Einfluss auf die Finanzmärkte darf im Rahmen der Diskussion nicht in Vergessenheit geraten.

## 4. Derzeitige Rahmenbedingungen für Hedge-Fonds

### a) Deutschland<sup>55</sup>

---

<sup>48b</sup> Vgl. dazu mit Beispielen wie etwa der Rettung des Automobilzulieferers Schefenacker FAZ v. 16.12.2005, S. 27.

<sup>49</sup> IMF, Global Financial Stability Report, 2005, S. 82; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, aaO (Fn. 6), S. 464.

<sup>50</sup> FSA, aaO (Fn. 3), S. 5.

<sup>51</sup> Deutsche Bundesbank, aaO (Fn. 12), S. 38; Garbaravicius/Dierick, aaO (Fn. 3), S. 44; Kaiser, aaO (Fn. 11), S. 85; Lähn, aaO (Fn. 28), S. 343; IMF, Global Financial Stability Report, 2005, S. 76; Groome, aaO (Fn. 28), S. 302.

<sup>52</sup> Garbaravicius/Dierick, aaO (Fn. 3), S. 25; SEC, aaO (Fn. 13), S. 4.

<sup>52a</sup> Der Kauf der Kredite erfolgt dabei teilweise unter der Bedingung, im Zweifel über einen Debt-Equity-Swap direkt am Unternehmen beteiligt zu werden, vgl. dazu FAZ v. 16.12.2005, S. 27 sowie Kestler/Striegel/Jesch, NZI 2005, 417, 422f.

<sup>53</sup> S. dazu Deutsche Bundesbank, aaO (Fn. 12), S. 42; FSA, aaO (Fn. 3), S. 5; SEC, aaO (Fn. 13), S. 4; The President's Working Group on Financial Markets, aaO (Fn. 28), S. 2; Garbaravicius/Dierick, aaO (Fn. 3), S. 25; Kaiser, aaO (Fn. 11), S. 86; Lähn, aaO (Fn. 28), S. 25; Ricke, BKR 2004, 60, 63.

<sup>53a</sup> S. schon oben Fn. 48b.

<sup>54</sup> SEC, aaO (Fn. 13), S. 5; FSA, aaO (Fn. 3), S. 5; Deutsche Bundesbank, aaO (Fn. 12), S. 40.

<sup>55</sup> Ausführlicher Überblick bei Wallach in Hdb. Hedge Funds, 2005, S. 56 ff.; ders. in Baums/Kahn, Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 119ff; Lindemann, aaO (Fn. 12), §§ 112 – 120 InvG; Köndgen/Schmies, aaO (Fn. 45), S. 14ff.;

## (1) Überblick

Nachdem Hedge-Fonds aufgrund der Restriktionen des KAGG nicht als Sondervermögen aufgelegt werden konnten und Anleger infolgedessen weitestgehend auf strukturierte Produkte wie Indexzertifikate angewiesen waren,<sup>56</sup> hat der Gesetzgeber zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland im Rahmen des InvModG zum 1.1.2004 erstmals rechtliche Rahmenbedingungen für Hedge-Fonds geschaffen.<sup>57</sup> Unterschieden wird dabei zwischen Single-Hedge-Fonds (Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken) und Dach-Hedge-Fonds (Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken), die jeweils als Spezial- oder Publikumsfonds aufgelegt und als Sondervermögen einer Kapitalanlagegesellschaft oder in der Rechtsform der Investmentaktiengesellschaft errichtet werden können.<sup>58</sup> Die rechtlichen Rahmenbedingungen ergeben sich im Wesentlichen aus den §§ 112 – 120 InvG sowie aus den übrigen Vorschriften des Gesetzes, die gemäß § 114 InvG mit Ausnahme der §§ 46 – 90 InvG Anwendung finden. Dach-Hedge-Fonds haben dabei eine weitergehende Regelung erfahren, weil diese nicht nur im Wege der Privatplatzierung, sondern auch öffentlich vertrieben werden dürfen.<sup>59</sup> Da das InvG allerdings nicht alle Formen kollektiver Kapitalanlage sondern nur Investmentvermögen in Form von Publikums- oder Spezial-Sondervermögen sowie Investmentaktiengesellschaften erfasst,<sup>60</sup> ist es nach wie vor möglich, nach allgemeinem Gesellschaftsrecht Unternehmen zu gründen, die Hedge-Fonds-Strategien verfolgen, ohne dabei den speziellen Regelungen des InvG zu unterliegen.<sup>61</sup>

Hedge-Fonds gehören nicht zu den richtlinienkonformen Sondervermögen, da die OGAW-Richtlinie<sup>62</sup> u.a. in Art. 42 Leerverkäufe untersagt und Kreditaufnahmen nur bis zur Höhe von

*Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51ff.; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 62ff. Zu steuerlichen Aspekten s. *Schmitt/Hagen*, DStR 2004, 837; *Wallach*, aaO, S. 83ff.

<sup>56</sup> Insbesondere stand § 9 V KAGG Leerverkäufen und § 9 IV KAGG einer intensiven Nutzung von Leverage entgegen. S. dazu ausführlich *Berger/Steck*, ZBB 2003, 192, 194; *Luttermann/Backmann*, ZIP 2002, 1017, 1018.

<sup>57</sup> Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 107; *Lindemann*, aaO (Fn. 12), Vor § 112 InvG Rn. 13; *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 56; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 63; *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 14.

<sup>58</sup> Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 68; *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 63.

<sup>59</sup> *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 15. Ausführlich zum Vertrieb s.u. I.4.a)(5).

<sup>60</sup> *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 6.

<sup>61</sup> Es können aber aufsichtsrechtliche Restriktionen des KWG zu beachten sein, vgl. v. *Livonius*, WM 2004, 60, 62; *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51 Fn. 2; noch zum KAGG auch *Luttermann/Backmann*, ZIP 2002, 1017, 1018 und *Kayser/Steinmüller*, FR 2002, 1269, 1274. Zur strittigen Frage, unter welchen Voraussetzungen Gesellschaften, die ihr Vermögen in Finanzinstrumente anlegen, nicht mehr als (erlaubnisfreie) Finanzunternehmen iSv § 1 Abs. 3 Nr. 5 KWG einzuordnen sind, sondern von einer Erlaubnispflicht auszugehen ist, vgl. einerseits BVerwG NZG 2005, 265; VG Frankfurt, ZIP 2005, 1500; *Sahavi*, ZIP 2005, 929, 938; andererseits und demgegenüber restriktiver v. *Livonius*, EWiR 2005, 643f.; *ders.* EWiR 2005, 363f.; *Görner/Dreher*, ZIP 2005, 2139, 2143; *Fock*, ZBB 2004, 365, 371; *Fülbier* in *Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, KWG, § 1 Rn. 131, 178.

<sup>62</sup> Richtlinie 85/611/EWG vom 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), geändert durch die Richtlinien 2001/107/EG, 2001/108/EG, 2004/39/EG, 2005/1/EG.

10 Prozent des Sondervermögens gestattet, Art. 36 Abs. 2.<sup>63</sup> Dementsprechend profitieren sie auch nicht vom Europäischen Pass für Investmentfonds. Allerdings können auch richtlinienkonforme Sondervermögen in begrenztem Maße Hedge-Fonds-Strategien verfolgen, weil sie bis zu einem Investitionsgrad von 200 Prozent auch bestimmte Derivate erwerben dürfen.<sup>64</sup> Im Übrigen existiert auf europäischer Ebene keine dem deutschen Recht vergleichbare spezifisch auf Hedge-Fonds bezogene Regelung, wenngleich verschiedene Richtlinien den Sektor teilweise beeinflussen können;<sup>65</sup> weder die MiFiD-Richtlinie noch andere kapitalmarktspezifische Richtlinien enthalten entsprechende Normen. Insbesondere die am 1. Juli 2005 umgesetzte Quellensteuer-Richtlinie,<sup>66</sup> die sicherstellen soll, dass EU-Bürger Zinserträge im Land ihres Wohnsitzes anmelden, könnte indes die Hedge-Fonds-Branche beeinflussen, und zwar vor allem den im Rentenmarkt engagierten Fixed Income Sektor.<sup>67</sup> Denn auch zahlreiche Offshore-Standorte haben der Einführung der Regelung oder zumindest einem Datenaustausch zugestimmt.<sup>68</sup>

## (2) Genehmigungserfordernisse und Meldepflichten

Hedge-Fonds im Sinne des InvG unterliegen grundsätzlich den allgemeinen aufsichtsrechtlichen Verpflichtungen, die eine effiziente Marktaufsicht gewährleisten und auf diesem Weg auch das Vertrauen der Anleger stärken sollen.<sup>69</sup> Unabhängig von der gewählten Rechtsform bedarf der Geschäftsbetrieb daher der schriftlichen Genehmigung durch die BaFin, § 7 Abs. 1 S. 1 bzw. § 97 Abs. 1 S. 1 InvG.<sup>70</sup> Außerdem müssen auch die Vertragsbedingungen des jeweiligen Hedge-Fonds genehmigt werden, und zwar abweichend von den generellen Vorschriften nicht nur bei Auflage als Publikumsfonds, sondern auch bei der Ausgestaltung als Spezialsondervermögen, §§ 43 Abs. 2, 93 Abs. 1 InvG.<sup>71</sup>

<sup>63</sup> Vgl. auch *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 59; *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 78; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 66.

<sup>64</sup> § 51 Abs. 2 InvG bzw. Art. 21 Abs. 3 OGAW-RL.

<sup>65</sup> Vgl. *Garbaravicius/Dierick*, aaO (Fn. 3), S. 52. S. insbesondere zum Einfluss der am 28.9.2005 vom Parlament angenommenen Eigenkapitalrichtlinie (vgl. Pressemitteilung v. 11.10.2005, IP/05/1250, abrufbar unter [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)), der Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen (93/22/EWG) und der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (2004/39/EG) *PriceWaterhouseCoopers*, The regulation and distribution of hedge funds in Europe, 2005, S. 4ff. Zum Einfluss der Finanzsicherheiten-Richtlinie (2002/47/EG) ausführlich *Herring/Cristea*, ZIP 2004, 1627 ff.

<sup>66</sup> Richtlinie 2003/48/EG des Rates vom 3.6.2003 im Bereich der Besteuerung von Zinserträgen, s. auch 2004/587/EG, Entscheidung des Rates vom 19.7.2004 zum Zeitpunkt der Anwendung der Richtlinie.

<sup>67</sup> *PriceWaterhouseCoopers*, The regulation and distribution of hedge funds in Europe, 2005, S. 7.

<sup>68</sup> So z.B. die British Virgin Islands, Guernsey, Jersey, die Cayman Islands und die Isle of Man, s. dazu ausführlich MEMO/05/228 v. 30.6.2005, abrufbar unter <http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/05/228>.

<sup>69</sup> Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 65.

<sup>70</sup> *Lindemann*, aaO (Fn. 12), Vor § 112 Rn. 31f.; *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 57; *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 53. § 7 Abs. 1 S. 1 InvG hat nur klarstellende Funktion, da sich die Genehmigungspflicht für die KAG bereits aus § 32 KWG ergibt (Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 77).

<sup>71</sup> *Lindemann*, aaO (Fn. 12), Vor § 112 Rn. 33ff.; *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 60; *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 53. Bei der InvAG gilt das Genehmigungserfordernis entsprechend für die Satzung, § 99 Abs. 3 InvG.

Des Weiteren besteht nach § 10 Abs. 2 InvG die Verpflichtung, Transaktionen in börsennotierten Wertpapieren und Derivaten der BaFin zu melden,<sup>72</sup> was spätestens am fünften Werktag nach Geschäftsabschluss zu erfolgen hat, § 10 Abs. 3 InvG iVm § 10 Abs. 4 InvMV.<sup>73</sup>

Diese Meldepflicht bezieht sich bei Dach-Hedge-Fonds aber nicht auf die von den Zielfonds getätigten Geschäfte, sodass diese nur dann meldepflichtig sind, wenn die Zielfonds ihrerseits ausnahmsweise an einem organisierten Markt gehandelt werden.<sup>74</sup> Ferner sind gemäß § 44 InvG Jahres- und Halbjahresberichte zu erstellen, die insbesondere auch Angaben über die getätigten Leerverkäufe enthalten müssen und bei Publikumssondervermögen<sup>75</sup> grundsätzlich zu veröffentlichen und unverzüglich nach der ersten Verwendung der BaFin sowie der Bundesbank einzureichen sind.<sup>76</sup>

Von der Pflicht zur regelmäßigen Übermittlung des Vermögensstandes nach § 10 Abs. 1 InvG hat der Gesetzgeber Hedge-Fonds hingegen befreit,<sup>77</sup> ebenso wie auch die sich aus § 36 Abs. 1 InvG ergebende Pflicht zur börsentäglichen Wertermittlung des Sondervermögens im Hinblick auf die komplexen Anlagestrategien und die teilweise schwierige Bewertung der Anlageobjekte in den Vertragsbedingungen eingeschränkt werden kann, § 116 InvG.<sup>78</sup>

Neben Meldepflichten aus dem InvG finden die allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten aus anderen Gesetzen Anwendung, wie insbesondere § 20 AktG, § 21 WpHG und § 35 WpÜG.

### (3) Qualifikation des Leitungspersonals

Sowohl Kapitalanlagegesellschaften als auch Investmentaktiengesellschaften bedürfen zweier zuverlässiger und fachlich geeigneter Geschäftsleiter.<sup>79</sup> Darüber hinaus hat der Gesetzgeber aus Anlegerschutzgesichtspunkten in § 120 InvG besondere Anforderungen an die Portfolio-

<sup>72</sup> Pütz/Schmies, BKR 2004, 51, 53; v. Livonius, WM 2004, 60, 65.

<sup>73</sup> Diese Meldepflicht wird vom Bundesfinanzministerium (BMF) derzeit vor dem Hintergrund der internationalen Wettbewerbsfähigkeit geprüft, s. Konsultationspapier des BMF zur Novellierung des Investmentgesetzes vom 20. April 2005, S. 3, abrufbar unter [www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de).

<sup>74</sup> Pütz/Schmies, BKR 2004, 51, 53; v. Livonius, WM 2004, 60, 68.

<sup>75</sup> Spezialfonds haben die Berichte nur auf Anforderung einzureichen, § 94 Abs. 1 InvG.

<sup>76</sup> §§ 44 Abs. 1 Nr. 2, 45 Abs. 1 und 3 InvG. Sie dazu insbesondere v. Livonius, WM 2004, 60, 65, der für eine einschränkende Auslegung der Veröffentlichungspflicht plädiert.

<sup>77</sup> § 10 Abs. 1 Satz 4 InvG. S. auch Köndgen/Schmies, aaO (Fn. 45), S. 16; v. Livonius, WM 2004, 60, 65; Pütz/Schmies, BKR 2004, 51, 53.

<sup>78</sup> Köndgen/Schmies, aaO (Fn. 45), S. 15; Wallach, aaO (Fn. 55), S. 65; Pütz/Schmies, BKR 2004, 51, 53. § 116 InvG ermöglicht es Hedge-Fonds zudem, die Anteilsrücknahme auf bestimmte Termine, mindestens aber einmal vierteljährlich, zu beschränken sowie eine Rückgabefrist von bis zu 40 bzw. bei Dach-Hedge-Fonds sogar von bis zu 100 Tagen zu vereinbaren.

<sup>79</sup> §§ 33 Abs. 1 Nr. 4, 33 Abs. 2, 1 Abs. 2 Satz 1 KWG. Bei KAGs handelt es sich gemäß § 6 Abs. 1 Satz 1 InvG, § 1 Abs. 1 Nr. 6 KWG um Spezialkreditinstitute, während auf InvAGs gemäß § 99 Abs. 2 InvG weitestgehend die für Finanzdienstleistungsinstitute geltenden Vorschriften des KWG anzuwenden sind.

manager von Dach-Hedge-Fonds normiert.<sup>80</sup> Diese müssen neben der allgemeinen fachlichen Eignung für die Durchführung von Investmentgeschäften auch ausreichendes Erfahrungswissen und praktische Kenntnisse hinsichtlich der Anlage in Hedge-Fonds haben, wobei der Gesetzgeber bewusst von der Angabe eines bestimmten Erfahrungszeitraumes abgesehen hat.<sup>81</sup>

Wird die Portfolioverwaltung ausgelagert, müssen die mit der Verwaltung betrauten Unternehmen für Zwecke der Vermögensverwaltung zugelassen sein und einer öffentlichen Aufsicht unterliegen, § 16 Abs. 2 InvG.<sup>82</sup> In der Praxis kommen in erster Linie britische Hedge-Fonds-Management-Unternehmen in Betracht, die der Zulassung durch die *FSA* unterliegen,<sup>83</sup> ab Februar 2006 aufgrund der von der SEC neu eingeführten Registrierungspflicht möglicherweise aber auch US-amerikanische<sup>84</sup> - insgesamt harrt dieser Komplex noch der endgültigen Klärung, insbesondere welche besonderen Anforderungen § 16 Abs. 2 InvG bzw. Art. 5g OGAW-RL an die ausländische Aufsicht stellen.

#### **(4) Anlagebeschränkungen**

##### **(a) Single-Hedge-Fonds**

Aufgrund der vielfältigen Anlagestrategien und der erwünschten Wettbewerbsfähigkeit deutscher Produkte unterliegen Single-Hedge-Fonds nur geringen gesetzlichen Vorgaben.<sup>85</sup> Sie müssen den Grundsatz der Risikomischung beachten und sich bei der Anlage auf die in § 2 Abs. 4 Nr. 1–4 und Nr. 7–9 InvG genannten Vermögensgegenstände beschränken, insbesondere darf nicht in Immobilien investiert werden.<sup>86</sup> Außerdem ist die Beteiligung an nicht börsennotierten Unternehmen auf 30 Prozent des Sondervermögens begrenzt, da der Gesetzgeber vermeiden wollte, dass Private-Equity-Fonds die Möglichkeiten des InvG nutzen.<sup>87</sup>

Leverage und Leerverkäufe sind grundsätzlich unbeschränkt zulässig, können aber gemäß § 112 Abs. 4 InvG vom BMF mittels Rechtsverordnung beschränkt werden, soweit dies zur Abwendung von Missbrauch und zur Wahrung der Integrität des Marktes erforderlich ist.<sup>88</sup>

---

<sup>80</sup> Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 112; s. auch *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 52; *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 120 InvG Rn. 3; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 66; *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 16.

<sup>81</sup> Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 112; *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 52.

<sup>82</sup> *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 120 Rn. 4; *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 52.

<sup>83</sup> *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 52; *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 120 InvG Rn. 4.

<sup>84</sup> Anders noch *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 52 und *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 120 InvG Rn. 4.

<sup>85</sup> Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 107; *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 53.

<sup>86</sup> *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 112 InvG Rn. 5; *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 53; *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 15; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 63; ausführlich *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 61f.

<sup>87</sup> Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 108; *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 15; *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 65; *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 112 Rn. 40.

<sup>88</sup> *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 112 InvG Rn. 66; v. *Livonius*, WM 2004, 60,64; *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 53.

Diese bislang nicht genutzte Verordnungsermächtigung trägt den Risiken im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität Rechnung. Der Gesetzgeber führte zwar aus, dass dem Leverage über Kreditaufnahmen in der Regel schon durch die erforderliche Bestellung von Sicherheiten Grenzen gesetzt werden, hielt die Verordnungsermächtigung aber dennoch aufgrund der systemischen Risiken für erforderlich.<sup>89</sup> Um das Ziel der Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Finanzplatzes nicht zu konterkarieren, ist hier aber Zurückhaltung wünschenswert,<sup>90</sup> zumal es sich bei den mit Leverage und Leerverkäufen verbundenen Systemrisiken nicht um branchenspezifische Gefahren handelt.

Im Übrigen dürfen bei Single-Hedge-Fonds auch Sicherheiten an Gegenständen des Sondervermögens im Zusammenhang mit Krediten oder Derivatgeschäften bestellt werden, § 31 Abs. 5 InvG.<sup>91</sup> Dem Primebroker steht dabei ein umfassendes Nutzungsrecht an den zur Sicherheit gestellten Wertpapieren zu, um die Bestände effizient bewirtschaften zu können.<sup>92</sup>

#### (b) Dach-Hedge-Fonds

Demgegenüber unterliegen Dach-Hedge-Fonds aus Gründen des Anlegerschutzes weitaus strengeren Restriktionen. So kommen als Zielfonds nur Sondervermögen iSv § 112 InvG oder InvAGs, deren Satzungen vergleichbare Anlageformen vorsehen, sowie entsprechende ausländische Investmentvermögen in Betracht.<sup>93</sup> Inländische Hedge-Fonds in nicht vom InvG erfasster gesellschaftsrechtlicher Konstruktion scheiden hingegen aus.<sup>94</sup> Ausländische Zielfonds müssen zwar nicht vergleichbar beaufsichtigt werden, sodass grundsätzlich auch in Hedge-Fonds aus Offshore-Staaten investiert werden kann,<sup>95</sup> doch muss es sich um Staaten handeln, die im Rahmen der Geldwäschebekämpfung kooperieren.<sup>96</sup> Außerdem müssen die Vermögensgegenstände des ausländischen Fonds von einer Depotbank verwahrt oder die Funktionen von einer vergleichbaren Einrichtung wahrgenommen werden.<sup>97</sup>

---

<sup>89</sup> Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 109.

<sup>90</sup> So schon *Leistikow/Ellerkmann*, BB 2003, 2693, 2701; *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 53f.; *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 112 Rn. 66.

<sup>91</sup> S. auch v. *Livonius*, WM 2004, 60, 64.

<sup>92</sup> Auslegung des Bundesministeriums der Finanzen zur Thematik Primebroker nach dem Investmentgesetz (Stand 26. Mai 2004), abgedruckt bei *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 112 InvG Anh. 1; *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 68; s. im Zusammenhang mit der Finanzsicherheiten-RL auch *Herring/Cristea*, ZIP 2004, 1627, 1635.

<sup>93</sup> *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 113 InvG Rn. 7; *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 16; *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 72f.; *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 54.

<sup>94</sup> *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 16; *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 113 InvG Rn. 8.

<sup>95</sup> Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 109; *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 113 Rn. 9; *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 16; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 66.

<sup>96</sup> § 113 Abs. 4 Satz 3 InvG. Gemeint ist die Kooperation mit der Financial Action Task Force, s. Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 110; ferner *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 16; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 66.

<sup>97</sup> Dazu näher *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 54f.

Als Zielfonds scheiden des Weiteren solche Hedge-Fonds aus, die ihrerseits in andere Zielfonds anlegen (Kaskadenverbot).<sup>98</sup> Aus Gründen der Risikostreuung dürfen auch nicht mehr als zwanzig Prozent des Vermögenswertes in einen einzelnen Fonds angelegt werden, ebenso wie auch nicht in mehr als zwei Fonds vom gleichen Emittenten oder Fondsmanager investiert werden darf, § 113 Abs. 4 InvG.<sup>99</sup> Bei der Auswahl müssen schließlich im Rahmen einer umfassenden Due Diligence sämtliche verfügbaren Informationen zu Rate gezogen werden; anschließend sind die Zielfonds laufend zu überwachen.<sup>100</sup>

Dach-Hedge-Fonds dürfen nur bis zu 49 Prozent des Vermögenswertes in Bankguthaben und Geldmarktinstrumente anlegen und nur zur Währungskurssicherung bestimmte Devisentermingeschäfte abschließen, § 113 Abs. 2 InvG.<sup>101</sup> Leverage und Leerverkäufe sind hingegen generell verboten, sodass mangels Verweisung in § 114 InvG nicht einmal die für richtlinienkonforme Sondervermögen in § 53 InvG zugelassene Kreditaufnahme bis zur Höhe von zehn Prozent des Sondervermögens zulässig ist,<sup>102</sup> die zur Überbrückung von Liquiditätsengpässen aufgrund von Rücknahmeanträgen aber durchaus sinnvoll sein kann.<sup>103</sup>

### (5) Vertrieb

Um unerfahrene Anleger vor den besonderen Verlustrisiken zu schützen, dürfen Single-Hedge-Fonds unabhängig von ihrer Errichtungsform nicht öffentlich vertrieben werden, §§ 112 Abs. 2, 101 Abs. 6 InvG.<sup>104</sup> Es kommt nur ein Vertrieb im Wege des Private Placements in Betracht, der nur Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstituten mit einer Erlaubnis zur Anlage- und Abschlussvermittlung erlaubt ist, nicht hingegen freien Vermittlern,<sup>105</sup> wodurch eine entsprechende Beratungsqualität gewährleistet werden soll.<sup>106</sup> Ob für Single-Hedge-Fonds, die als Publikumsfonds aufgelegt werden, außerdem auch ein Verkaufsprospekt erstellt werden muss, wird unterschiedlich beurteilt. Da nur Spezialfonds von der Ausnahmeregelung des § 93 Abs. 3 InvG profitieren und Single-Hedge-Fonds zunächst nur als Spezialsondervermö-

<sup>98</sup> § 113 Abs. 4 Satz 2 InvG, s. auch *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 16; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 66.

<sup>99</sup> *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 73; *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 15; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 66.

<sup>100</sup> Dazu näher *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 113 InvG Rn. 33ff.; *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 74f.

<sup>101</sup> *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 113 InvG Rn. 27f.; *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 16.

<sup>102</sup> *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 113 InvG Rn. 32; *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 72; *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 54; *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 15; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 67.

<sup>103</sup> Zurecht kritisch schon *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 15; *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 72. Inzwischen erwägt auch das BMF, Dach-Hedge-Fonds zukünftig die entsprechende Kreditaufnahme zu ermöglichen, s. Konsultationspapier des BMF zur Novellierung des Investmentgesetzes vom 20. April 2005, S. 6.

<sup>104</sup> Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 15/1944, S. 14; s. ferner *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 112 InvG Rn. 43ff.; *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 15; *Nickel*, ZBB 2004, 197, 204; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 64.

<sup>105</sup> §§ 2 Abs. 6 Nr. 8, 1 Abs. 1a Nr. 1 und 2 KWG. S. auch *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 15; v. *Livonius*, WM 2004, 60, 65; *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 68.



gen zugelassen werden sollten, wird teilweise argumentiert, dass der Gesetzgeber es möglicherweise versäumt hätte, die erforderlichen Folgeänderungen vorzunehmen, weshalb nicht nur die Prospektpflicht angenommen sondern sogar eine eingeschränkte analoge Anwendung von § 117 InvG befürwortet wird.<sup>107</sup> Dem wird entgegengehalten, dass Regelungen über Verkaufsprospekte naturgemäß einen öffentlichen Vertrieb voraussetzten, der bei Single-Hedge-Fonds aber gerade verboten sei.<sup>108</sup> Aufgrund der unklaren Gesetzesregelung und des grundsätzlich anwendbaren § 42 Abs. 1 InvG sollte nicht zuletzt aus haftungsrechtlichen Gesichtspunkten von der Prospektpflicht ausgegangen werden.<sup>109</sup> Indes spricht gegen eine entsprechende Anwendung der strengeren Anforderungen des § 117 InvG neben dessen Wortlaut auch, dass der Gesetzgeber nur bei Single-Hedge-Fonds den Vertrieb durch freie Vermittler ausgeschlossen hat, weil er davon ausging, dass der Anlegerschutz bei Dach-Hedge-Fonds bereits über die höheren Anforderungen an die Qualifikation der Manager und den Verkaufsprospekt gegeben wäre.<sup>110</sup>

Inländische Dach-Hedge-Fonds dürfen demgegenüber öffentlich und auch durch freie Vermittler vertrieben werden.<sup>111</sup> Vertragsbedingungen und Prospekte müssen aber neben den allgemeinen Pflichtangaben auch zusätzliche Sonderangaben enthalten, §§ 117, 118 InvG. Außerdem darf nur ein ausführlicher Verkaufsprospekt zugänglich gemacht werden, der insbesondere auch einen Warnhinweis des Bundesfinanzministers enthalten muss. Im Übrigen sind beim Erwerb durch Privatanleger sämtliche Verkaufsunterlagen vor Vertragsschluss auszuhändigen, muss auf die Risiken der Anlage hingewiesen und zudem ein Schriftformerfordernis beachtet werden, § 121 Abs. 3 InvG.<sup>112</sup>

Für Investoren, die ihrerseits besonderen Regulierungen unterliegen, existieren außerdem teilweise spezifische aufsichtsrechtliche Regelungen; so sind etwa für inländische Versicherungen aus Risikogesichtspunkten u.a. Investitionen in einzelne Single-Hedge-Fonds auf 1 Prozent des gebundenen Vermögens begrenzt.<sup>113</sup>

---

<sup>106</sup> Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 15/1944, S. 20f.

<sup>107</sup> Nickel, ZBB 2004, 197, 296; Wallach, aaO (Fn. 55), S. 70.

<sup>108</sup> Lindemann, aaO (Fn. 12), § 117 InvG Rn. 5, der u.a. auf das Wertpapierverkaufsprospektgesetz verweist.

<sup>109</sup> Das WpPG findet gemäß § 1 Abs. 2 Nr. 1 WpPG keine Anwendung auf Anteile oder Aktien, die von einer Kapitalanlagegesellschaft, Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital oder ausländischen Investmentgesellschaft ausgegeben werden und bei denen die Anteilsinhaber ein Recht auf Rückgabe haben.

<sup>110</sup> S. Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 15/1944, S. 21.

<sup>111</sup> Wallach, aaO (Fn. 55), S. 67; v. Livonius, WM 2004, 60, 67; Lindemann, aaO (Fn. 12), Vor § 112 InvG Rn. 37.

<sup>112</sup> Pütz/Schmies, BKR 2004, 51, 59; v. Livonius, WM 2004, 60, 68; Wallach, aaO (Fn. 55), S. 77; für eine entsprechende Anwendung auf Single-Hedge-Fonds Nickel, ZBB 2004, 197, 207f.

<sup>113</sup> S. dazu ausführlich Rundschreiben 7/2004 der BaFin v. 20.08.2004 sowie Zahn/Lemke, BKR 2005, 121f.

## (6) Ausländische Hedge-Fonds

Ausländische Single-Hedge-Fonds dürfen ebenso wie inländische nicht öffentlich vertrieben werden, § 135 Abs. 1 Satz 2 InvG.<sup>114</sup> Demgegenüber ist der Vertrieb ausländischer Dach-Hedge-Fonds möglich, richtet sich mangels Einhaltung der OGAW-Richtlinie aber nach den Vorschriften über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile, die keine EG-Investmentanteile sind,<sup>115</sup> und setzt damit formell eine Vertriebsanzeige gegenüber der BaFin sowie das Abwarten einer daran anschließenden Dreimonatsfrist voraus, §§ 139, 140 InvG.<sup>116</sup> Der ausländische Hedge-Fonds muss einer wirksamen öffentlichen Aufsicht unterliegen und die zuständigen Aufsichtsstellen zu einer befriedigenden Zusammenarbeit mit der BaFin bereit sein, § 136 Abs. 1 InvG.<sup>117</sup> Außerdem müssen die Anforderungen an die Anlagepolitik mit denen inländischer Dach-Hedge-Fonds vergleichbar sein, § 136 Abs. 4 InvG.<sup>118</sup>

Werden ausländische Hedge-Fonds nur im Wege der Privatplatzierung vertrieben, unterliegen sie nicht den spezifischen aufsichtsrechtlichen Verpflichtungen des InvG.<sup>119</sup> Die allgemeinen kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten, wie § 21 WpHG, § 35 WpÜG oder § 20 AktG, finden aber Anwendung, da sich deren Adressatenkreis unabhängig von der Frage bestimmt, ob der Betroffene seinen Sitz im In- oder Ausland hat.<sup>120</sup>

Öffentlich vertriebene ausländische Dach-Hedge-Fonds müssen demgegenüber auch einen geprüften Jahres- sowie einen ungeprüften Halbjahresbericht in deutscher Sprache im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlichen und die Berichte auch der BaFin einreichen, §§ 122 Abs. 2, 139 Abs. 2 Nr. 6 InvG.<sup>121</sup> Außerdem ist der deutsche Wortlaut gemäß § 123 auch maßgeblich. Im Übrigen sind bei jeder Ausgabe oder Rücknahme, mindestens aber zweimal

---

<sup>114</sup> Wallach, aaO (Fn. 55), S. 78; Pütz/Schmies, BKR 2004, 51, 59; Lindemann, aaO (Fn. 12), Vor § 112 InvG Rn. 37.

<sup>115</sup> Pütz/Schmies, BKR 2004, 51, 59; Wallach, aaO (Fn. 55), S. 78; v. Livonius, WM 2004, 60, 66. Im Hinblick auf Tätigkeit und Vertrieb von Hedge-Fonds mit Sitz innerhalb der EU müssen nationale Regelungen selbstverständlich den Grundfreiheiten Rechnung tragen. Entsprechend ließ der Regierungsentwurf zunächst auch nur den Vertrieb von Investmentanteilen von Gesellschaften mit Sitz in der EG oder dem EWR zu (Begr. RegE InvG, BT-Drucks. 15/1553, S. 116); diese Beschränkung wurde im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens aber aufgehoben. Vgl. allgemein zur Reichweite der Kapitalverkehrsfreiheit auch die „Golden-Share“-Rspr, EuGH, Rs. C-367/98, Kommission/Portugal, Slg. 2002, I-4731, Rn. 44 ff.; Rs. C-483/99, Kommission/Frankreich, Slg. 2002, I-4781, Rn. 40 f.; Rs. C-463/00, Kommission/Spanien, Slg. 2003, I-4581, Rn. 56 sowie Grabitz/Hilf, Art. 56 EGV Rn. 13ff.

<sup>116</sup> Pütz/Schmies, BKR 2004, 51, 59; Wallach, aaO (Fn. 55), S. 78.

<sup>117</sup> Wallach, aaO (Fn. 55), S. 79.

<sup>118</sup> Wallach, aaO (Fn. 55), S. 79; Pütz/Schmies, BKR 2004, 51, 59.

<sup>119</sup> Wallach, aaO (Fn. 55), S. 82.

<sup>120</sup> S. dazu allgemein Schneider in Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 21 Rn. 30; MünchKomm-AktG/Schlitt, § 35 WpÜG Rn. 46; Krause/Pöttsch in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 35 Rn. 51; Hüffer, AktG, § 20 Rn. 2; Nottmeier/Schäfer, AG 1997, 87, 90 (zu § 21 WpHG).

<sup>121</sup> Wallach, aaO (Fn. 55), S. 83.

im Monat, Ausgabe- und Rücknahmepreise in einer verbreiteten Wirtschafts- oder Tageszeitung zu veröffentlichen, § 122 Abs. 2 Nr. 3 InvG.<sup>122</sup>

## b) Rechtslage im Ausland

Für das Kapitalmarktrecht spielen heute die Regulierungen in den USA und in Großbritannien als die dominierenden Märkte und Leitbilder für EU- und deutsche Regulierung eine herausragende Rolle:

### (1) USA

Obwohl Hedge-Fonds in den Vereinigten Staaten grundsätzlich dem Anwendungsbereich verschiedener Aufsichtsregelungen unterliegen, war es ihnen bislang möglich, durch die Inanspruchnahme bestimmter Ausnahmetatbestände weitestgehende Regulierungsfreiheit zu erreichen.<sup>123</sup> So ist eine Registrierung aufgrund des Investment Company Act of 1940, der unter anderem Restriktionen bezüglich Short-selling und Leverage enthält, für Fonds mit weniger als 100 Investoren und für solche, die sich nur an „qualified purchasers“<sup>124</sup> wenden, nicht erforderlich, sofern auf ein öffentliches Angebot verzichtet wird.<sup>125</sup> Insbesondere durch diese Beschränkung auf Privatplatzierungen kann des Weiteren auch die Registrierungspflicht des Securities Act of 1933 vermieden werden, die in erster Linie dem Anlegerschutz dient und mit bestimmten Informationspflichten verbunden ist.<sup>126</sup> Außerdem wird die Anlegerzahl regelmäßig beschränkt, um eine Ausnahmeregelung des Securities Exchange Act of 1934 für sich beanspruchen zu können.<sup>127</sup> Die Registrierungspflicht des Investment Advisers Act of 1940, die ab einer Anzahl von mehr als 15 Klienten innerhalb der letzten zwölf Monate eingreift und insbesondere weitreichende Konsequenzen im Hinblick auf Publizität und Aufzeichnungspflichten nach sich zieht, kann schließlich umgangen werden, da nicht die jeweilige Eigentümerzahl von Unterorganisationen entscheidend ist, sondern ganze Beteiligungsgesell-

<sup>122</sup> Wallach, aaO (Fn. 55), S. 83.

<sup>123</sup> Edwards, aaO (Fn. 2), S. 33; MacHarg in Baums/Cahn, Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 60; Hellrung, 9 N.C. Banking Inst. (North Carolina Banking Institute, April 2005), 317, 323; O'Halloran, 79 Tul. L. Rev. (Tulane Law Review, Dezember 2004) 461, 467; Karmel, 80 Notre Dame L. Rev. (März 2005) 909, 923; SEC, aaO (Fn. 13), S. 11ff.; Bolter, 57 Admin. L. Rev. (Administrative Law Review, 2005) 595, 611; Berger/Steck, ZBB 2003, 192, 198f.; Luttermann/Backmann, ZIP 2002, 1017, 1020f.; Kaiser, aaO (Fn. 11), S. 54ff.

<sup>124</sup> Der Begriff umfasst Privatanleger ab einem Vermögen von 5 Mio. US-Dollar und institutionelle Anleger ab einem Vermögen von 25 Mio. US-Dollar, 15 U.S.C. § 80a – 2(a)(51).

<sup>125</sup> Investment Company Act of 1940, 15 U.S.C. § 80a – 3(c)(1), - 3(c)(7); Edwards, aaO (Fn. 2), S. 33; SEC, aaO (Fn. 13), S. 11f.; O'Halloran, 79 Tul. L. Rev. 461, 467; Hellrung, 9 N.C. Banking Inst. 317, 326; MacHarg, aaO (Fn. 123), S. 61; Luttermann/Backmann, ZIP 2002, 1017, 1020 Fn. 36; Friedrich/Bahr, aaO (Fn. 5), S. 214.

<sup>126</sup> Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § 77(d)(2); eine weitere Ausnahmeregelung kommt in Betracht, wenn nur von "Accredited Investors" aquiriert wird. Ausführlich MacHarg, aaO (Fn. 123), S. 63; O'Halloran, 79 Tul. L. Rev. 461, 468; Hellrung, 9 N.C. Banking Inst. 317, 324; SEC, aaO (Fn. 13), S. 13f.

schaften nach bisheriger Auslegung einzeln gezählt werden konnten.<sup>128</sup> Entsprechend dem Grundgedanken des amerikanischen Kapitalmarktrechts, dass der „sophisticated investor“ mangels Schutzbedürftigkeit in der Lage ist, seine Anlageentscheidungen weitgehend frei von rechtlichen Beschränkungen zu treffen,<sup>129</sup> konnten Hedge-Fonds bisher also nahezu unbeschränkt agieren.

Grundsätzlich unterliegen viele Hedge-Fonds zwar darüber hinaus wegen ihrer Engagements in Optionen und Futures der Regulierung durch die Commodity Futures Trading Commission (CFTC);<sup>130</sup> indes interpretiert die SEC jüngere Regelungsänderungen der CFTC, durch die weitere Ausnahmetatbestände eingeführt wurden, dahingehend, dass auch diese Registrierung inzwischen vermieden werden könne.<sup>131</sup>

Die amerikanische Regelung unterscheidet sich von der deutschen grundlegend vor allem dadurch, dass zunächst jede Gestaltungsform, die als Kapitalsammelstelle fungiert, vom Investment Advisers Act erfasst wird, und unerwünschte Ergebnisse gegebenenfalls über Befreiungen korrigiert werden, während das InvG von vorneherein nur bestimmte Konstruktionen erfasst.<sup>132</sup> Allerdings sind mit der Einordnung als Sondervermögen im Sinne des InvG sodann auch Vorteile verbunden, wie insbesondere die Befreiung von der Gewerbe- und der Körperschaftssteuer gemäß § 11 Abs. 1 InvStG.<sup>133</sup> Die Umgehung der Regelungen des InvG ist hierzulande also zwar ebenfalls möglich, aber vor allem aufgrund steuerlicher Nachteile wesentlich uninteressanter als in den USA, zumal der Gesetzgeber auf die speziellen Bedürfnisse der Hedge-Fonds mit einem liberalen Regelungsansatz reagiert hat. Gleichwohl entwickelt sich die Branche hierzulande eher schleppend, was darauf zurückzuführen sein wird,

---

<sup>127</sup> Securities and Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78 (o)(d); *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 325; *MacHarg*, aaO (Fn. 123), S. 65; *SEC*, aaO (Fn. 13), S. 18.

<sup>128</sup> Vgl. Investment Advisers Act of 1940, 15 U.S.C. § 80b – 203 (b)(3); *MacHarg*, aaO (Fn. 123), S. 65f.; *SEC*, aaO (Fn. 13), S. 20f; *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 327.

<sup>129</sup> *Edwards*, aaO (Fn. 2), S. 35; *Luttermann/Backmann*, ZIP 2002, 1017, 1021; *Berger/Steck*, ZBB 2003, 192, 199; s. dazu auch *SEC v. Ralston Purina Co.*, U.S. 119, 125, 126 (1953) sowie zu der Entscheidung auch *Loss/Seligman*, *Fundamentals of Securities Regulation*, 2004, S. 396.

<sup>130</sup> *MacHarg*, aaO (Fn. 123), S. 65; *Kaiser*, aaO (Fn. 11), S. 56; *Friedrich/Bahr*, aaO (Fn. 5), S. 214.

<sup>131</sup> *SEC*, Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, Proposed Rule; SEC Release IA-2266 (28. Juli 2004), 69 Fed. Reg. 45172, 45181 mit Bezug auf *CFTC*, Additional Registration and Other Regulatory Relief for Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors; Past Performance Issues (8. August 2003), Fed. Reg. 47221. Dazu auch *O'Halloran*, 79 Tul. L. Rev. 461, 470.

<sup>132</sup> Vgl. *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51 Fn. 2; noch im Zusammenhang mit dem KAGG *Berger/Steck*, ZBB 2003, 192, 195; kritisch zum Regelungsansatz des KAGG *Köndgen*, aaO (Fn. 10), § 113 Rn. 34; zum Anwendungsbereich des InvG s. auch *Köndgen/Schmies*, aaO (Fn. 45), S. 6.

<sup>133</sup> *Schmitt/Hagen*, DStR 2004, 837; allgemein zu steuerlichen Aspekten auch *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 83ff.

dass viele weltweit agierenden Hedge-Fonds nicht zur Erfüllung der gestellten Anforderungen und Transparenzvorgaben bereit sind.<sup>133a</sup>

## (2) UK

In Großbritannien, wo derzeit keine spezifisch für Hedge-Fonds geltenden Regelungen existieren,<sup>134</sup> werden die Rahmenbedingungen vor allem durch den Financial Services and Markets Act 2000 beeinflusst: Da Single-Hedge-Fonds regelmäßig als sog. unregulated collective investment schemes eingeordnet werden, dürfen sie gemäß Section 238 der Regelung grundsätzlich nicht öffentlich vertrieben werden.<sup>135</sup> Bestimmte Investorengruppen, wie insbesondere auch Certified Sophisticated Investors, sind davon aber ausgenommen.<sup>136</sup> Daneben bedürfen die Manager bzw. Investmentberater in der Regel der Genehmigung durch die FSA.<sup>137</sup>

---

<sup>133a</sup> Vgl. *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, aaO (Fn. 6), S. 465f.; *Rettberg* in *Handelsblatt* v. 15.12.2005, S. 27 und *Sievers* in *Handelsblatt* v. 23.11.2005, S. 32. Insbesondere die steuerliche Behandlung hängt wesentlich von der Erfüllung umfangreicher Nachweis- und Veröffentlichungspflichten ab, vgl. § 5 Abs. 1 InvStG (dazu näher *Wallach*, aaO (Fn. 55), S. 83ff. sowie *Schmitt/Hagen*, DStR 2004, 837ff.). Insgesamt wurden bislang nur 20 Single-Hedge-Fonds iSv § 112 InvG genehmigt, s. *BaFin*, Liste der genehmigten Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (Stand: 13.12.2005), abrufbar unter [http://www.bafin.de/datenbanken/inland\\_sondervermoegen.pdf](http://www.bafin.de/datenbanken/inland_sondervermoegen.pdf); vgl. im Hinblick auf das Mittelaufkommen auch die Statistik des BVI, abrufbar unter [http://www.bvi.de/export/sites/internet/de/statistikwelt/fondsstatistiken/aktuelle\\_statistiken/fv\\_ma\\_monat/gesamtueberblick/downloads/ub0511.pdf](http://www.bvi.de/export/sites/internet/de/statistikwelt/fondsstatistiken/aktuelle_statistiken/fv_ma_monat/gesamtueberblick/downloads/ub0511.pdf).

<sup>134</sup> *FSA*, Hedge funds and the FSA, DP 16, 2002, S. 13; *Garbaravicius/Dierick*, aaO (Fn. 3), S. 53.

<sup>135</sup> S. Section 238 des Financial Services and Markets Act 2000; ausführlich *FSA*, aaO (Fn. 134), S. 12ff.; *Kovas* in *Baums/Cahn*, Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 100; s. auch *Firth/Prentice*, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Nov. 2002 (Bd. 10, Ausg. 4), S. 336; *Kaiser*, aaO (Fn. 11), S. 53.

<sup>136</sup> *FSA*, aaO (Fn. 134); S. 13; *Kovas*, aaO (Fn. 135), S. 100; *Kaiser*, aaO (Fn. 11), S. 54.

<sup>137</sup> Part IV des Financial Services and Markets Act 2000; *FSA*, aaO (Fn. 134); S. 16; *Kovas*, aaO (Fn. 135), S. 101; *MacHarg*, aaO (Fn. 123), S. 88; *Firth/Prentice*, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Nov. 2002 (Bd. 10, Ausg. 4), S. 336f.; vgl. auch *Lindemann*, aaO (Fn. 12), § 120 InvG Rn. 4.

Aufgrund einer Änderung im Collective Investment Scheme Sourcebook können allerdings seit 2002 Produkte aufgelegt werden, die Hedge-Fonds-typische Strategien verwenden.<sup>138</sup> Trotz dieses Rechtsrahmens handelt es sich bei Großbritannien im europäischen Vergleich um den von vielen Hedge-Fonds-Managern bevorzugten Standort, wenngleich die Hedge-Fonds selbst vor allem auch aufgrund steuerlicher Aspekte zumeist Offshore gegründet und nur von Großbritannien aus geführt werden.<sup>138a</sup>

---

<sup>138</sup> FSA, Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement, DP 05/4, 2005, S. 3; vgl. dazu auch *Friedrich/Bahr*, aaO (Fn. 5), S. 219.

<sup>138a</sup> *Ineichen* in Hdb. Hedge Funds, 2005, S. 92; *Garbaravicius/Dierick*, aaO (Fn. 3), S. 53. Zur insbesondere in Großbritannien anzutreffenden Konstruktion des Offshore-Hedge-Fonds mit Onshore-Management s. *FSA*, aaO (Fn. 134), S. 12 und *FSA* aaO (Fn. 138), S. 11.

## II. Der Stand der Reformdiskussion

Vor dem Hintergrund der Regulierungen, aber auch der Ausweichstrategien und der Risiken der Hedge-Fonds können die verschiedenen rechtspolitischen Vorschläge und ihre Auswirkungen auf die Märkte einschließlich der Corporate Governance eingeschätzt werden. Bezeichnenderweise findet die Diskussion um die gesellschaftsrechtliche Begrenzung der „Heuschrecken“ vornehmlich in Deutschland statt:

### 1. Die internationale Regulierungsdiskussion

Die Diskussion um eine strengere Regulierung von Hedge-Fonds ist nicht auf Deutschland beschränkt, sondern findet auch auf internationaler Ebene statt.

#### a) USA

So wurde in den USA erst vor kurzem eine Regelung eingeführt, die die Aufsichtsmöglichkeiten der SEC zukünftig verbessern soll. Gerade die Tatsache, dass die Anlage in Hedge-Fonds nicht mehr ausschließlich erfahrene Investoren betrifft,<sup>139</sup> hat dazu geführt, dass es der Aufsichtsbehörde nunmehr auch um verbesserten Anlegerschutz geht, nachdem im Anschluss an die LTCM-Krise noch der Schutz der Finanzmärkte vor systemischen Risiken im Vordergrund stand.<sup>140</sup> Zu diesem Zweck wurde eine Regelung eingeführt, die ab Februar 2006 Investmentberater von Hedge-Fonds zur Registrierung unter den Investment Advisers Act verpflichten soll. Hiervon verspricht sich die SEC neben der Vermeidung von Betrugsfällen insbesondere auch, nähere Informationen über die Branche zu erlangen, Interessenkonflikte durch die Pflicht zur Bestellung eines Compliance-Beauftragten vorzubeugen, sowie weniger erfahrene Anleger von der direkten Beteiligung in Hedge-Fonds abzuhalten, da der Investment Advisers Act eine erfolgsabhängige Bezahlung nur gegenüber „qualified clients“ zulässt.<sup>141</sup>

---

<sup>139</sup> SEC, Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, SEC Release IA-2333 (2. Dezember 2004), 69 Fed. Reg. 72054, 72058; s. dazu ausführlich oben I.3.a)(2).

<sup>140</sup> MacHarg in Baums/Cahn, Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 74; s. auch *The President's Working Group on Financial Markets*, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, 1999.

<sup>141</sup> SEC, aaO (Fn. 139), 72061ff.; *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 326, 334f.; *O'Halloran*, 79 Tul. L. Rev. 461, 473. Qualified Clients sind solche Investoren, die über ein Vermögen von 1,5 Mio US-Dollar verfügen, oder zumindest 750.000 US-Dollar über ihren Berater investieren (Rule 205-3(a), s. SEC, aaO (Fn. 139), 72076).

Anknüpfungspunkt ist die Ausnahmeregelung im Investment Advisers Act, die durch die Regelung modifiziert wird.<sup>142</sup> Nunmehr sind die Investmentberater verpflichtet, jeden einzelnen Anteilsinhaber zu zählen, und können nicht mehr ganze Fonds oder Beteiligungsgesellschaften als einen Klienten behandeln,<sup>143</sup> sodass die maßgebliche Zahl von 15 Klienten regelmäßig erreicht werden wird. Allerdings verpflichtet der Investment Advisers Act generell erst ab einem Anlagevermögen von 30 Mio. US-Dollar zur Registrierung.<sup>144</sup> Unterhalb dieser Grenze kann aber eine Registrierungspflicht aufgrund bundesstaatlicher Regelungen bestehen.<sup>145</sup>

Um Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds nicht zu erfassen, sind jedoch solche Fonds von der Registrierungspflicht befreit, die die Rückzahlung des investierten Kapitals an Lock-up-Fristen von mindestens zwei Jahren binden.<sup>146</sup> Derzeit zeichnet sich ab, dass einige Hedge-Fonds auf diesem Wege die Regulierung umgehen werden.<sup>147</sup> Daneben besteht ein weiterer Befreiungstatbestand in Bezug auf ausländische Fonds, die als Investmentgesellschaften beaufsichtigt und zulässigerweise öffentlich vertrieben werden,<sup>148</sup> also auch für deutsche Dach-Hedge-Fonds im Sinne des InvG. Die Investmentberater anderer ausländischer Hedge-Fonds hingegen unterliegen grundsätzlich der Regelung und sind damit zur Registrierung verpflichtet, sofern Gelder von fünfzehn oder mehr US-Bürgern akquiriert werden.<sup>149</sup> Denn auch die Schwellen hinsichtlich des verwalteten Anlagevermögens, an welche die Registrierungspflicht normalerweise anknüpft, gelten für sie nicht.<sup>150</sup> Hiermit sollen der Schutz der amerikanischen Anleger gewährleistet und ausgeglichene Verhältnisse für alle Marktteilnehmer geschaffen werden.<sup>151</sup>

---

<sup>142</sup> SEC, aaO (Fn. 139), 72058; *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 335; *O'Halloran*, 79 Tul. L. Rev. 461, 473; *Garbaravicius/Dierick*, Hedge funds and their implications for financial stability, 2005, S. 52. S. zur Ausnahmeregelung schon oben I.4.b)(1).

<sup>143</sup> SEC, aaO (Fn. 139), 72087; *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 335; *O'Halloran*, 79 Tul. L. Rev. 461, 473; *Miller/Haskin/Bergman*, The Investment Lawyer 2005 (Vol. 12, No. 2), 7, 8; *Bolter*, 57 Admin. L. Rev. 595, 602; *Garbaravicius/Dierick*, aaO (Fn. 4), S. 52.

<sup>144</sup> Ab 25 Mio US-\$ ist eine Registrierung auf freiwilliger Basis möglich, vgl. Investment Advisers Act, Section 203A(a)(1) und Rule 203A-1; SEC, aaO (Fn. 139), 72092 Fn. 30; *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation, 2004, S. 883; *Miller/Haskin/Bergman*, The Investment Lawyer 2005 (Vol. 12, No. 2), 7, 11.

<sup>145</sup> *Miller/Haskin/Bergman*, The Investment Lawyer 2005 (Vol. 12, No. 2), 7, 11.

<sup>146</sup> SEC, aaO (Fn. 139), 72074; *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 337; *Miller/Haskin/Bergman*, The Investment Lawyer 2005 (Vol. 12, No. 2), 7, 9.

<sup>147</sup> *Kishner/Foster*, New York Law Journal v. 7.11.2005, S. 11; *Zuckermann/McDonald*, The Wallstreet Journal v. 10.11.2005, S. C 1; FAZ v. 11.11.2005, S. 21.

<sup>148</sup> SEC, aaO (Fn. 139), 72072; *Miller/Haskin/Bergman*, The Investment Lawyer 2005 (Vol. 12, No. 2), 7, 9; *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 337.

<sup>149</sup> SEC, aaO (Fn. 139), 72071; *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 337.

<sup>150</sup> SEC, aaO (Fn. 139), 72070; *Miller/Haskin/Bergman*, The Investment Lawyer 2005 (Vol. 12, No. 2), 7, 10.

<sup>151</sup> SEC, aaO (Fn. 139), 72071.



An die Registrierung knüpfen zahlreiche Regelungen an, insbesondere im Hinblick auf Aufzeichnungs- und Offenlegungspflichten.<sup>152</sup> Außerdem wird die SEC in die Lage versetzt, regelmäßige Kontrollen sowie auch Einzelfallprüfungen vorzunehmen.<sup>153</sup> Im Übrigen sind auch die Regelungen des Investment Advisers Act zur Vermeidung von Interessenkonflikten anwendbar, was zur Entwicklung strenger Compliance-Regelungen sowie zur Bestellung eines Compliance-Beauftragten verpflichtet.<sup>154</sup> Die betrugsspezifischen Regelungen finden hingegen auch unabhängig von der Registrierung Anwendung.<sup>155</sup>

Allerdings sieht sich die neue Regelung teils heftiger Kritik – teilweise sogar aus den eigenen Reihen der Finanzmarktaufsicht – ausgesetzt.<sup>156</sup> Kritisiert wird insbesondere, dass die meisten der angeführten Betrugsfälle auf diesem Wege nicht hätten verhindert werden können, und dass der Anteil der Verdachtsfälle im Hedge-Fonds-Sektor ohnehin nach wie vor vergleichsweise gering wäre.<sup>157</sup> Vielmehr würde eine trügerische Sicherheit für Anleger vorgetäuscht,<sup>158</sup> ganz abgesehen von den erheblichen Kosten und den abzusehenden Vollzugsproblemen,<sup>159</sup> zumal die Registrierungspflicht zu leicht umgangen werden könne,<sup>160</sup> verbunden mit Ausweichstrategien von Offshore-Hedge-Fonds, die künftig US-amerikanische Investoren meiden könnten.<sup>161</sup> Darüber hinaus wird teilweise die Regelungskompetenz der SEC bezweifelt.<sup>162</sup>

Fragen der Corporate Governance und der Rolle der Hedge-Fonds im Gefüge der corporation spielen jedoch in der Regulierungsdiskussion bisher soweit ersichtlich keine Rolle; die vorgeschlagenen Regulierungen beschränken sich auf die Sicherung des Anlegerschutzes für Inves-

<sup>152</sup> Ausführlich *SEC*, aaO (Fn. 139), 72083ff.; *Miller/Haskin/Bergman*, *The Investment Lawyer* 2005 (Vol. 12, No. 2), 7, 12f.; s. auch *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 339.

<sup>153</sup> *O'Halloran*, 79 Tul. L. Rev. 461, 473; *Miller/Haskin/Bergman*, *The Investment Lawyer* 2005 (Vol. 12, No. 2), 7, 13; *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 339; *Garbaravicius/Dierick*, aaO (Fn. 4), S. 52.

<sup>154</sup> Rule 206(4)-7 [17 C.F.R. 275.206(4)-7]; *SEC*, aaO (Fn. 139), 72063; *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 339; *O'Halloran*, 79 Tul. L. Rev. 461, 474.

<sup>155</sup> *Glassman/Atkins*, Dissent of Commissioners Cynthia A. Glassman and Paul S. Atkins to Proposing Release No. IA-2266, 69 Fed. Reg. 45197, 45198; s. auch *Hazen*, *The Law of Securities Regulation*, 2002, S. 996.

<sup>156</sup> S. insbesondere *Glassman/Atkins*, Dissent of Commissioners Cynthia A. Glassman and Paul S. Atkins to the Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, 69 Fed. Reg. 72089f.; zu den Kritikern gehört auch *Alan Greenspan* (s. Nachweis bei *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 340).

<sup>157</sup> *Glassman/Atkins*, aaO (Fn. 156), 72092; *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 340.

<sup>158</sup> *O'Halloran*, 79 Tul. L. Rev. 461, 490; vgl. Auch *Financial Times London* v. 20.09.2005, S. 18.

<sup>159</sup> *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 343; *Glassman/Atkins*, aaO (Fn. 156), 72090. Zur Senkung der Aufsichtsbelastung wird überlegt, den für die Registrierungspflicht maßgeblichen Betrag zu erhöhen, s. *Brewster*, *Financial Times London* v. 27.10.2005, S. 15; *Handelsblatt* v. 27.10.2005, S. 24.

<sup>160</sup> *Glassman/Atkins*, aaO (Fn. 156), 72096; *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 345; *Miller/Haskin/Bergman*, *The Investment Lawyer* 2005 (Vol. 12, No. 2), 7, 13.

<sup>161</sup> S. dazu Nachweise bei *O'Halloran*, 79 Tul. L. Rev. 461, 476 und *Brewster* in *Financial Times London* v. 27.10.2005, S. 15.

<sup>162</sup> *Bolter*, 57 Admin. L. Rev. 595, 620; s. dazu ferner die Nachweise bei *Hellrung*, 9 N.C. Banking Inst. 317, 344 und *Garbaravicius/Dierick*, aaO (Fn. 4), S. 52 sowie die Stellungnahme der *SEC*, aaO (Fn. 139), 72067.

toren sowie auf Maßnahmen zum Schutz der Finanzmarktstabilität, beziehen sich aber nicht auf die Anlagestrategien oder den Einfluss der Hedge-Fonds auf Corporations.

## b) UK

Auch die FSA erwägt eine Verschärfung der rechtlichen Rahmenbedingungen.<sup>163</sup> Besondere Beachtung schenkt die Aufsichtsbehörde dabei vor allem dem Einfluss der Branche auf die Finanzmarktstabilität und dem Verdacht von Marktmanipulationen, aber auch dem Investorenschutz.<sup>164</sup> Die Beeinflussung der Unternehmenspolitik durch aggressiv auftretende Aktionäre wird hingegen nicht als branchenspezifisches Problem erachtet, sondern soll in einem allgemeinen Rahmen behandelt werden.<sup>165</sup> Nachdem bis Ende Oktober Stellungnahmen entgegengenommen wurden, sollen Anfang 2006 Ergebnisse veröffentlicht werden.<sup>166</sup> Dabei betont die Aufsichtsbehörde, dass sie nur moderate Änderungen in Betracht ziehen würde, um nicht die Abwanderung der Branche zu provozieren.<sup>167</sup> Im Übrigen wird auch das Verbot des öffentlichen Vertriebs geprüft.<sup>168</sup> Um ein besseres Verständnis von der Branche zu erhalten, wurde außerdem mit der regelmäßigen Kontrolle von 25 bedeutenden Hedge-Fonds begonnen.<sup>169</sup>

## c) EU

Auf europäischer Ebene ist demgegenüber zunächst mit keiner strengeren Regulierung von Hedge-Fonds zu rechnen. Zwar hatte das europäische Parlament empfohlen, ein EU-weites Beaufsichtigungssystem für „sophisticated alternative investment vehicles“ einzuführen, das nur wenig regulierend eingreifen sollte,<sup>170</sup> und auch eine von der Kommission eingesetzte Expertengruppe hatte Änderungen befürwortet;<sup>171</sup> doch hat Binnenmarktkommissar *McCreevy* Forderungen nach einer stärkeren Regulierung eine Absage erteilt, dabei insbesondere auch den positiven Einfluss der Branche betont und außerdem auf die nationale Aufsicht über die

<sup>163</sup> FSA, Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement, Discussion Paper 05/4, 2005, S. 3; s. dazu auch FAZ v. 28.06.2005, S. 23.

<sup>164</sup> S. dazu FSA, Wider-range Retail Investment Products, DP 05/3, 2005.

<sup>165</sup> FSA, aaO (Fn. 163), S. 5.

<sup>166</sup> FSA, aaO (Fn. 163), S. 65; s. auch FAZ v. 28.06.2005, S. 23.

<sup>167</sup> FSA, aaO (Fn. 163), S. 65.

<sup>168</sup> Auslöser ist nicht zuletzt der Einfluss europäischen Rechts, insbesondere der Änderungen der OGAW-RL (UCITS III), s. dazu FSA, Wider-range Retail Investment Products, DP 05/3, 2005.

<sup>169</sup> *Jopson* in Financial Times London v. 9.11.2005, S. 4.

<sup>170</sup> S. Bulletin EU 1/2-2004, Binnenmarkt (5/21), abrufbar unter <http://europa.eu.int/abc/doc/off/bull/de/200401/p103049.htm>; *Garbaravicius/Dierick*, aaO (Fn. 4), S. 52; s. dazu auch *Fischer zu Cramburg*, AG-Report 2005, R 471.

<sup>171</sup> *Asset Management Expert Group*, Review of Financial Services Action Plan: Publication of reports of four independent expert groups for comment, 2004, S. 15, abrufbar unter [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/ucits/ameg-report\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/ameg-report_en.pdf).

Kredit gebenden Banken verwiesen.<sup>172</sup> Mögliche Fehlentwicklungen würden von den Märkten selbst korrigiert, weshalb es keine grundlegenden Änderungen geben werde,<sup>173</sup> wenn gleich einige Aspekte, wie insbesondere der Einfluss auf den Finanzmarkt sowie die Gewährleistung eines ausreichenden Anlegerschutzes, näher untersucht werden sollen.<sup>174</sup> Inzwischen hat die Kommission die Einsetzung einer Expertengruppe beschlossen, die die Entwicklung des alternativen Anlagegeschäfts in Europa untersuchen soll.<sup>175</sup> Auch der Regulierungsausschuss für Wertpapiermärkte (CESR) sieht keine Notwendigkeit für eine Regulierung auf europäischer Ebene.<sup>176</sup>

Das Banking Supervision Committee (BSC) hingegen, das aus Vertretern der Aufsichtsbehörden und den Zentralbanken der Mitgliedsstaaten der EU besteht, hat in einem jüngst erschienenen Bericht zwar keine unmittelbare Gefahr für die Finanzmarktstabilität in Europa festgestellt, trotz des grundsätzlich guten Risikomanagements der Banken aber einige Schwachstellen ausgemacht.<sup>177</sup> Insbesondere würde der Wettbewerb um das Primebroker-Geschäft es größeren Hedge-Fonds erlauben, günstigere Kreditbedingungen auszuhandeln; auch stünden häufig nur unzureichende Informationen über die Hebelung des Eigenkapitals zur Verfügung.<sup>178</sup> Ferner würden sich die Primebroker beim Einsatz spekulativer Finanzinstrumente oftmals mit geringen Hinterlegungen zufrieden geben.<sup>179</sup> Vor Erscheinen des Berichts hatte der Vorsitzende des BSC als einen ersten Schritt zu mehr Transparenz die Selbstregulierung der Branche vorgeschlagen.<sup>180</sup>

Auch auf der europäischen Ebene spielen die in Deutschland beschworenen „Heuschrecken“-Gefahren offenbar keine größere Rolle, weder im Grünbuch über Investmentfonds<sup>181</sup> noch im EU-Action-Plan zum Gesellschaftsrecht. Spezifische Regulierungen des Gebarens der Hedge-Fonds werden nicht erwogen.

---

<sup>172</sup> *McCreevy*, Fund Management – Regulation to facilitate competitiveness, growth and change, Rede v. 13.9.2005, S. 5, abrufbar unter <http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/05/503>; s. auch EuZW 2005, 482; Handelsblatt v. 15.7.2005, S. 19.

<sup>173</sup> EuZW 2005, 482; Handelsblatt v. 15.9.2005, S. 19.

<sup>174</sup> *McCreevy*, aaO (Fn. 172), S. 5; s. dazu auch *Kommission der europäischen Gemeinschaften*, Grünbuch – Ausbau des europäischen Rahmens für Investmentfonds, 12.7.2005, S. 13, in dem Maßnahmen im Bereich alternative Investments aber nicht für vorrangig erklärt werden.

<sup>175</sup> S. Pressemitteilung v. 5.12.2005, IP/05/1531, abrufbar unter [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

<sup>176</sup> S. Börsenzeitung v. 14.7.2005, S. 5.

<sup>177</sup> *BSC*, Large EU banks' exposures to hedge funds, 2005, S. 4ff.; s. dazu auch FAZ v. 29.11.2005, S. 14 und Handelsblatt v. 29.11.2005, S. 23.

<sup>178</sup> *BSC*, aaO (Fn. 177), S. 5.

<sup>179</sup> *BSC*, aaO (Fn. 177), S. 5.

<sup>180</sup> *Meister* im Interview in der Börsenzeitung v. 18.10.2005, S. 4.

<sup>181</sup> S. Fn. 174.

## d) IOSCO, IWF und Basel Committee

Die internationale Organisation der Wertpapieraufseher (IOSCO) hat sich inzwischen ebenfalls des Themas angenommen und für die kommenden Monate einen umfassenden Bericht angekündigt, ihre Haltung im Hinblick auf eine stärkere Regulierung von Hedge-Fonds indes offen gelassen.<sup>182</sup> Insbesondere *Sanio* als Vertreter der BaFin hatte wiederholt auf die Gefahr für die Finanzmarktstabilität hingewiesen und sich auch bei der IOSCO für eine Behandlung des Themas eingesetzt.<sup>183</sup> Er plädiert für eine international abgestimmte direkte Regulierung der Branche, die auch aufgrund von Basel II noch weiter wachsen könne.<sup>184</sup>

Auch der Internationale Währungsfonds (IWF) will sich im Hinblick auf die Gefahren für die Finanzmarktstabilität nicht allein auf Marktdisziplin verlassen, befürwortet aber eine indirekte Regulierung über eine Datenerhebung von Seiten der Primebroker.<sup>185</sup> Des Weiteren hat sich der Vorsitzende des Basel Committee on Banking Supervision, das sich insbesondere im Anschluss an die LTCM-Krise schon mit der Bedeutung sog. highly leveraged institutions für das Finanzsystem befasst hatte,<sup>186</sup> aufgrund der Stabilitätsrisiken vor kurzem ebenfalls für mehr Transparenz bei Hedge-Fonds ausgesprochen<sup>187</sup> und auch das Financial Stability Forum will die Entwicklung des Sektors weiter beobachten.<sup>188</sup>

## 2. Regulierungsvorschläge im Einzelnen

Im Rahmen einzelner Regulierungsvorschläge muss zwischen kapitalmarktrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Ansätzen, zwischen Risiken für die Finanzmärkte und Auswirkungen auf die Corporate Governance der Gesellschaften, deren Anteile durch die Hedge-Fonds erworben werden, differenziert werden. Weitgehend Einigkeit besteht zunächst dahingehend, dass die Geschäfte von Hedge-Fonds zum Schutz der Finanzmarktstabilität transparenter gemacht werden sollten. Im Hinblick auf die offen zu legenden Informationen werden indes unterschiedliche Ansätze vertreten. Auch über die Form der Regulierung herrscht keine Ei-

---

<sup>182</sup> Börsenzeitung v. 6.10.2005, S. 3; s. auch Handelsblatt v. 6.10.2005, S. 23; vgl. zuvor auch *IOSCO*, Final Communiqué of the XXXth Annual Conference of the International Organization of Securities Commissions, 7.4.2005, abrufbar unter <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS88-English.pdf>.

<sup>183</sup> S. Börsenzeitung v. 6.10.2005, S. 3; Handelsblatt v. 23.09.2005, S. 25.

<sup>184</sup> *Sanio*, Should Hedge Funds Be Regulated, Rede v. 22.09.2005, abgedruckt in *Execute Intelligence Review* v. 28.10.2005 (Vol. 32 No. 42).

<sup>185</sup> S. *Häusler* im Interview im Handelsblatt v. 27.9.2005, S. 25 sowie *Groome*, in *IMF Survey* 2004 (Vol. 33 No. 19), S. 303, abrufbar unter [www.imf.org](http://www.imf.org), S. 303 (beide International Capital Markets Department, IWF).

<sup>186</sup> S. *Basel Committee on Banking Supervision*, *Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions*, 1999, sowie *Basel Committee on Banking Supervision and the International Organization of Securities Commissions*, *Review of issues relating to Highly Leveraged Institutions (HLIs)*, 2001.

<sup>187</sup> *Caruana*, zitiert nach Reuters UK vom 25.11.2005, abrufbar unter <http://today.reuters.co.uk>.

nigkeit. Im Folgenden werden einige besonders hervorstechende Regulierungsvorschläge diskutiert:

### a) Förderung der Transparenz

Ein wesentliches Anliegen der meisten Regulierungsvorschläge ist die Förderung der Transparenz der Anlagestrategien, vor allem im Hinblick auf die befürchteten Leverage-Effekte, die die Stabilität der Märkte gefährden können:

#### (1) Leerverkäufe

Vor allem für Leerverkäufe wird eine Meldepflicht vorgeschlagen.<sup>189</sup> Von einer Transparenz im Hinblick auf einzelne Positionen sollte dabei aber jedenfalls abgesehen werden.<sup>190</sup> Denn zum einen ist zu bedenken, dass die Offenlegung einzelner short-positions dazu führen kann, dass andere Marktteilnehmer sich der Spekulation anschließen und infolgedessen die Kursausschläge noch verstärkt werden;<sup>191</sup> zum anderen besteht die Gefahr, dass andere Wettbewerber den zur Offenlegung verpflichteten Hedge-Fonds durch entsprechende Gegenpositionen in Bedrängnis bringen könnten.<sup>192</sup> In Erwägung könnte aber gezogen werden, das allgemeine Verhältnis von long- und short-positions auf anonymisierter Basis für den Gesamtmarkt transparenter zu machen,<sup>193</sup> um auf diesem Wege Investoren in die Lage zu versetzen, Kursbewegungen einzelner Wertpapiere rationaler zu beurteilen. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass die FSA erst kürzlich entsprechende Maßnahmen geprüft hat, von einer Umsetzung u.a. aufgrund der erheblichen Kostenbelastung letztlich aber abgesehen wurde.<sup>194</sup> Ansatzpunkt für mehr Transparenz könnte ferner die – von der FSA favorisierte – Datenerhebung im Hinblick auf Wertpapierleihen sein, auch wenn derartige Geschäfte nicht nur zur Deckung von Leerverkäufen getätigt werden und die Daten infolgedessen weniger aufschlussreich sind.<sup>195</sup> Eine entsprechende Meldepflicht wird aber auch deshalb vorgeschlagen, weil

<sup>188</sup> S. *Financial Stability Forum*, Pressemitteilung v. 29.11.2005, abrufbar unter [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org).

<sup>189</sup> S. zB Vorschläge der *Arbeitsgruppe Finanzmarktgesetzgebung* (dazu *Süddeutsche Zeitung* v. 9.6.2005, S. 21); *Bundesverband deutscher Banken (BdB)*, *Hedge-Fonds – Eine Branche erwächst den Kinderschuhen*, 2005, S. 20.

<sup>190</sup> *MacHarg*, aaO (Fn. 140), S. 86; *Edwards*, in *Baums/Cahn, Hedge Funds, Risks and Regulation*, 2004, S. 43; s. auch *Hanlon*, *Proposals for Reform of Hedge Fund Regulation*, 2002, S. 112; auch der Gesetzgeber hat im Rahmen von § 113 InvG davon abgesehen, eine Positionentransparenz zu verlangen, s. *Begr. RegE InvG*, BT-Drucks. 15/1553, S. 110.

<sup>191</sup> So auch *Beck* in *FAZ* v. 17.09.2004, S. 25.

<sup>192</sup> *MacHarg*, aaO (Fn. 140), S. 86; s. auch *FSA*, *Short selling*, DP 17, 2002, S. 21.

<sup>193</sup> So auch *Beck* in *FAZ* v. 13.08.2005, S. 18 und *BdB*, aaO (Fn. 189), S. 19, jeweils mit Verweis auf die entsprechende Regelung in den USA.

<sup>194</sup> Stattdessen wurde auf eine Datenerhebung im Hinblick auf Wertpapierleihen hingewirkt, s. *FSA*, *Short selling*, *Feedback on DP 17*, 2003, S. 16f.

<sup>195</sup> *FSA*, *Short selling*, *Feedback on DP 17*, 2003, S. 17; auch Kanzler *Schröder* hat eine Meldepflicht für Aktienleihen gefordert, s. Rede beim Kongress der SPD-Bundestagsfraktion „Soziale Marktwirtschaft“ vom 13.06.2005, abrufbar unter [www.bundesregierung.de](http://www.bundesregierung.de).

Hedge-Fonds ihren Einfluss auf deutsche Unternehmen oft über geliehene Aktien verstärken würden.<sup>196</sup> Gründe, die für eine über Transparenzregelungen hinausgehende Beschränkung von Leerverkäufen sprechen könnten, sind hingegen – jedenfalls speziell im Zusammenhang mit Hedge-Fonds – nicht zu erkennen,<sup>197</sup> und sollten deshalb wenn überhaupt nur in einem allgemeinen Kontext geprüft werden.<sup>198</sup>

## (2) *Leverage*

Die Forderung nach mehr Transparenz in Bezug auf die Hebelung des Anlagevermögens<sup>199</sup> wird hingegen durch die Ergebnisse des BSC gestützt, das entsprechende Informationsdefizite bei den Primebrokern angemahnt hat.<sup>200</sup> Um ein Übergreifen der Pleite eines Hedge-Fonds auf den Bankensektor zu verhindern, erscheint es daher angebracht, auf eine Verbesserung der Informationsgrundlagen sowohl der Banken als auch der Behörden hinzuwirken.<sup>201</sup> Ferner werden teilweise auch generelle Beschränkungen des Leverage in Erwägung gezogen, wie sie auch in anderen Ländern bestehen.<sup>202</sup> In eine ähnliche Richtung zielt auch der Vorschlag *Sanios*, durch risikogewichtete Kapitalanforderungen „exzessives leveraging“ zu unterbinden.<sup>203</sup> Derartige Regulierungen können aber nicht Hedge-Fonds spezifisch sein, da letztlich alle mit hohem Hebel agierenden Marktteilnehmer schon aus Gleichbehandlungsgründen erfasst werden müssen; denn das vom Leverage ausgehende Systemrisiko ist keineswegs nur bestimmten Fondsarten spezifisch.<sup>204</sup>

## b) Direkte oder indirekte Regulierung

---

<sup>196</sup> *Hocker* (DSW), zitiert nach Financial Times Deutschland v. 5.11.2005, abrufbar unter <http://www.ftd.de/km/ma/29222.html>.

<sup>197</sup> So auch der *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Die Chancen nutzen – Reformen mutig voranbringen, Jahresgutachten 2005/06, S. 455, abrufbar unter <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/gutacht/ga-content.php?gaid=45&node=a>.

<sup>198</sup> S. schon *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 54. Die in den USA probeweise eingeführte sog. „Uptick-Rule“ (17 CFR 240.10a-1; allgemein dazu *Loss/Seligman*, Fundamentals of Securities Regulation, 2004, S. 865), die u.a. Leerverkäufe zu einem niedrigeren Kurs als dem letzten Verkaufskurs untersagte, um auf diesem Weg die Verstärkung von Abwärtsbewegungen zu verhindern, ist inzwischen gelockert worden; die Regelungen in Bezug auf naked short-sales wurden indessen verschärft, s. Rule 202T, 203, SEC, Short Sales, SEC-Release 34-50103, 69 Fed. Reg. 48008, 48030.

<sup>199</sup> S. zB *BdB*, aaO (Fn. 189), S. 20.

<sup>200</sup> S.o. II.1.c).

<sup>201</sup> So auch schon im Anschluss an die LTCM-Krise *IOSCO*, Hedge Funds and other Highly Leveraged Institutions, 1999, S. 38.

<sup>202</sup> So bestimmt z.B. ein Rundschreiben der luxemburgischen Aufsichtsbehörde, dass die Kreditaufnahme nicht mehr als 200% bzw. bei bestimmten Strategien 400% des Nettoinventarwertes betragen soll, s. auch *Kaiser*, Hedge-Fonds, 2004, S. 47; mit weiteren Beispielen auch *Pütz/Schmies*, BKR 2004, 51, 54 Fn. 13.

<sup>203</sup> *Sanio*, aaO (Fn. 184); s. auch *Börsenzeitung* v. 23.09.2005, S. 6.

<sup>204</sup> S. schon oben unter I.3.a)(1). Auch die *IOSCO*, aaO (Fn. 201), das *BCBS*, aaO (Fn. 186) und das *Financial Stability Forum*, Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions, 2000, hatten im Anschluss an die LTCM-Krise ihre Untersuchungen nicht auf Hedge-Fonds beschränkt.

Auch der Weg, auf dem die Transparenz innerhalb der Branche verbessert werden kann, bleibt umstritten: Während einige für eine Selbstregulierung der Branche plädieren,<sup>205</sup> spricht gegen ein Vertrauen auf die Selbstheilungskräfte des Marktes der oben geschilderte Anreiz, verstärkt im Wettbewerb wieder auf Hebeleffekte zu setzen.<sup>206</sup> Außerdem zeigt auch der Bericht des BSC, dass die Primebroker trotz verbesserter Risikomanagementstrukturen nicht immer über die nötigen Informationen insbesondere hinsichtlich des Leverage verfügen. Vor diesem Hintergrund erscheint es angebracht, nicht allein auf die Marktdisziplin zu vertrauen. Selbst der IWF, der die positiven Aspekte der Branche immer wieder betont, setzt sich für eine indirekte Regulierung der Branche ein.<sup>207</sup> So könnten Primebroker zur Meldung größerer Positionen mit einzelnen Hedge-Fonds verpflichtet werden.<sup>208</sup> Hierfür spricht insbesondere, dass primär die Auswirkungen der Insolvenz eines Hedge-Fonds auf den Bankensektor in Rede stehen und nicht allgemein die Anlagestrategie der Fonds. Außerdem könnte mit einem solchen indirekten Ansatz möglichen Ausweichstrategien zur Geschäftsverlagerung in Offshore-Finanzzentren Rechnung getragen werden.<sup>209</sup> Verständlicherweise kritisieren vor allem Bankenverbände diese Ansätze, da sie über die eigenen Aufgaben im Risikomanagement hinaus de facto die Risikoüberwachung für Dritte zu übernehmen hätten,<sup>210</sup> abgesehen von den Kooperationen von Hedge-Fonds mit mehreren Banken, die eine Bündelung der Daten bei indirekter Regulierung erschweren.<sup>211</sup>

### c) Absenkung von Schwellenwerten

Vor dem Hintergrund der Geschehnisse um die Deutsche Börse AG wird insbesondere in Deutschland eine zusätzliche Meldeschwelle unterhalb der 5-Prozent-Grenze oder die Absenkung der bestehenden Meldeschwelle des § 21 WpHG auf drei Prozent befürwortet, um die

---

<sup>205</sup> So insbesondere die *Alternative Investment Management Association (AIMA)*, AIMA's response to DP 05/04 v. 27.10.2005, S. 16, abrufbar unter [www.aima.org](http://www.aima.org); s. auch Absolute Report v. 4.10.2005. Auch *Meister*, Vorsitzender des BSC, hatte als ersten Schritt eine Selbstregulierung vorgeschlagen, s.o. Teil 2, II.1.c); zu den Entwicklungen seit der LTCM-Krise s. vor allem *Counterparty Risk Management Policy Group II*, 2005, wo eine länderübergreifende Selbstverpflichtung der Privatwirtschaft im Hinblick auf den Datenaustausch zwischen Hedge-Fonds und Gegenparteien bzw. Aufsichtsbehörden vorgeschlagen wird, oder *AIMA*, Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers, 2002; ausführlicher Überblick bei *Garbaravicius/Dierick*, aaO (Fn. 4), S. 62.

<sup>206</sup> S. oben I.3.a)(1) mwN.

<sup>207</sup> S. *Häusler* im Interview im Handelsblatt v. 27.9.2005, S. 25 sowie *Groome*, aaO (Fn. 185), S. 303 (beide International Capital Markets Department, IWF); s. ferner auch *Hanlon*, aaO (Fn. 52), S. 112; *Löhn*, Hedge Fonds, Banken und Finanzkrisen, 2004, S. 345; *Beck* in FAZ v. 13.8.2005, S. 18.

<sup>208</sup> S. *Häusler* im Interview im Handelsblatt v. 27.9.2005, S. 25 sowie *Groome*, aaO (Fn. 185), S. 303; ähnlich schon das Basel Committee *BCBS*, aaO (Fn. 186), S. 28.

<sup>209</sup> *Löhn*, aaO (Fn. 207), S. 345; so auch schon *The President's Working Group on Financial Markets*, aaO (Fn. 140), S. 42; s. ferner *Beck* in FAZ v. 13.08.2005, S. 18; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, aaO (Fn. 197), S. 473; das *BCBS* hatte damals in diesem Zusammenhang ausgeführt, dass die Einbeziehung von Offshore-Hedge-Fonds ein hohes Maß an politischem Engagement erfordern würde, *BCBS*, aaO (Fn. 186), S. 28.

<sup>210</sup> *BdB*, aaO (Fn. 189), S. 19.



Transparenz im Hinblick auf wesentliche Beteiligungen zu verbessern<sup>212</sup> und um Gesellschaften, deren Anteile von Hedge-Fonds erworben werden, entsprechende Reaktionen zu ermöglichen. In der Tat spricht der rechtsvergleichende Blick für eine weitere Absenkung;<sup>213</sup> außerdem würde auf diesem Weg der abgestimmte Parallelerwerb erschwert.<sup>214</sup>

In eine ähnliche Richtung geht der Vorschlag, die für die Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebotes maßgebliche Schwelle von 30 auf 25 Prozent abzusenken (§§ 29, 35 WpÜG), vor allem angesichts sinkender Hauptversammlungspräsenzen.<sup>215</sup> Doch sollte das Augenmerk eher auf das acting in concert gemäß § 30 Abs. 2 WpÜG<sup>216</sup> (bzw. § 22 Abs. 2 WpHG) und die Effizienz der Zurechnungsregelungen gerichtet werden, die sich auch im Fall Deutsche Börse AG als problematisch erwiesen haben,<sup>217</sup> zumal der geltende Schwellenwert den Regelungen vieler anderer europäischer Länder entspricht.<sup>218</sup> Im Übrigen könnte eine entsprechende Maßnahme auch zur Abschreckung langfristig orientierter Investoren führen.

### 3. Schluss

Eine Regulierung von Hedge-Fonds ist im Hinblick auf Leverage-Effekte und Umgehungen der Aufsichtsregelungen empfehlenswert, allerdings nur soweit es sich tatsächlich um spezifische Gefahren durch Hedge-Fonds handelt und nicht um allgemeine Systemrisiken. Kennzeichnend ist daher die entsprechende internationale Diskussion um die Regulierung von Hedge-Fonds, die sich in erster Linie um den Schutz der Finanzmarktstabilität dreht.<sup>219</sup> Zwar scheinen die Systemrisiken derzeit eher gering zu sein, weshalb kein akuter Anlass besteht,

<sup>211</sup> Müller, Präsident des BdB, zitiert nach Handelsblatt v. 8.11.2005, S. 23.

<sup>212</sup> Arbeitsgruppe Finanzmarktgesetzgebung, zitiert nach FAZ v. 8.6.2005, S. 15; Meister, zitiert nach Die Welt v. 19.10.2005, S. 20; s. auch Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, aaO (Fn. 197), S. 472; weitergehend die DSW, zitiert nach Börsenzeitung v. 14.10.2005, S. 5, die zusätzliche Schwellen bei 1%, 3% und 7% fordert; unabhängig von der aktuellen Diskussion zuvor schon zweifelnd Schneider in Assmann/Schneider, WpHG, § 21 Rn. 14a. Auch die große Koalition will die Transparenz im Hinblick auf die Eigentümerverhältnisse verbessern (s. Koalitionsvertrag v. 11.11.2005, S. 74). Ob hierfür eine weitere Meldeschwelle eingeführt werden soll, bleibt indes offen (so auch Börsenzeitung v. 5.11.2005, S. 7).

<sup>213</sup> In Großbritannien z.B. gilt eine Grenze von 3% (Sec. 199 para. 2 Companies Act 1985, s. Schneider in Assmann/Schneider, WpHG, § 21 Rn. 14a).

<sup>214</sup> DSW, aaO (Fn. 212); so auch schon Schneider in Assmann/Schneider, WpHG, § 21 Rn. 14a.

<sup>215</sup> DSW, aaO (Fn. 212).

<sup>216</sup> Vgl. dazu die gegenüber OLG Frankfurt, AG 2004, 617, strengere Rechtsprechung des OLG München, AG 2005, 482 (nrkr.), nach der auch einzelne abgestimmte Verhalten mit nachhaltiger Wirkung zur Zurechnung führen können; kritisch Casper/Bracht, NZG 2005, 839. Zum Einfluss der Übernahmerichtlinie s. Hopt/Mülbert/Kumpfan, AG 2005, 109, 111, die insbesondere die enge Interpretation, nach der der abgestimmte Parallelerwerb nicht unter das acting in concert zu fassen sei, für nicht mit der RL vereinbar halten; ferner Seibt/Heiser, ZGR 2005, 200, 215f. Grundlegend und mit anderer Auffassung zum Parallelerwerb auch Schockenhoff/Schumann, ZGR 2005, 568ff.

<sup>217</sup> Dazu Jahn, AG-Report 2005, R 507. Im BMF soll inzwischen über eine Ausweitung der Kontrollrechte der BaFin nachgedacht werden, s. ZIP-aktuell 2005, A 84 (Heft 43).

<sup>218</sup> Ähnliche Schwellenwerte gelten z.B. in Großbritannien, Frankreich, Österreich und der Schweiz, s. Möller in Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, § 29 Rn. 9; MünchKomm-AktG/Wackerbarth, § 29 WpÜG Rn. 7.



deren Geschäftspraktiken weitergehend zu beschränken. Doch könnte sich die Lage vor dem Hintergrund des starken Wachstums des Sektors verschärfen, sodass auf internationaler Ebene versucht werden sollte, über Transparenzregelungen – insbesondere im Hinblick auf das Leverage-Verhältnis – die Marktdisziplin zu stärken sowie die Aufsichtsmöglichkeiten der zuständigen Behörden zu verbessern. Anders dagegen für die Verlustrisiken der Anleger: Während der Anlegerschutz in der US-amerikanischen Diskussion eine große Rolle spielt, besteht in Deutschland angesichts der detaillierten Regelungen im InvG derzeit kein Handlungsbedarf.

Jegliche Regulierung bedarf aber angesichts globaler Finanzströme der Absicherung auf internationaler Ebene, um Arbitragemöglichkeiten zwischen Rechtsordnungen möglichst auszuschalten und die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Finanzplatzes nicht zu schwächen.<sup>220</sup> So wäre etwa an eine Revision der OGAW-Richtlinie mit europaweiten Standards für Hedge-Fonds zu denken, die deutsche Regelungen aufnehmen könnten.<sup>221</sup>

Demgegenüber besteht kein Anlass, Hedge-Fonds einer besonderen gesellschaftsrechtlichen Regelung zu unterwerfen, zumal diejenigen Hedge-Fonds, die ereignisorientierte Strategien verfolgen, nur einen Teil der Branche ausmachen und die aktive Verfolgung von Aktionärsinteressen im Übrigen im gesamten Asset-Management-Sektor anzutreffen ist.<sup>222</sup> Generell erscheint es zweifelhaft, in Marktanlagestrategien mit zusätzlichen Anreizen eingreifen zu wollen, um einen Aktionärstyp mit mehr langfristig orientierter Bindung an die AG (etwa nach dem Vorbild des französischen Treustimmrechts) zu schaffen oder ein höheres Interesse an den Belangen der Gesellschaft zu wecken; solange hier nicht der Beweis eines Marktversagens erbracht wird, wofür es momentan wohl kaum Anhaltspunkte gibt, sollte der Gesetzgeber von entsprechenden Eingriffen Abstand nehmen.

---

<sup>219</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, aaO (Fn. 197), S. 455 .

<sup>220</sup> S. nur Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, aaO (Fn. 197), S. 473; Bundesfachkommission Europäische Wirtschafts- und Währungspolitik, aaO (Fn. 6); Sanio, aaO (Fn. 184). Auch die Bundesregierung will sich auf internationaler Ebene für mehr Transparenz einsetzen, s. Koalitionsvertrag v. 11.11.2005, S. 73 sowie Lorenz, AG-Report 2005, R 547, 548 und Bundesfinanzminister Steinbrück, ZKredW 2006, 12.

<sup>221</sup> Arbeitsgruppe Finanzmarktgesetzgebung, zitiert nach FAZ v. 8.6.2005, S. 15; s. auch die Rede von Kanzler Schröder, aaO (Fn. 195) sowie Bundesfinanzminister Steinbrück, ZKredW 2006, 12.

<sup>222</sup> So auch der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, aaO (Fn. 197), S. 455.