



Eidgenössische Bankenkommission  
Commission fédérale des banques  
Commissione federale delle banche  
Swiss Federal Banking Commission

# **Hedge-Fonds Marktentwicklung, Risiken und Regulierung**

**Positionspapier der Eidg. Bankenkommission**

**September 2007**



## Inhaltsverzeichnis

<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>4</b>
<b><i>Kernpunkte und Positionen</i>.....</b>	<b>5</b>
<b><i>Points principaux et positions</i> .....</b>	<b>7</b>
<b><i>Punti principali e posizioni</i>.....</b>	<b>10</b>
<b><i>Executive Summary</i>.....</b>	<b>12</b>
<b>1. Einleitung.....</b>	<b>14</b>
<b>2. Grundlagen.....</b>	<b>15</b>
2.1. Merkmale von Hedge-Fonds .....	15
2.2. Abgrenzung zu Private Equity .....	16
2.3. Aufbau und Organisation des Hedge-Fonds-Geschäfts.....	17
2.4. Rolle der Hedge-Fonds im Markt.....	19
2.5. Rolle der Banken .....	19
<b>3. Globale Marktentwicklungen .....</b>	<b>21</b>
3.1. Grösse der Hedge-Fonds-Branche .....	21
3.2. Renditeentwicklung.....	24
3.3. Leverage-Entwicklung .....	25
3.4. Entschädigungen und Kommissionen .....	27
3.5. Weitere Aspekte.....	27
<b>4. Marktentwicklung in der Schweiz.....</b>	<b>30</b>
4.1. Single-Hedge-Fonds.....	30
4.2. Dach-Hedge-Fonds (Funds-of-Funds) .....	31
4.3. Bedeutung von Hedge-Fonds für den Schweizer Finanzplatz .....	34
<b>5. Risiken von Hedge-Fonds und die Aufsichtspraxis der EBK.....</b>	<b>34</b>
5.1. Gefährdung der Systemstabilität .....	34
5.2. Gefährdung der Marktintegrität (Insidergeschäfte und Bewertungsprobleme) .....	41
5.3. Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik .....	44
5.4. Anlegerschutz beim Vertrieb an Kleinanleger .....	46



<b>6. Internationale Entwicklungen</b> .....	<b>47</b>
6.1. Direkte und indirekte Regulierungsansätze.....	47
6.2. Internationale Initiativen.....	49
<b>7. Hedge-Fonds-Regulierung</b> .....	<b>51</b>
7.1. Rechtsform.....	51
7.2. Produkt „Hedge-Fonds“ (Produktaufsicht).....	52
7.3. Hedge-Fonds-Manager.....	53
7.4. Vertrieb.....	55
7.5. Anlagebeschränkungen im Versicherungsbereich.....	57
7.6. Steuerliche Aspekte.....	58
<b>Glossar</b> .....	<b>60</b>
<b>Literatur</b> .....	<b>63</b>



## Abkürzungsverzeichnis

AIMA	Alternative Investment Management Association
AMF	Autorité des Marchés Financiers
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
BIP	Bruttoinlandprodukt
BIS	Bank for International Settlements
CDS	Credit Default Swaps
CFTC	Commodity Futures and Trading Commission
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
ECOFIN	Economic and Financial Affairs Council
EU	Europäische Union
EUR	Euro
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FOF	Fund-of-Funds
FSF	Financial Stability Forum
GBP	Pound Sterling
HFR	Hedge Fund Research Datenbank
ICI	Investment Company Institute
IFSL	International Financial Services London
IMF	International Monetary Fund
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISDA	International Swap Dealer Association
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen
KKV	Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
LLP	Limited Liability Partnership
LTCM	Long Term Capital Management
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NY FED	Federal Reserve Bank of New York
OGAW	Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OTC	Over-the-Counter
PWG	President's Working Group on Financial Markets
QIS	Qualified Investor Schemes
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SFA	Swiss Funds Association
SICAF	Société d'investissement à capital fixe
SICAV	Société d'investissement à capital variable
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
SNB	Schweizerische Nationalbank
UK FSA	(United Kingdom) Financial Services Authority
US SEC	(United States) Securities and Exchange Commission
USA	United States of America
USD	United States Dollar
WFE	World Federation of Exchanges



## **Kernpunkte und Positionen**

- 1. Hedge-Fonds sind eine spezielle Form der kollektiven Kapitalanlage. Sie unterliegen im Vergleich zu anderen Anlageformen in der Regel geringeren regulatorischen Anforderungen und haben deshalb einen breiten Anlagespielraum. Zunehmend überlappen sich die Aktivitäten von Hedge-Fonds und anderen Marktteilnehmern wie Private-Equity-Firmen und Investment-Banken. (Abschnitte 2.1 - 2.2)*
- 2. Die Schweiz spielt im internationalen Vergleich als Standort für Hedge-Fonds-Manager und Domizil für Hedge-Fonds bisher eine sehr geringe Rolle. Hingegen ist sie ein wichtiger Markt für die Platzierung von Anteilen an Dach-Hedge-Fonds. Mehr als 5 Prozent des in der Schweiz angelegten Vermögens ist in Hedge-Fonds-Produkten investiert. (Abschnitte 2.3 - 2.4)*
- 3. Grosse Investmentbanken, darunter auch die beiden Schweizer Grossbanken, spielen als Gegenparteien von Hedge-Fonds eine wichtige Rolle. Sie geben Kredite und erbringen eine Reihe Dienstleistungen zur Wertschriftenverwaltung und wickeln den Handel der Anlagen von Hedge-Fonds ab ("Prime Brokerage"). Das Prime-Brokerage-Geschäft findet vor allen in den Zentren der Hedge-Fonds-Branche New York und London statt (2.5)*
- 4. Hedge-Fonds tragen wesentlich zu einer effizienten Kapital- und Risikoallokation bei, erhöhen die Marktliquidität und fördern eine effiziente Preisbildung. Die Gesamtgrösse des Hedge-Fonds-Sektors ist verglichen mit anderen Branchen wie der Anlagefonds nach wie vor bescheiden. Ihr tatsächlicher Einfluss auf die Finanzmärkte ist immer noch weitgehend ungeklärt. (Abschnitte 3 – 4)*
- 5. Hedge-Fonds finanzieren ihre Tätigkeit nicht nur durch Gelder finanzkräftiger Anleger. Auch die grossen internationalen Investmentbanken („prime broker“) haben teilweise erhebliche Gegenparteirisiken bei Hedge-Fonds. Über diesen Transmissionsriemen könnte das Scheitern eines grossen Hedge-Fonds die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems ernsthaft bedrohen, vor allem wenn es mit einer erheblichen Verschlechterung der Marktliquidität verbunden ist. Angesichts der globalen Natur der Finanzmärkte sind Massnahmen zur Sicherung der Finanzstabilität nur wirksam, wenn sie international koordiniert werden. Die EBK unterstützt solche Initiativen zur Verbesserung der Risikomanagementprozesse. Die indirekte Überwachung von Hedge-Fonds über ihre Schnittstellen zu den Banken ist am besten geeignet, ein Übergreifen einer von Hedge-Fonds ausgehenden Krise auf das Finanzsystem zu vermeiden. (Abschnitte 5.1 u. 6)*
- 6. Zurzeit liegen keine Hinweise vor, wonach Hedge-Fonds für Marktmissbräuche anfälliger sind als andere Marktteilnehmer und aus diesem Grund einer besonderen Regelung bedürften. Auch in der Schweiz gelten für Hedge-Fonds dieselben Regeln zum Marktverhalten wie für andere Marktteilnehmer. Allerdings könnte eine Marktdominanz einzelner Hedge-Fonds und der Aufbau grösserer Beteiligungen an börsenkotierten Firmen durch Hedge-Fonds Markt- und Preismanipulationen begünstigen. Gegenläufige Interessen zwischen Investoren, Kreditgebern und Managern*



*von Hedge-Fonds können Anreize für eine Überbewertung komplexer Finanzinstrumente und Positionen in wenig liquiden Märkten setzen. Die EBK unterstützt Bemühungen auf internationaler Ebene, die Anforderungen an die Transparenz und Unabhängigkeit bei der Bewertung von Hedge-Fonds-Portfolios zu konkretisieren. (Abschnitt 5.2)*

- 7. In den letzten Jahren haben weltweit grosse Finanzinvestoren (darunter auch Hedge-Fonds) versucht, über ihre Minderheitsbeteiligungen Einfluss auf strategische Unternehmensentscheidungen zu nehmen, um so kurzfristig Aktiengewinne zu erzielen. Dieser Aktionärsaktivismus ist grundsätzlich nicht Hedge-Fonds-spezifisch und trifft auch nur auf einen Teil der Hedge-Fonds-Branche zu. Kurzfristige Anlagestrategien stehen nicht unbedingt im Widerspruch zu langfristigen Interessen einer Unternehmung. Allerdings muss eine genügende Transparenz über die tatsächlichen Beteiligungsverhältnisse und Ausübbarkeit von Stimmrechten gewährleistet sein. (Abschnitt 5.3)*
- 8. Zunehmend investieren auch Pensionsfonds, Versicherungen sowie Kleinanleger in Hedge-Fonds. Die Anlage in Hedge-Fonds bietet die Möglichkeit, Risiken zu diversifizieren, beinhaltet aber auch Risiken aus Sicht des Anlegerschutzes. Im Gegensatz zu manchen ausländischen Rechtsordnungen wird der Anlegerschutz in der Schweiz nicht über ein Verbot des Vertriebs an Kleinanleger, sondern über weitgehende Informationserfordernisse bezüglich Eigenschaften und Risiken des Produkts wahrgenommen. (Abschnitt 5.4)*
- 9. Das neue Kollektivanlagengesetz (KAG) bietet einen flexiblen Rechtsrahmen mit verschiedenen Gesellschaftsformen für Hedge-Fonds-Aktivitäten in der Schweiz an. Allerdings bietet es Managern ausländischer Hedge-Fonds nur beschränkt die Möglichkeit, sich einer EBK-Aufsicht zu unterstellen. Eine Bewilligungsmöglichkeit könnte die Standortattraktivität der Schweiz erhöhen, da viele Anleger, wie beispielsweise Pensionskassen, zum Teil nur Anlagen tätigen, die von beaufsichtigten Vermögensverwaltern verwaltet werden. Die EBK unterstützt eine Revision des KAG in diesem Sinne, um regulatorische Anreize zur Ansiedlung von Hedge-Fonds Managern in der Schweiz zu verbessern. (Abschnitte 7.1- 7.4)*
- 10. Neben regulatorischen Rahmenbedingungen sind aus Sicht der EBK vor allem steuerliche Anreize für die Wahl des Domizils von Hedge-Fonds und ihrer Manager ausschlaggebend. Es bedarf international wettbewerbsfähiger steuerlicher Rahmenbedingungen, um der für Hedge-Fonds und Private-Equity-Anlagen am besten geeigneten Unternehmensform der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (Limited Liability Partnership LLP) zum Durchbruch zu verhelfen. Der Finanzplatz Schweiz hat ein Interesse an der Ansiedlung dieser Gesellschaften mit hohem Wertschöpfungspotential. Die Neuansiedlung von Hedge-Fonds Managern würde durch die Angleichung der heute ungünstigeren steuerlichen Rahmenbedingungen an die wichtigsten Standorte im Ausland erleichtert. Aus Sicht der EBK wäre ein solcher Schritt zu begrüßen. Der Entscheid darüber liegt jedoch bei den politischen Behörden, welche auch andere Interessen zu berücksichtigen haben. (Abschnitt 7.6)*



## **Points principaux et positions**

- 1. Les hedge funds constituent une forme spéciale de placements collectifs de capitaux. Les hedge funds sont soumis à des exigences légales moindres en comparaison avec d'autres formes de placements et disposent ainsi d'une liberté d'investissement plus large. En outre, les activités des hedge funds et des autres participants au marché tels que les sociétés de Private Equity et les banques d'investissement se recourent. (Paragraphe 2.1 - 2.2)*
- 2. Jusqu'à présent, en comparaison internationale, la Suisse a joué un rôle très modeste comme lieu d'implantation des gérants de hedge funds et de domicile des hedge funds. En revanche, elle constitue un marché important pour le placement de parts de fonds de hedge funds. Plus de 5 pourcent des actifs placés en Suisse est investi dans des produits de hedge funds. (Paragraphe 2.3 - 2.4)*
- 3. Les grandes banques d'investissement, parmi lesquelles les deux grandes banques suisses, jouent un rôle essentiel en tant que contreparties des hedge funds. Elles octroient des crédits et fournissent toute une série de prestations relatives à la gestion des titres et exercent l'activité de courtage de placements de hedge funds ("Prime Brokerage"). L'activité de Prime Brokerage s'exerce avant tout dans les centres du secteur des hedge funds que sont New York et Londres. (Paragraphe 2.5)*
- 4. Les hedge funds contribuent de manière significative à une allocation efficiente des capitaux et des risques, ils augmentent la liquidité du marché et favorisent une efficace fixation des prix. A l'heure actuelle, la taille totale des hedge funds est toujours modeste en comparaison avec d'autres domaines comme celui des fonds de placement. Leur impact effectif sur les places financières est encore peu clair. (Paragraphe 3 - 4)*
- 5. Les hedge funds ne financent pas seulement leur activité au moyen de capitaux d'investisseurs à forte capacité financière. Les grandes banques d'investissement actives internationalement ("Prime Broker") ont également des risques de contrepartie considérables auprès de hedge funds. Au vu de cette interaction, la faillite d'un grand hedge fund pourrait sérieusement menacer la capacité de fonctionnement du système financier, surtout si celle-ci est accompagnée d'une détérioration importante de la liquidité du marché. Compte tenu de la nature globale des marchés financiers, les mesures destinées à assurer la stabilité financière ne peuvent être efficaces que si elles sont coordonnées sur le plan international. La CFB soutient de telles initiatives afin d'améliorer les processus de gestion des risques. Une surveillance indirecte des hedge funds sur leurs interfaces avec les banques est la plus appropriée pour éviter la propagation d'une crise causée par un hedge funds dans le système financier. (Paragraphe 5.1 et 6)*
- 6. Il n'existe actuellement aucun élément indiquant que les hedge funds sont plus sujets aux abus de marché que les autres intervenants du marché et, de ce fait, requièrent une réglementation spéciale. En Suisse, les hedge funds sont soumis aux*



*mêmes règles en matière de comportement sur le marché que les autres intervenants. Une prédominance de certains hedge funds sur le marché de même qu'une constellation de participations élevées de hedge funds dans des sociétés cotées pourraient toutefois favoriser les manipulations de marché et des prix. Des intérêts divergents entre les investisseurs, les bailleurs de fonds et les gérants de hedge funds peuvent susciter une surévaluation des instruments financiers complexes et des positions dans les marchés moins liquides. La CFB soutient les efforts entrepris au niveau international pour concrétiser les exigences de transparence et d'indépendance dans l'évaluation des portefeuilles de hedge funds. (Paragraphe 5.2)*

- 7. Durant ces dernières années, certains gros investisseurs de par le monde (parmi ceux-ci des hedge funds) ont essayé, au travers de leurs participations minoritaires, d'influencer des décisions stratégiques de politique d'entreprise afin de réaliser à court terme des gains sur actions. Cet activisme de l'actionariat n'est pas spécifique aux hedge funds et ne concerne qu'une partie du secteur des hedge funds. Les stratégies d'investissement à court terme ne sont pas forcément en contradiction avec les intérêts à long terme d'une entreprise. Une transparence suffisante sur la situation des participations effectives de même que sur l'exercice des droits de vote doit être garantie. (Paragraphe 5.3)*
- 8. Les caisses de pensions, les assurances, de même que les petits investisseurs investissent de plus en plus dans les hedge funds. L'investissement dans les hedge funds offre la possibilité de diversifier les risques mais comporte également des risques du point de vue de la protection des investisseurs. Contrairement à la plupart des ordres juridiques étrangers, la protection des investisseurs en Suisse est assurée non pas par une interdiction de distribution aux petits investisseurs, mais par des exigences d'informations étendues sur les caractéristiques et les risques du produit. (Paragraphe 5.4)*
- 9. La nouvelle loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC) offre un cadre juridique flexible avec différentes formes de sociétés pour les activités de hedge funds. Il n'existe cependant qu'une possibilité limitée pour les gérants de hedge funds étrangers de se soumettre à la surveillance de la CFB. La possibilité d'obtenir une autorisation augmenterait l'activité de ce secteur en Suisse, car beaucoup d'investisseurs, comme les caisses de pensions par exemple, procèdent en partie à des placements effectués par des gestionnaires de fortune soumis à surveillance. La CFB soutient une révision de la LPCC dans ce sens afin d'inciter les gérants de hedge funds à s'implanter en Suisse. (Paragraphe 7.1 - 7.4)*
- 10. Outre les conditions-cadres légales, l'attrait fiscal est également déterminant dans le choix du domicile des hedge funds et celui de leurs gérants. Des conditions-cadres concurrentielles au plan international sont absolument nécessaires pour favoriser la percée des sociétés en commandite de placements collectifs (Limited Liability Partnership LLP) qui constituent la forme juridique la plus appropriée pour les hedge funds et les placements de Private Equity. La place financière suisse a un intérêt à ce que ces sociétés à valeur ajoutée élevée s'y implantent. L'ajustement des conditions-cadres fiscales, actuellement défavorables, à celles en vigueur dans les*



Eidgenössische Bankenkommission  
Commission fédérale des banques  
Commissione federale delle banche  
Swiss Federal Banking Commission

*places financières étrangères prédominant dans ce secteur, faciliterait l'établissement de gérants de hedge funds dans notre pays. Selon la CFB, cette démarche devrait être saluée. La décision appartient toutefois aux autorités politiques qui doivent pour leur part prendre en considération d'autres intérêts en présence. (Paragraphe 7.6)*



## **Punti principali e posizioni**

- 1. Gli hedge funds sono una speciale forma di investimento collettivo di capitali. Di norma, rispetto ad altri tipi di investimento, gli hedge funds sono soggetti a requisiti normativi meno severi e dispongono pertanto di maggiori possibilità di investimento. Sempre più spesso, le attività degli hedge funds e di altri operatori del mercato quali società di private equity e banche d'investimento, coincidono. (Paragrafi 2.1 - 2.2)*
- 2. Sinora, nel raffronto internazionale, la Svizzera ha sempre svolto un ruolo marginale come centro per gestori di hedge funds e quale domicilio per gli hedge funds. Essa costituisce invece un importante mercato per quanto riguarda il collocamento di quote di fondi di hedge funds. Oltre il 5 per cento dei patrimoni investiti in Svizzera è infatti allocato in prodotti relativi a hedge funds. (Paragrafi 2.3 – 2.4)*
- 3. Le grandi banche d'investimento, tra cui anche le due grandi banche elvetiche, rivestono grande importanza in qualità di controparti degli hedge funds. Esse concedono crediti e svolgono una serie di servizi relativi all'amministrazione dei titoli, gestendo inoltre la negoziazione di investimenti in hedge funds («prime brokerage»). Le attività di prime brokerage hanno luogo prevalentemente nei centri del settore hedge funds, ovvero a New York e Londra (Paragrafo 2.5).*
- 4. Gli hedge funds contribuiscono in modo significativo a un'efficiente allocazione dei capitali e dei rischi, incrementano la liquidità del mercato e promuovono una formazione dei prezzi efficace. La dimensione totale del settore hedge funds è tuttora ridotta rispetto a quella di altri rami quali i fondi d'investimento. Inoltre, l'influsso che essi effettivamente esercitano sui mercati finanziari è ancora da definire. (Paragrafi 3 – 4)*
- 5. Gli hedge funds non finanziano la loro attività solo mediante i capitali di investitori con importanti disponibilità finanziarie. Le grandi banche d'investimento attive a livello internazionale («prime broker») assumono pure dei rischi considerevoli quale controparte di hedge funds. Per le interazioni esistenti, il fallimento di un hedge fund di grandi dimensioni potrebbe minacciare seriamente la capacità di funzionamento di un sistema finanziario, soprattutto se lo stesso comporta un'importante deteriorazione della liquidità del mercato. A fronte della natura globale dei mercati finanziari, i provvedimenti volti a garantire la stabilità finanziaria sono efficaci soltanto se coordinati a livello internazionale. La CFB promuove le iniziative mirate al miglioramento dei processi di gestione del rischio. La regolamentazione indiretta degli hedge funds attraverso la sua interfaccia con le banche consente di impedire che una crisi provocata da hedge funds si estenda all'intero sistema finanziario. (Paragrafi 5.1 e 6)*
- 6. Attualmente non vi è motivo di pensare che gli hedge funds siano più suscettibili ad abusi di mercato rispetto ad altri operatori di mercato e che quindi necessitino di una regolamentazione particolare. Anche in Svizzera per gli hedge funds valgono le stesse regole di comportamento sul mercato come per gli altri operatori. Tuttavia, il dominio sul mercato di taluni hedge funds e la costituzione di importanti partecipazioni a società quotate in borsa attraverso gli hedge funds potrebbero favorire*



*eventuali manipolazioni del mercato e dei prezzi. Interessi contrapposti tra investitori, creditori e manager di hedge funds possono provocare una sopravvalutazione di complessi strumenti finanziari e posizioni sui mercati con liquidità limitata. La CFB sostiene gli sforzi compiuti a livello internazionale per concretizzare i requisiti di trasparenza e indipendenza nella valutazione dei portafogli di hedge funds. (Paragrafo 5.2)*

- 7. Negli ultimi anni, i maggiori investitori finanziari hanno cercato di influenzare le decisioni aziendali strategiche attraverso le loro partecipazioni minoritarie al fine di conseguire rendimenti azionari a corto termine. In linea di principio, questo attivismo da parte degli azionisti non è intrinseco agli hedge funds e, infatti, riguarda soltanto una parte del settore degli hedge funds. Le strategie d'investimento a breve termine non devono essere in contrasto con gli interessi a lungo termine di un'impresa. Deve però essere garantita una sufficiente trasparenza riguardo ai rapporti di partecipazione effettivi e alla possibilità di esercitare i diritti di voto. (Paragrafo 5.3)*
- 8. Sempre più spesso anche i fondi pensione, le assicurazioni nonché piccoli investitori decidono di allocare in hedge funds. L'investimento in hedge funds permette di diversificare i rischi, ma nel contempo comporta dei rischi nell'ambito della tutela dell'investitore. Contrariamente a numerosi ordinamenti giuridici esteri, in Svizzera la tutela degli investitori non viene garantita attraverso un divieto di negoziazione per i piccoli investitori ma attraverso severi requisiti di informazione riguardo alle caratteristiche e ai rischi del prodotto. (Paragrafo 5.4)*
- 9. In Svizzera, la nuova Legge sugli investimenti collettivi (LICol) offre un quadro normativo flessibile con forme societarie diverse per le attività di hedge funds. Tuttavia, i gestori esteri di hedge funds possono assoggettarsi alla vigilanza della CFB soltanto in misura limitata. Un'eventuale autorizzazione potrebbe incrementare l'attrattiva della Svizzera poiché numerosi investitori, quali ad esempio le casse pensioni, investono solamente in prodotti gestiti da gestori patrimoniali sottoposti a vigilanza. La CFB sostiene una simile revisione della LICol al fine di migliorare gli incentivi normativi per l'insediamento di manager di hedge funds in Svizzera. (Paragrafi 7.1 – 7.4)*
- 10. Secondo la CFB oltre alle condizioni-quadro legislative, per la scelta del domicilio degli hedge funds e dei rispettivi gestori risultano determinanti soprattutto gli incentivi fiscali. Sono necessarie condizioni fiscali competitive a livello internazionale per assicurare il successo della società in accomandita per investimenti collettivi di capitale (Limited Liability Partnership LLP), la forma societaria più idonea agli hedge funds e agli investimenti in private equity. La piazza finanziaria svizzera è interessata all'insediamento di questo tipo di attività con elevato potenziale di valore aggiunto. L'adeguamento delle condizioni-quadro fiscali, attualmente poco attrattive, a quelle in vigore nelle piazze finanziarie predominanti in questo settore, favorirebbe l'insediamento di manager di hedge funds nel nostro Paese. Secondo la CFB una modifica in tal senso sarebbe auspicabile. La decisione compete tuttavia alle autorità politiche, che devono valutare anche altri interessi. (Paragrafo 7.6)*



## **Executive Summary**

- 1. Hedge funds are a special form of collective investment. Compared to other types of investments, hedge funds are generally subject to fewer restrictions on the types of investments they can make. The activities of hedge funds and other market participants such as private equity firms and investment banks have increasingly come to overlap. (Sections 2.1 – 2.2)*
- 2. By international standards, Switzerland has only played a minor role as a location for hedge fund managers and domicile for hedge funds themselves. However, it is an important market for placing shares of funds of hedge funds. More than 5 percent of the assets invested in Switzerland are invested in hedge fund products. (Sections 2.3 – 2.4)*
- 3. Large investment banks, including both large Swiss banks, play an important role as counterparties to hedge funds. They extend credit, offer a range of services related to managing securities and handle the trade in hedge fund investments (“prime brokerage”). The prime brokerage business takes place primarily in the hubs of the hedge fund industry, New York and London (2.5).*
- 4. Hedge funds contribute substantially to efficient capital and risk allocation, enhance market liquidity and promote efficient price formation. Compared to other industry segments like investment funds, the total size of the hedge fund sector remains modest. However, their real influence on the financial markets is still largely unclear. (Sections 3 – 4)*
- 5. Hedge funds finance their investments not only with funds of large investors. Large international investment banks (“prime brokers”) extend credit to hedge funds, which exposes them to counterparty credit risk.. The collapse of a large hedge fund could have a serious impact on the functioning of the financial system, particularly if it were associated with a significant deterioration in market liquidity. In view of the global nature of financial markets, efforts to secure financial stability are only effective if they are coordinated internationally. The Swiss Federal Banking Commission (SFBC) supports initiatives along these lines to improve risk management processes. Indirect regulation of hedge funds through their interfaces with banks is the best way to prevent a crisis arising at a hedge fund from spreading to the rest of the system. (Sections 5.1 and 6)*
- 6. At the moment there is no proof for the contention that hedge funds are more prone to market abuses than other market participants and in greater need of regulatory oversight for that reason. In Switzerland too, the same rules of market behaviour apply to hedge funds as to other market participants. However, if individual hedge funds were to achieve market dominance and build up larger participations in listed firms, it could allow hedge funds to manipulate prices and the market. Opposing interests among investors, lenders and managers of hedge funds could create incentives for an over-valuation of complex financial instruments and positions in less liquid markets. The SFBC supports efforts at the in-*



*ternational level to introduce more concrete requirements for transparency and independence in the valuation of hedge fund portfolios. (Section 5.2)*

- 7. In recent years, major financial investors around the world (including hedge funds) have tried to use their non-controlling interests to influence strategic company decisions as a means of achieving short-term profits. This variety of shareholder activism is, in principle, not exclusive to hedge funds and only applies to one part of the hedge fund industry. Short-term investment strategies need not contradict a company's long-term interests. Nevertheless, sufficient transparency regarding actual share ownership patterns and the eligibility to exercise share voting rights must be ensured. (Section 5.3)*
- 8. Increasingly, pension funds, insurance companies and even small investors are investing in hedge funds. Investing in hedge funds affords the opportunity to diversify risks, but also carries its own risk with regard to investor safeguards. In contrast to legal policy in some countries, investor safeguards in Switzerland are not administered through a ban on sales to small investors but instead through broad informational requirements pertaining to the characteristics and risks of the product. (Section 5.4)*
- 9. The new Collective Investment Act offers a flexible legal framework with a number of different corporate forms for hedge fund activities in Switzerland. However, managers of foreign hedge funds only have a limited opportunity to place themselves under the supervision of the SFBC. The possibility to be licensed and supervised could enhance Switzerland's attractiveness as a location for hedge funds since a number of investors such as pension funds only invest in assets managed by asset managers under official oversight. The SFBC supports a revision of the Collective Investment Act toward the end of improving regulatory incentives for hedge fund managers to settle in Switzerland. (Sections 7.1 – 7.4)*
- 10. Apart from regulatory requirements, it is in the view of the SFBC primarily tax-based incentives which are decisive in the selection of a domicile for hedge funds and their managers. Aligning the today unfavorable tax conditions with those of the most important foreign locations could facilitate the settlement of hedge funds managers in Switzerland. In the view of the SFBC such a step would be welcome. The decision however lies with the political authorities that will have to take into account other interests as well. (Section 7.5)*



## 1. Einleitung

Hedge-Fonds haben in den letzten Monaten die nationale, wie auch die internationale Diskussion sowohl in regulatorischer wie auch politischer Hinsicht wie kein anderer Finanzmarktakteur angeregt. Die Vorgänge und Sorgen um die Fehlspekulationen der US-Hedge-Fonds LTCM und Amaranth sind noch frisch im Gedächtnis, ebenfalls die fundamentale Kritik an den Übernahmetaktiken und dem Aktionärsaktivismus grosser Finanzinvestoren wie namentlich Hedge-Fonds. Wegen des Wachstums der Branche und der regelmässig auftauchenden Berichte über Fehlspekulationen und Verfehlungen von Hedge-Fonds-Managern wird der Ruf nach einer strengeren Regulierung weltweit immer lauter und dies im Wesentlichen aus zwei Gründen: Zum einen sind von der Anlage in Hedge-Fonds aufgrund des zunehmenden Engagements von Pensionskassensfonds und der damit einhergehenden mittelbaren Betroffenheit einer Vielzahl von Begünstigten bzw. Privatanlegern inzwischen nicht mehr nur Grossinvestoren betroffen. Neben einem verbesserten Anlegerschutz wird die Diskussion auf nationaler wie internationaler Ebene zum anderen von der Frage beherrscht, ob von Hedge-Fonds systemische Risiken für die Finanzmarktstabilität ausgehen. Befürchtet wird insbesondere, dass der Ausfall eines Hedge-Fonds Rückkopplungseffekte auf den mit der Branche eng verknüpften Bankensektor haben kann. Angesichts des starken Wachstums der Hedge-Fonds-Branche beschäftigen sich zahlreiche internationale Gremien mit den Risiken von Hedge-Fonds und möglichem Regulierungsbedarf. Die EBK nimmt dies zum Anlass, ihre Position zu Hedge-Fonds, deren Bedeutung für den Finanzplatz Schweiz und ihrem Regulierungs- und Aufsichtsansatz zu formulieren.

Ziel des vorliegenden Berichts ist es, einen Überblick über das Wesen, die Tätigkeiten, die Entwicklungen und die damit einhergehenden Risiken der als wenig transparent gescholtenen Finanzakteure zu verschaffen. Der Bericht zeigt die Regulierungspraxis für Hedge-Fonds im In- und Ausland auf und legt dar, wie die EBK den von Hedge-Fonds ausgehenden Risiken in ihrer Aufsichtspraxis begegnet. Er zielt darauf ab, die Thematik „Hedge-Fonds“ aus den unterschiedlichen Perspektiven zu beleuchten und zu einer Versachlichung der anhaltenden Diskussion beizutragen.

Dieser Bericht wurde von einer internen Arbeitsgruppe redigiert. Folgende Mitarbeitenden leisteten Beiträge: Tim Frech, Markus Geissbühler (BPV), Thomas Hirschi, Eva Hüpkes, Myriam Senn, Felix Stotz, Urs Zulauf (Leitung).



## 2. Grundlagen

### 2.1. Merkmale von Hedge-Fonds

Weder in der wissenschaftlichen Literatur noch in der in- oder ausländischen Gesetzgebung existiert eine allgemein gültige und anerkannte Definition des Begriffs „Hedge-Fonds“. Hedge-Fonds treten in vielen unterschiedlichen Ausprägungen auf. Die Bezeichnung ist irreführend, da heute nicht mehr das Ziel der Absicherung ("Hedging") im Vordergrund steht.<sup>1</sup> Charakteristisch für Hedge-Fonds sind die folgenden Merkmale,<sup>2</sup> wobei nicht alle auf jede Erscheinungsform von Hedge-Fonds zutreffen müssen:

- **Keine oder kaum Anlagebeschränkungen.** Hedge-Fonds unterliegen in der Regel keinen oder kaum Beschränkungen hinsichtlich der eingesetzten Asset-Klassen, Risikostreuung und Anlagestrategien. Sie haben deshalb einen breiten Anlagespielraum. So sind Leerverkäufe, d.h. Verkäufe von Vermögensgegenständen, die sich zur Zeit des Verkaufs nicht im Eigentum des Fonds befinden (*short selling*), oder auch der Einsatz von Derivaten zu Spekulationszwecken möglich.
- **Einsatz von Fremdmitteln.** Viele (aber nicht alle) Hedge-Fonds nehmen in erheblichem Umfang zusätzliches Fremdkapital auf. Die Hebelung des Eigenkapitals (*leverage*) erfolgt sowohl über Kreditaufnahmen wie auch über den Einsatz von Derivaten.
- **Vielfältige Anlagestrategien:** Hedge-Fonds verfolgen eine Vielzahl von Strategien. Unterschieden werden marktneutrale, ereignisorientierte und opportunistische Strategien. Neben diesen Anlagestrategien gibt es zahlreiche Mischformen und neu entwickelte Strategien.
- **Absolute Erträge als Anlageziel.** Im Gegensatz zu gewöhnlichen Kapitalanlagen, die sich an einem Vergleichsmassstab messen und relative Ertragsziele verfolgen, haben Hedge-Fonds in der Regel die Zielsetzung, unabhängig von der allgemeinen Marktsituation einen positiven Ertrag zu erwirtschaften (*absolute return*).
- **Geringe Transparenz.** Hedge-Fonds unterliegen im Vergleich zu anderen kollektiven Kapitalanlagen geringen Offenlegungspflichten.
- **Beteiligung des Management.** Hedge-Fonds-Manager sind in der Regel mit einem Teil ihres Privatvermögens am Hedge-Fonds beteiligt.
- **Hohe und performanceabhängige Gebühren.** Neben den in der Regel hohen Ausgabe- und Verwaltungsgebühren erheben Hedge-Fonds häufig eine performance-abhängige Gebühr. Diese schwankt meist zwischen 20% und 50% (vgl. Kapitel 3.4).

---

<sup>1</sup> Eine neuere Bezeichnung ist „private pools of capital“. Vgl. US President's Working Group (2007). Sie umfasst auch die Private Equity Anlagen (vgl. Ziff. 2.2).

<sup>2</sup> Vgl. IOSCO (2003).



- **Hohe Mindesteinlagen.** Viele Hedge-Fonds schreiben eine Mindesteinlage von CHF 500'000 oder mehr vor. So können nur professionelle Investoren oder sehr vermögende Privatanleger direkt in Hedge-Fonds investieren.
- **Beschränkte Verfügbarkeit des investierten Kapitals.** Im Gegensatz zu gewöhnlichen kollektiven Kapitalanlagen ist es in der Regel nicht möglich, jederzeit einen Rückkauf von Anteilen an Hedge-Fonds zu verlangen. Häufig gelten Sperrfristen, so dass Rücknahmen erst nach Ablauf einer bestimmten Frist (z.B. bis drei Jahre) zulässig sind (*lock-in periods*).

Zu unterscheiden sind sogenannte **Dach-Hedge-Fonds** (*fund of funds*) und **Single-Hedge-Fonds**. Ein Dach-Hedge-Fonds investiert in mehrere Zielfonds (Single-Fonds), die ihrerseits Strategien eines Hedge-Fonds verfolgen. Auf Ebene des Dach-Hedge-Fonds werden keine Investitionen getätigt. Anteile an Dach-Hedge-Fonds dürfen in der Regel auch an Kleinanleger öffentlich vertrieben werden. Der Dach-Hedge-Fonds ist zu unterscheiden von einem Umbrella-Fonds, einer Anlagefondstruktur, die mehrere Teilvermögen umfasst.

Alle oder einzelne dieser Merkmale treffen nicht nur auf Hedge-Fonds zu. Zum Teil verfolgt der Eigenhandel von Investment Banken auch ähnliche Strategien.

## 2.2. Abgrenzung zu Private Equity

Neben Hedge-Fonds zählen auch Kapitalbeteiligungsgesellschaften (Private-Equity-Fonds) zu der Kategorie der alternativen Kapitalanlagen. Private Equity (deutsch: privates Beteiligungskapital) ist der allgemeine Begriff für das von privaten und institutionellen Anlegern beschaffte Beteiligungskapital an in der Regel nicht börslich gehandelten Unternehmen. Private-Equity-Gesellschaften investieren in der Regel in Unternehmenskäufe (*buy outs*), in Wachstumskapital (*growth capital*) oder Risikokapital (*venture capital*) in nicht börsenkotierten Firmen. Beispielsweise spielten Private-Equity-Investmentvehikel eine wichtige Rolle als Finanzierungsform junger Firmen mit innovativen Produkten (*Startups*), sowie allgemein für KMUs. Für diese Unternehmungen bietet die Beteiligung von Private-Equity-Gesellschaften eine Alternative zur Fremdkapitalfinanzierung durch Banken. Traditionelle Private-Equity-Firmen haben also in der Regel einen langfristigen, mehrjährigen Anlagehorizont. Die Strategie von Private-Equity-Gesellschaften basiert häufig aber auch auf der vollständigen Übernahme von Zielfirmen. In jüngster Zeit treten vermehrt Fälle auf, in denen Private-Equity-Gesellschaften zuvor börsenkotierte Firmen aufkaufen (z.B. in Form eines Leveraged Buyouts), von der Börse nehmen („*Going-Private*“), diese in einem mehrjährigen Prozess restrukturieren und danach gewinnbringend wieder verkaufen, zumeist über einen erneuten Börsengang. Im Einzelfall können diese Transaktionen einschneidende Massnahmen bei den übernommenen Firmen und betroffenen Mitarbeitern bedeuten.

Im Gegensatz dazu sind Hedge-Fonds aktivistischer und in der Regel nicht daran interessiert, die Kontrolle über die Zielfirma ganz zu übernehmen. Ihr Ziel ist meist das Erreichen kurzfristiger Kapitalgewinne auf Aktien- oder Derivatinvestitionen. Sie bauen z.B. eine Beteiligung an einer Firma auf, bei der sie Probleme orten und der sie eine strategische Änderung vorschlagen, welche sich positiv auf die Aktienrendite auswirken



soll. Dabei versuchen sie teils massiven Einfluss auf das Management der betroffenen Unternehmung auszuüben. Häufig reicht für dieses Unterfangen eine relativ kleine Beteiligung. Findet der Hedge-Fonds mit seinem Vorhaben Nachahmer, oder ergibt sich aus seinen Vorschlägen eine Verbesserung der Situation dieser Firma, kann er bei steigenden Aktienkursen Kapitalgewinne realisieren. Häufig sucht der Fonds aktiv Gleichgesinnte, um seinem Argument mehr Gewicht zu verleihen und die Kurse in die Höhe zu treiben. Dieses Vorgehen hat den Hedge-Fonds auch massive Kritik eingetragen (vgl. Kapitel 5.3). Eine Private-Equity-Firma hingegen geht meistens alleine vor, obwohl es in letzter Zeit ebenfalls vermehrt zu sog. „Club-Deals“ gekommen ist. Ein Beispiel für das typische Vorgehen eines Hedge-Fonds ist „The Children’s Investment Fund“, welcher mit seiner Beteiligung von nur einem Prozent die Übernahmeschlacht um die holländische Bank ABN AMRO ins Rollen gebracht hatte (vgl. Ziff. 5.3).

Trotz dieser Unterschiede in Bezug auf die verfolgten Investmentstrategien verläuft die Grenze zwischen Hedge-Fonds und Beteiligungsgesellschaften (neben Private-Equity verwendet man im angelsächsischen Raum dafür vermehrt auch den Begriff „Financial Sponsor“) zunehmend fließender. Hedge-Fonds verfolgen zunehmend Übernahmestrategien und Private-Equity-Fonds verfolgen umgekehrt typische Hedge-Fonds-Handelsstrategien. Grund dafür ist die ungebrochen grosse Liquidität auf den Finanzmärkten, die die Mittel von Hedge-Fonds wie auch Private-Equity-Firmen ansteigen lassen. Diese Liquidität ist für das zyklische Private-Equity-Geschäft von zentraler Bedeutung. Verringert sich diese, ist auch mit einem Abklingen der Private-Equity-Aktivitäten zu rechnen. Auch für Hedge-Fonds spielen die Kapitalkosten eine Rolle, wenn auch nicht so eine zentrale wie für Private-Equity.

Banken machen ähnlich wie bei Hedge-Fonds auf verschiedene Weise Geschäfte mit Private-Equity-Firmen. Sie vergeben Kredite (Stichwort: Hebelung des Eigenkapitals), tätigen eigene Anlagen und fungieren als Dienstleister bei der Strukturierung einer Transaktion.

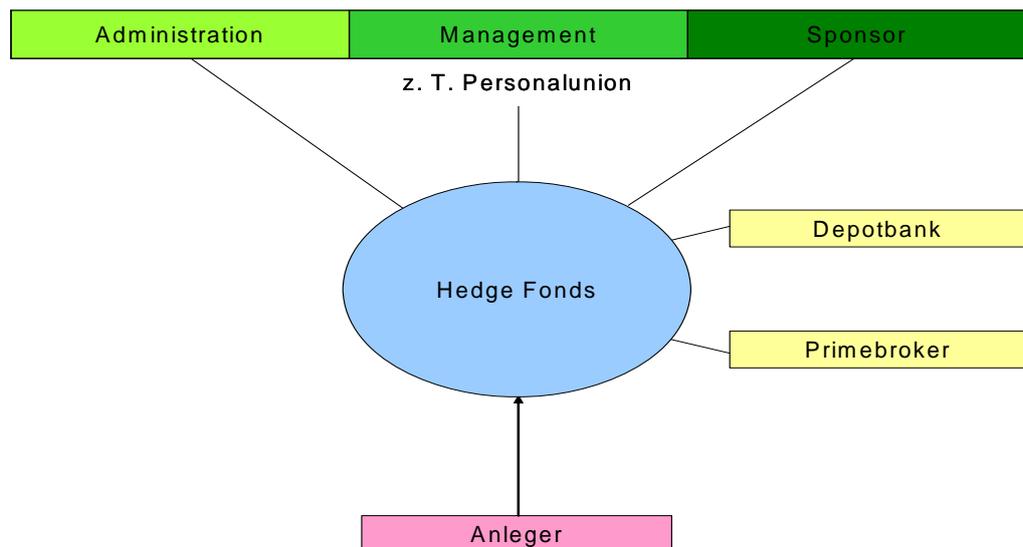
### 2.3. Aufbau und Organisation des Hedge-Fonds-Geschäfts

Aufbau und die Organisation eines Hedge-Fonds variieren. Die meisten Hedge-Fonds haben die Rechtsform einer „Limited Partnership“ (Kommanditgesellschaft) und setzen sich wie folgt zusammen (vgl. Abbildung 2.1):

- **Hedge-Fonds.** Das Fondsvermögen befindet sich im Gemeinschaftsbesitz der Investoren und des unbeschränkt haftenden Gesellschafters (Komplementär, General Partner, Sponsor). Ein grosser Anteil der Hedge-Fonds ist in Finanzplätzen, wie den Cayman Islands, den British Virgin Islands und den Bermudas, aber auch den USA domiziliert. Ein attraktives Hedge-Fonds-Domizil in den USA ist der Bundesstaat Delaware.
- **Sponsor.** Der unbeschränkt haftende Gesellschafter (Komplementär, General Partner, Sponsor) ist in der Regel als Aktiengesellschaft inkorporiert.

- **Anleger.** Die Investoren (Limited Partners, Kommanditäre) sind reine Kapitalgeber. Je nach lokaler Gesetzgebung dürfen nur qualifizierte Investoren in einen Hedge-Fonds investieren.
- **Fonds-Management.** In der Regel übernimmt der Sponsor das Management des Hedge-Fonds. Es kann allerdings auch ausgelagert werden. Die meisten Hedge-Fonds Manager haben ihren Sitz in den USA, vor allem in New York. Beinahe zwei Drittel des weltweit durch Hedge-Fonds verwalteten Vermögens wurde Anfang 2006 von den USA aus verwaltet. An zweiter Stelle folgte London. Von London aus werden heute rund 21 % des weltweiten Hedge-Fonds-Vermögens und 90 % aller europäischen Hedge-Fonds verwaltet.<sup>3</sup>
- **Fondsadministration.** Manche Hedge-Fonds-Manager übernehmen die Verwaltung des Fonds selbst, andere lagern Aufgaben wie Buchführung, Anteilspreisermittlung, Risikoanalyse, Compliance und Rücknahme von Anteilen an externe Firmen aus. Viele britische Hedge-Fonds-Manager haben die Fondsadministration nach Irland ausgelagert.
- **Depotbank.** Die meisten Hedge-Fonds (Cash und Titel) werden bei einer Depotbank gehalten.
- **Prime-Brokers.** Der Primebroker (meist eine Investmentbank) spielt eine zentrale Rolle und fungiert häufig auch als Depotbank. Der Primebroker erbringt neben der Finanzierung und Abwicklung von Transaktionen eine Reihe weiterer Dienstleistungen (vgl. Kapitel 2.5).

Abbildung 2.1



<sup>3</sup> Vgl. International Financial Services, Hedge Fund City Business Series, April 2007.



## 2.4. Rolle der Hedge-Fonds im Markt

Die Bedeutung der Hedge-Fonds ist in den letzten Jahren – analog zum Anstieg der von ihnen verwalteten Vermögen – stark gewachsen. Vor ein paar Jahren beachtete der breite Markt die Nischenprodukte kaum. Heute sind sie unumgängliche Marktteilnehmer.<sup>4</sup> Hedge-Fonds weisen eine Reihe positiver Aspekte auf, welche an dieser Stelle erwähnt werden sollen. Sie besitzen eine grosse und für die Finanzbranche als Ganzes wichtige Innovationskraft. Durch ihre aktiven und flexiblen Handelsstrategien fördern sie die Preisfindung auf den Finanzmärkten. Liquidität und Effizienz dieser Märkte wurden dadurch verbessert. Im Bereich der Kreditderivate konnte dieser Aspekt besonders deutlich beobachtet werden. Hedge-Fonds zeichnen nämlich für einen grossen Teil des Handelsvolumens in diesen Produkten verantwortlich (vgl. Tabelle 2.1). Dies erhöhte die Liquidität dieses für alle Marktteilnehmer bedeutungsvollen Marktes stark.<sup>5</sup> Dies wiederum fördert die Effektivität des Risikotransfers, welcher mit Kreditderivaten erreicht werden kann. Letztlich profitieren davon alle Investoren, da sich ihnen dadurch weitere Möglichkeiten zur Risikodiversifikation und zur Absicherung eröffnen. Die positiven Aspekte von Hedge-Fonds können mit „Liquidität, Effizienz und Effektivität“ zusammengefasst werden.<sup>6</sup> Natürlich gehen von Hedge-Fonds auch Risiken aus. Diese sind im Kapitel 5 beschrieben.

Es fällt auf, dass es in den letzten Jahren zusehends zu einer Überlappung der Aktivitäten von Hedge-Fonds und anderen Marktteilnehmern gekommen ist. Die Handelsabteilungen der Investmentbanken zum Beispiel verfolgen für den Eigenhandel ähnliche Strategien wie Hedge-Fonds. Diese wiederum dringen auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten aufgrund ihrer hohen Mittelzuflüsse immer mehr in die Betätigungsfelder der Investmentbanken oder auch anderer Finanzgesellschaften, wie zum Beispiel Private-Equity-Firmen, vor. So haben sie sich in das Kredit- und das Finanzierungsgeschäft vorgewagt. Einige Hedge-Fonds übernehmen aber durchaus auch Anlagestrategien des traditionellen Vermögensverwaltungsgeschäfts. Die einst klare Trennlinie zwischen Investmentbanken, Hedge-Fonds, Private-Equity-Gesellschaften und dem traditionellen Anlagegeschäft verwischt sich also zusehends. Gewisse Beobachter sprechen von einem „Schmelztiegel des Anlagegeschäfts“<sup>7</sup>, andere von einer „kulturellen Institutionalisierung“ der Hedge-Fonds<sup>8</sup>.

## 2.5. Rolle der Banken

Die Gebühren, die Hedge-Fonds mit ihren Handelstätigkeiten generieren, sind parallel zum Bedeutungsanstieg der Hedge-Fonds gewachsen. Um Anteile am Gebührevolu-

---

<sup>4</sup> Siehe hierzu insbesondere die Ausführungen in Kapitel 4 „Marktentwicklungen“.

<sup>5</sup> Vgl. Internationaler Währungsfonds (2007).

<sup>6</sup> Diese Umschreibung stammt von Gerald Corrigan, Managing Partner von Goldman Sachs & Co und früherer CEO der Federal Reserve Bank of New York. In: Statement by E. Gerald Corrigan before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives: „Hedge Funds and Systemic Risks in the Financial Markets“ March 13, 2007.

<sup>7</sup> The Economist, 16.11.2006. „Rolling in it“

<sup>8</sup> Statement by E. Gerald Corrigan before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives: „Hedge Funds and Systemic Risks in the Financial Markets“ March 13, 2007.



men bemühen sich die Banken im Prime-Brokerage-Geschäft (siehe Tabelle 2.1). Das Prime-Brokerage umfasst sämtliche Dienstleistungen, die eine Investmentbank einem Hedge-Fonds anbietet. Dazu gehören neben der Ausführung von Handelsaktivitäten unter anderem auch die Wertschriftenausleihe (*Securities Lending*), die Bereitstellung von Krediten, die operationelle Unterstützung bei der Handelsabwicklung (*Settlement*), die Wertschriftenverwaltung (*Custody*) und die Berichterstattung (*Reporting*). Das Prime-Brokerage-Geschäft findet vor allem in New York und London statt, den Zentren der Hedge-Fonds-Branche. Deshalb sind es unter den Schweizer Banken in erster Linie die international aktiven Grossbanken UBS und CSG, welche in diesem Geschäft tätig sind. Gemessen an Marktanteilen sind es weiterhin die amerikanischen Brokeragehäuser Goldman Sachs, Merrill Lynch und Morgan Stanley, welche den Markt dominieren. Um die Führungspositionen ist aufgrund der Wachstumserwartungen des Prime-Brokerage-Geschäfts ein grosser Konkurrenzkampf entbrannt. Entgegen der relativ weit verbreiteten Annahme ist dieses Geschäft bei konservativer Handhabung der Besicherung und soliden operationellen Strukturen mit eher tiefem Risiko behaftet.

**Tabelle 2.1 Erträge aus dem Prime-Brokerage-Geschäft (Global)**

In Mia. USD	2004	2005	2006	2007*
Erträge Aktiengeschäft	45.1	53.8	76.4	92.4
Davon Erträge Prime Brokerage	6.2	8.1	11.4	13.8
Anteil in %	14%	15%	15%	15%

Quelle: The Boston Consulting Group (2006)

\*Schätzung

Neben dem Prime-Brokerage und dem direkten Handelsgeschäft der Banken mit Hedge-Fonds sind diese aber auch in anderen Bereichen des Bankgeschäfts zunehmend wichtig. Im Geschäft mit vermögenden Privatkunden (Private Banking) besteht ein wachsender Teil der verwalteten Vermögen aus Hedge-Fonds und Dach-Hedge-Fonds. Deshalb bieten die Banken ihren Kunden zunehmend auch bankeigene Hedge-Fonds, oder auf Hedge-Fonds basierende strukturierte Produkte an. In diesen Bereichen wird das Risiko denn auch zum grössten Teil von den Kunden getragen, welche die Produkte in ihren Depots halten.

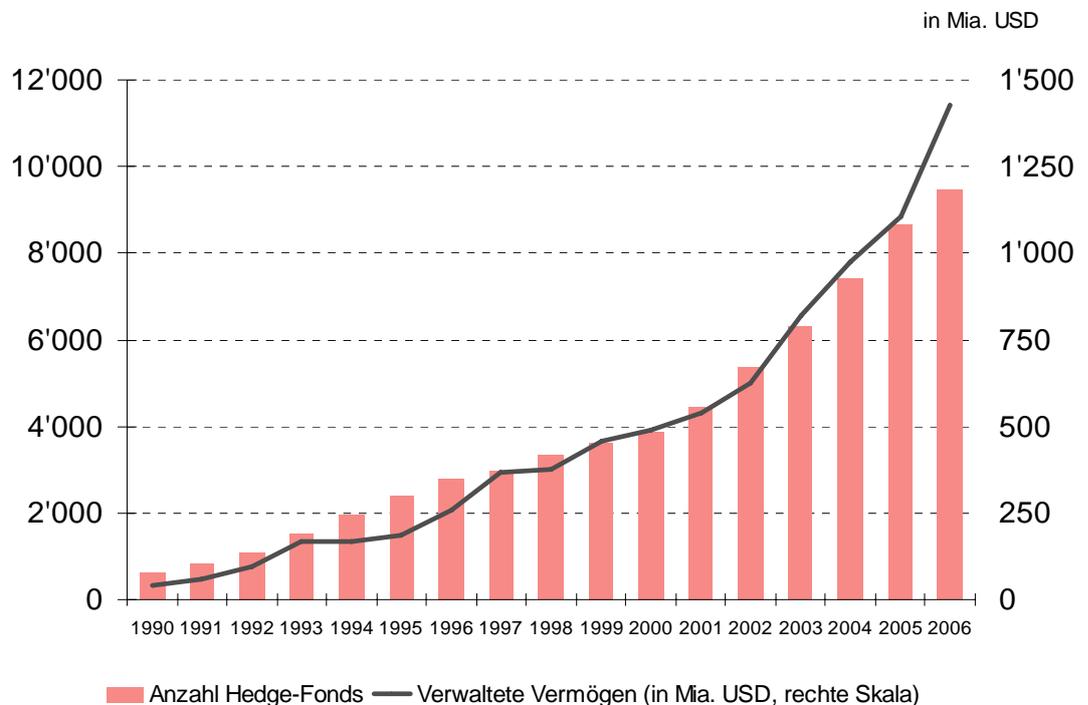
Die erwähnten Entwicklungen haben auch zu einer Verschärfung des Wettbewerbs zwischen Banken und Hedge-Fonds geführt. Talente werden von Hedge-Fonds umworben und mit hohen Salären und Aussichten auf Bonuszahlungen geködert. Die Banken sind hierbei oft auf der Verliererseite. Seit längerem wechseln stetig Mitarbeiter und ganze Teams aus den Handelsabteilungen der Banken zu Hedge-Fonds. Neu umfasst dieser Trend auch Spezialisten aus den Bereichen Markt- und Kreditrisikomanagement.

### 3. Globale Marktentwicklungen

#### 3.1. Grösse der Hedge-Fonds-Branche

Die Hedge-Fonds-Branche wies in den letzten Jahren eindrucksvolle Wachstumsraten auf. Ende 2006 verwalteten nach Schätzungen von HFR<sup>9</sup> über 9'500 Hedge-Fonds mehr als 1'400 Mia. USD Vermögen, gegenüber im Jahre 1990 knapp 500 Fonds mit rund 40 Mia. USD verwaltetem Vermögen (vgl. Abbildung 3.1).<sup>10</sup>

**Abbildung 3.1: Anzahl der Hedge-Fonds und des verwalteten Vermögens**



Quelle: HFR Industry Report

Die obigen Zahlen alleine erlauben allerdings noch keinen Rückschluss auf die tatsächliche Bedeutung von Hedge-Fonds für die globalen Finanzmärkte. Während ein Grössenvergleich mit anderen Finanzmarktzahlen und deren Entwicklung (vgl. Abbildungen 3.2 und 3.3) die Wichtigkeit von Hedge-Fonds zu relativieren scheint, zeigt eine Analyse des Anteils am Handelsvolumen, für das Hedge-Fonds in bestimmten Segmenten des Weltfinanzmarktes mittlerweile verantwortlich sind (vgl. Tabelle 3.1), umgekehrt deren grosse Bedeutung.

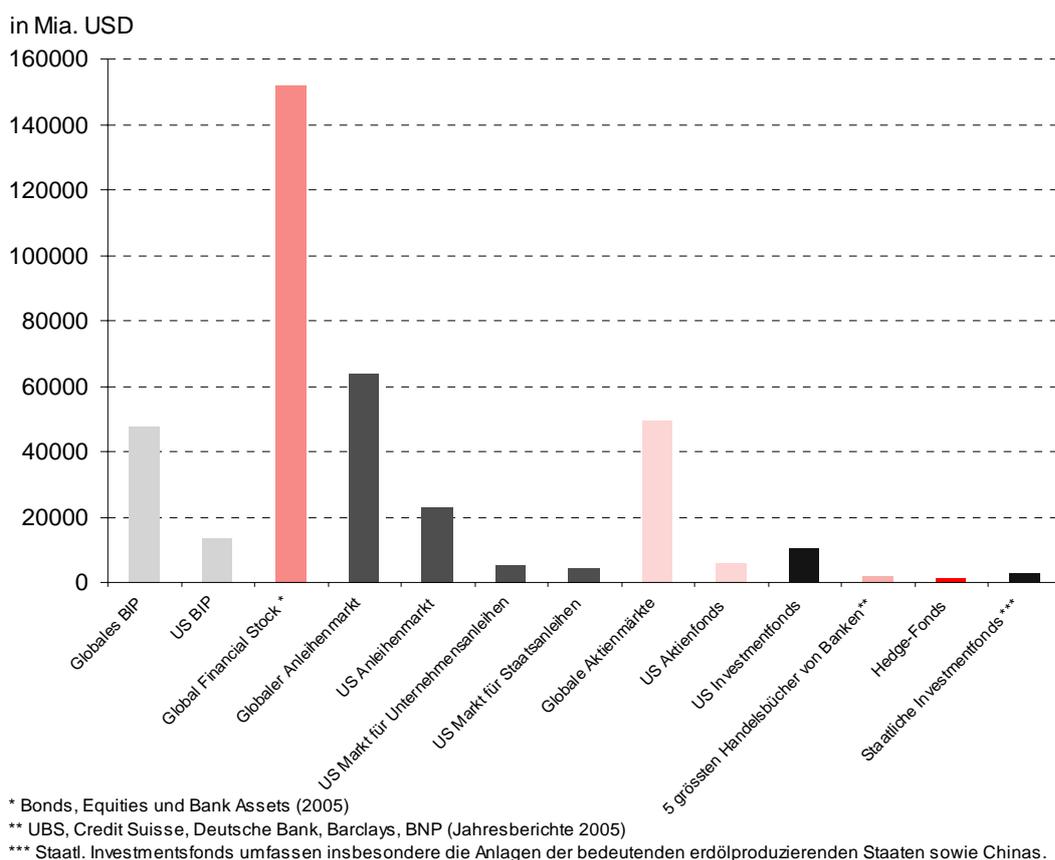
<sup>9</sup> Hedge Fund Research Databank, [www.hedgefundresearch.com](http://www.hedgefundresearch.com)

<sup>10</sup> Die Datenbanken anderer Analysegesellschaften, wie beispielsweise TASS oder Hennessee, bestätigen diesen Trend.

Zunächst einmal ist festzuhalten, dass die Hedge-Fonds-Branche trotz ihres rasanten Wachstums im Verhältnis zum Volumen der globalen Aktien- und Anleihemärkte nach wie vor bescheiden ist (Abbildung 3.2).<sup>11</sup> Selbst wenn man sehr aggressive Leverage-Annahmen trifft, verbleibt die Gesamtgrösse des Hedge-Fonds-Sektors verglichen z.B. mit dem Anlagefondssektor bescheiden.

Vergleicht man das Wachstum der Hedge-Fonds-Branche seit 2001 beispielsweise mit dem Wachstum des Marktes für Credit-Default-Swaps, dann wird das Wachstum der Hedge-Fonds-Branche ebenfalls relativiert (vgl. Abbildung 3.3). Auch bei dieser Interpretation der Zahlen ist wegen der Vernachlässigung des Leverage-Aspektes Vorsicht geboten. Ferner gilt es zu berücksichtigen, dass Credit-Default-Swaps die Nominalvolumina der Kontrakte widerspiegeln, während Hedge-Fonds dagegen tatsächlich investiert sind. Allerdings ändern auch hier wiederum hohe Leverage-Annahmen nichts an der grundsätzlichen Interpretation der Zahlen.

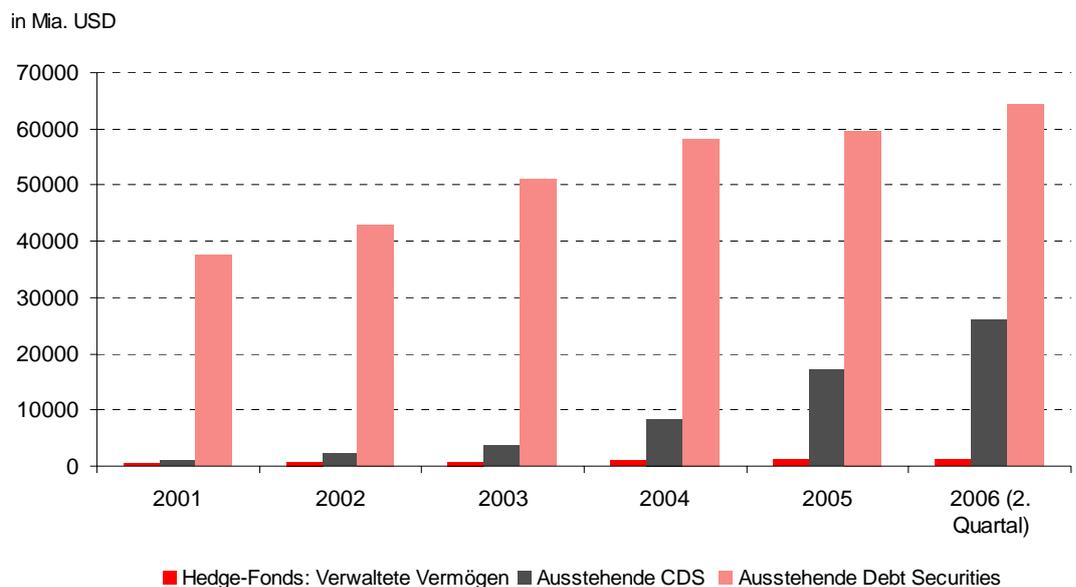
**Abbildung 3.2: Grösse der Hedge-Fonds-Branche im Vergleich (4. Quartal 2006)**



Quelle: BIS, HFR, ICI, IMF, SIFMA, WFE, Vgl. hierzu auch Abbildung 2 bei Hildebrand in Banque de France (2007, S. 69)

<sup>11</sup> Vgl. diesbezüglich insbesondere Hildebrand (2007).

**Abbildung 3.3: Entwicklung der Märkte für Hedge-Fonds, Credit Default Swaps (CDS) und Debt-Securities**



Quelle: BIS, HFR, ISDA, zitiert nach Hildebrand in Banque de France (2007)

Nichtsdestotrotz werden Hedge-Fonds aufgrund ihrer sehr umfangreichen Handelsaktivitäten zunehmend als Schlüsselteilnehmer auf den internationalen Finanzmärkten betrachtet, die hohen Einfluss auf die Marktdynamik haben (vgl. Kapitel 2.4). Diese differenzierte Einschätzung ergibt sich, wenn man anstatt eines Grössenvergleichs die Anteile von Hedge-Fonds am Handelsvolumen auf bestimmten Partialmärkten betrachtet (vgl. Tabelle 3.1). Es zeigt sich, dass die Bedeutung von Hedge-Fonds insbesondere in einzelnen Segmenten des Fixed-Income-Marktes und der Risikotransfermärkte sehr hoch ist.<sup>12</sup> Auf dem Markt für Kreditderivative generieren Hedge-Fonds mehr als die Hälfte des Handelsvolumens, auf den Märkten für Distressed-Debt und Emerging-Market-Bonds rund die Hälfte des Gesamtvolumens.

<sup>12</sup> Vgl. Internationaler Währungsfonds (2007). Fitch Ratings (2007) kommt sehr ähnlichen Resultaten.



**Tabelle 3.1: Anteile von Hedge Fonds am Handelsvolumen auf den Fixed-Income-Märkten (2005)**

Fixed Income-Produkte	Handelsvolumen-Total (in Mia. USD)	Handelsvolumen- Hedge Fonds (in Mia. USD)	Hedge Fonds in Prozent des Gesamtvolumens
U.S. Fixed Income (Total)*	19.650	2.940	15
High-Yield**	335	84	25
Kreditderivate***	937	540	58
Distressed Debt	34	16	47
Emerging Markets Bonds	271	122	45
Leverage Loans	133	42	32

Quelle: Greenwich Associates, zitiert nach IWF (2007)

\* Ohne kurzfristige Fixed-Income-Produkte

\*\* Ohne Kreditderivate mit geringer Bonität (Non Investment Grade)

\*\*\* Berücksichtigt sind alle Investment-Grade-, Non-Investment-Grade- und strukturierten Kreditprodukte

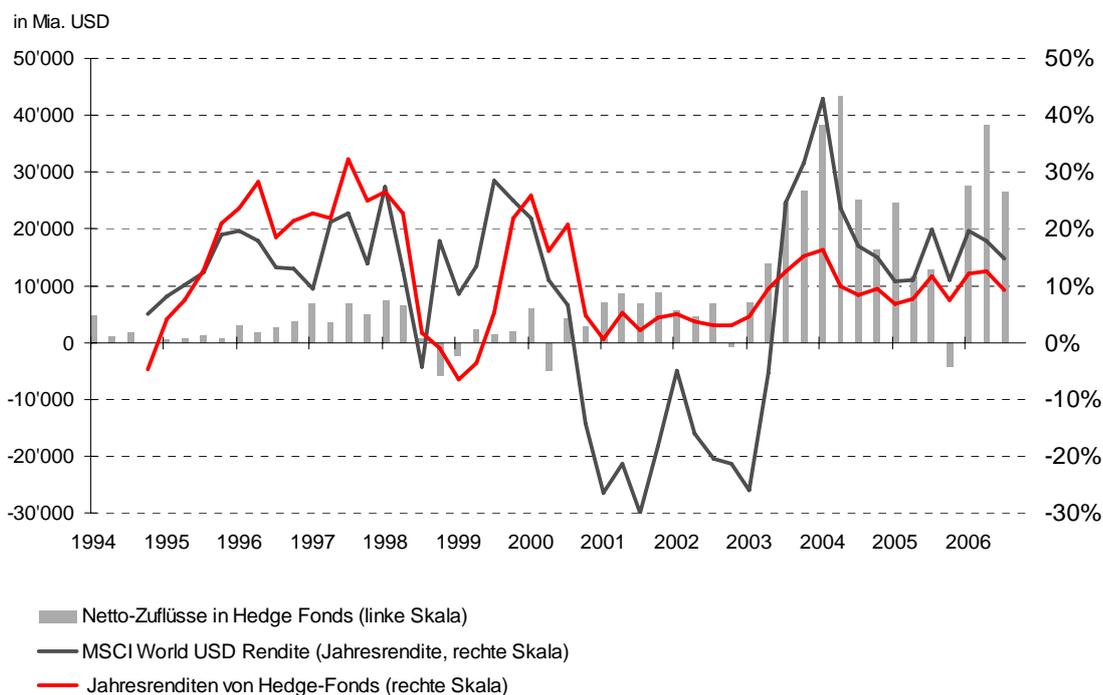
Die obigen Grössenvergleiche belegen zwar den bescheidenen Umfang der Hedge-Fonds-Branche, daraus aber einseitig auf ihre geringe Bedeutung für die Weltfinanzmärkte zu schliessen, wäre, wie die Berechnungen des Internationalen Währungsfonds zeigen, eine Fehlinterpretation. Der tatsächliche Einfluss von Hedge-Fonds auf die Finanzmärkte ist noch nicht geklärt.

### 3.2. Renditeentwicklung

Abbildung 3.4 bietet einerseits einen Überblick über die Entwicklung der Hedge-Fonds-Renditen und andererseits über die Nettozuflüsse.<sup>13</sup> Die positiven Renditen in den Börsenbaissejahren 2001-2003 haben massgeblich zu den hohen Mittelzuflüssen seit Mitte 2003 beigetragen. Sowohl die gesunkene relative Performance als auch die in absoluten Zahlen unterdurchschnittliche Performance von Hedge-Fonds seit 2004 scheint wiederum im Zusammenhang mit den gestiegenen Mittelzuflüssen zu stehen. Mehr Fonds und die Zunahme der verwalteten Vermögen schmälern die Möglichkeiten jedes einzelnen Fonds, gewinnbringende Strategien zu entwickeln. Abbildung 3.4 zeigt auch eine gestiegene Korrelation zwischen Hedge-Fonds-Renditen und einem globalen Aktienindex in den letzten vier Jahren. Dies legt die Vermutung nahe, dass Hedge-Fonds einen Grossteil der Investitionsrenditen der letzten Jahre durch direkte oder indirekte Exposures am Aktienmarkt generiert haben.

<sup>13</sup> Vgl. Hildebrand (2007).

**Abbildung 3.4: Nettozuflüsse in Hedge-Fonds und Hedge-Fonds-Renditen**



Quelle: CSFB Tremont, zitiert nach Hiledbrand in Banque de France (2007)

### 3.3. Leverage-Entwicklung

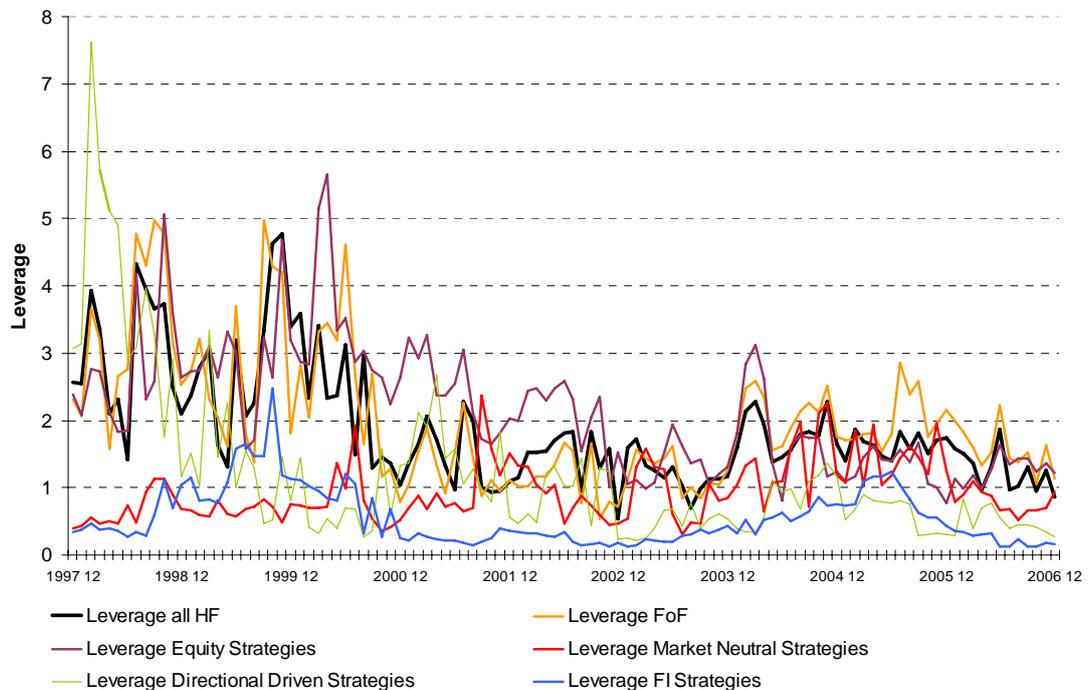
Da von einer zu hohen Hebelung der Hedge-Fonds-Vermögen möglicherweise Gefahren für die Systemstabilität an den Finanzmärkten ausgehen könnten, ist ein besonderes Augenmerk auf die Entwicklung des Leverage zu richten (vgl. Kapitel 5.1). Unterschieden wird zumeist zwischen einem *direkten* Leverage, d.h., der Kreditvergabe von einem Prime-Broker an einen Hedge-Fonds und einem *finanziellen* Leverage, d.h., dem Kauf von Derivativen durch Hedge-Fonds, die selber einen eingebauten Hebel besitzen. Um sinnvolle Vergleiche zwischen verschiedenen Hedge-Fonds anzustellen, sollte der *effektive* Leverage, also beide Leverage-Arten gemeinsam betrachtet werden. Schätzungen gehen davon aus, dass der effektive Leverage über alle Arten von Hedge-Fonds hinweg heutzutage zwischen 2x und 3x des von Hedge-Fonds verwalteten Vermögens beträgt.<sup>14</sup> M.a.W. betrug das investierbare Vermögen der Gesamtbranche zwischen 2'800 Mia USD und 4'200 Mia. USD.

Aussagen über die Entwicklung des Leverage zu treffen, sind allerdings sehr schwierig, da es kein einheitliches Vorgehen gibt, um die Hebelung zu messen. Sowohl die Bank

<sup>14</sup> Vgl. Z.B. Fitch Ratings (2007). Einzelne Hedge-Fonds Kategorien, wie z.B. Kredit-Hedge-Fonds besitzen allerdings einen deutlich höheren Leverage. Fitch Ratings geht hier von einem Leverage zwischen 5x und 6x des originären Anlagevolumens aus. Innerhalb der Kredit-Hedge-Fonds Kategorie stechen wiederum Fixed-Income-Relative-Value oder CDS Leveraged Carry Hedge-Fonds mit einem Leverage von bis zu 20 hervor.

für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ, 2005, vgl. Abbildung 3.5)<sup>15</sup> wie auch der Internationale Währungsfonds (IWF, 2007) haben in jüngster Zeit Schätzverfahren entwickelt, um aussagekräftige Abbildungen über den Einsatz von Leverage machen zu können. Die Berechnungen der BIZ deuten darauf hin, dass die Fondsvermögen heute nicht mehr so stark gehebelt sind wie noch in den späten 90er Jahren. Der IWF-Indikator, der wie die BIZ auch die Empfindlichkeit der Hedge-Fonds-Renditen auf Marktpreisschwankungen als indirekten Massstab für den Leverage heranzieht, zeigt dagegen einen deutlichen Anstieg seit dem Jahr 2005, auch wenn derzeit das Niveau, das um die LTCM-Krise herrschte, noch nicht wieder erreicht wird. Bei der Interpretation und dem Vergleich der Ergebnisse beider Studien ist aber aufgrund der Unvollständigkeit der Daten und der Unterschiedlichkeit der angewandten Messmethoden Vorsicht angebracht. Für die Zukunft wird die Gefahr gesehen, dass die Hebelung der Anlagevermögen deutlich steigen könnte, um die beobachtete Renditeerosion zu stoppen.

**Abbildung 3.5: BIS-Indikator für Hedge-Fonds-Leverage**



Quelle: BIS

<sup>15</sup> McGuire, P. et al. in: BIS Quarterly Review (März 2005), "Time-varying exposures and leverage in hedge funds". Um den Hedge-Fonds-Leverage zu messen, regressieren McGuire et al. die Rendite eines Hedge-Fonds-Portfolios auf eine Reihe von Risikofaktoren, von denen angenommen wird, dass sie die Renditen verschiedener Wertpapierklassen beeinflussen. Anhand dieser Regression wird dann die Empfindlichkeit von Hedge-Fonds-Renditen auf die Risikofaktoren geschätzt. Es sei an dieser Stelle insbesondere darauf hingewiesen, dass der BIS-Leverage-Indikator nicht die gängige Interpretation von Hebelung erlaubt. D.h., in der Abbildung 3.5 bedeutet ein Leverage von zwei nicht, dass das investierte Kapital des Hedge-Fonds dem zweifachen investierten Kapital der Anleger entspricht. Der Indikator verdeutlicht allerdings, dass der Hedge-Fonds-Leverage seit den späten 90er Jahren deutlich gesunken ist und sich auf historisch niedrigem Niveau befindet.



### 3.4. Entschädigungen und Kommissionen

Die Honorare im Prime-Brokerage-Geschäft wurden in Kapitel 2.5 geschildert. An dieser Stelle geht es um die Gebühren, die das Fondsmanagement erhebt. Als Erfahrungswert gelten derzeit rund 2% Verwaltungshonorar plus zusätzlich 20-50% Erfolgsbeteiligung pro Jahr (*performance* oder *incentive fee*). Für eine günstigere Gebührenstruktur in der Zukunft spricht aber erstens, dass Investmentbanken auf die hohen Gebühren reagiert und Modelle vorgestellt haben, mit denen statistische Risikoeigenschaften von Hedge-Fonds und damit deren Risiko-Rendite-Profil repliziert werden können. Zweitens sprechen auch die niedrigeren relativen und absoluten Renditen und der grössere Konkurrenzdruck für geringere Gebühren in der Zukunft.

### 3.5. Weitere Aspekte

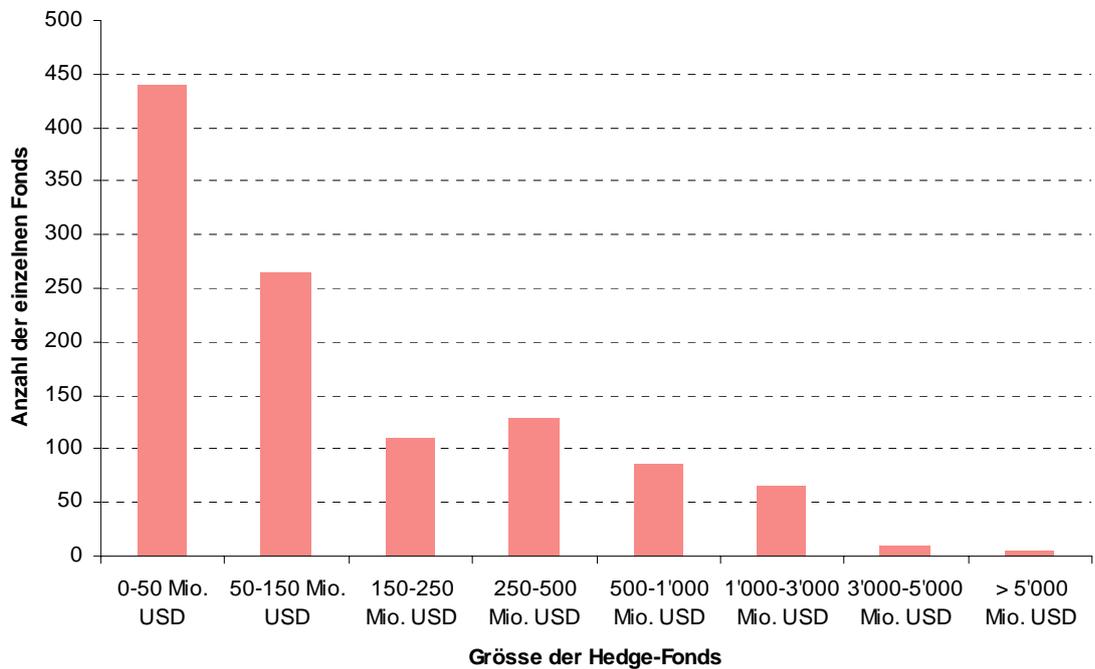
Eine Aufgliederung aller Hedge-Fonds nach ihrer Grösse, gemessen anhand der verwalteten Vermögen, zeigt zum einen, dass die gesamte Branche sehr fragmentiert ist,<sup>16</sup> und zum zweiten, dass die meisten Fonds klein sind (vgl. Abbildung 3.6). Nur die wenigsten Fonds sind so gross, dass sie die Märkte alleine beeinflussen können. Die beiden grössten Hedge-Fonds sind JPMorgan Asset Management (34 Mia. USD Fondsvermögen) und Goldman Sachs Asset Management (32 Mia. USD verwaltetes Vermögen).<sup>17</sup> Der grösste europäische Hedge-Fonds ist Man Investments mit 19 Mia. USD.

---

<sup>16</sup> International Financial Services, London (2007), siehe oben Fussnote 3, weist aber darauf hin, dass eine Konzentration am oberen Ende zu beobachten ist. Verwalteten die 100 grössten Fonds (gemessen anhand der verwalteten Kundenvermögen) 2003 noch 54% der weltweit in Hedge-Fonds angelegten Gelder, so waren es 2004 bereits 58% und 2005 waren es 65%.

<sup>17</sup> Für die Angaben vergleiche International Financial Services, London (2007), Die Daten sind per Ende 2006.

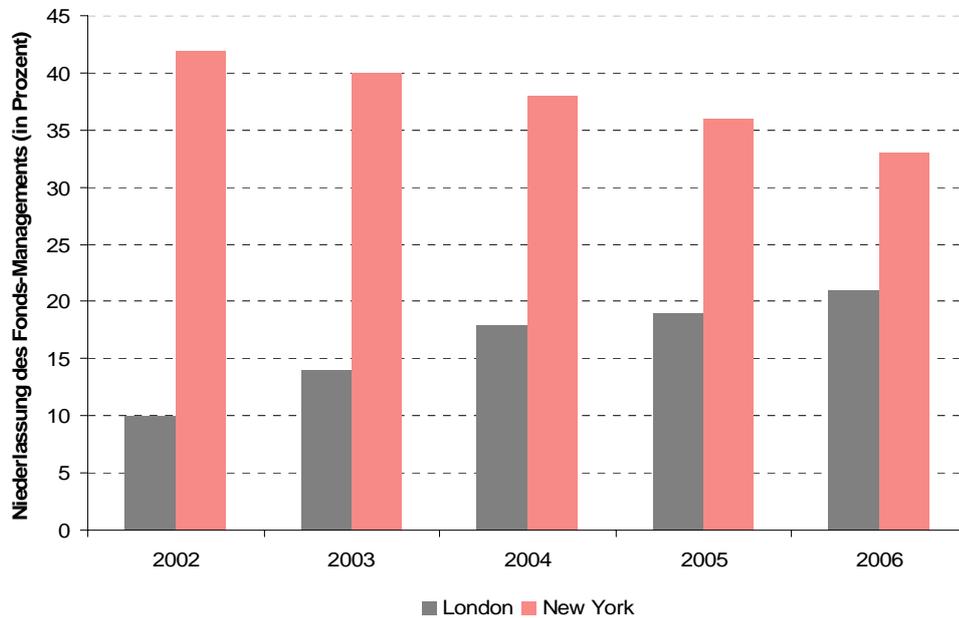
**Abbildung 3.6: Verteilung der Hedge-Fonds nach Fondsvolumen (in Mio. USD)**



Quelle: Eurohedge, zitiert nach UK FSA (2006)

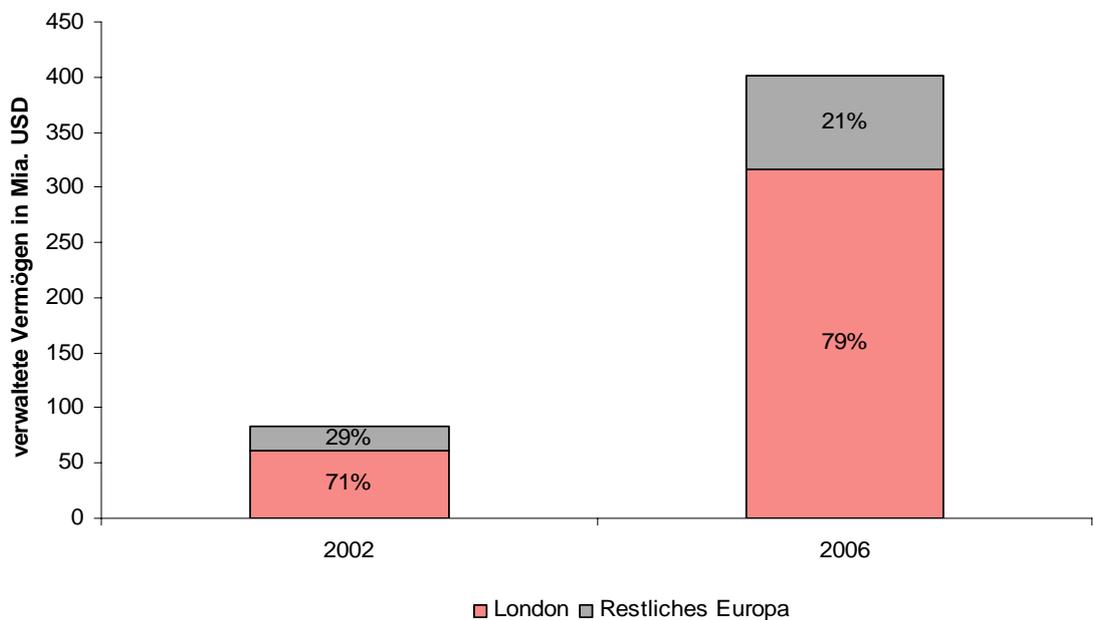
Ferner zeigt eine Aufteilung der Fonds nach ihrem Domizil (Niederlassung des Managements, nicht Ort der Registrierung des Fonds), dass New York und London die Zentren der Hedge-Fonds-Branche sind (vgl. [Abbildung 3.7](#)). Die Abbildung zeigt vor allem auch die relativ gestiegene Bedeutung des Finanzplatzes London gegenüber New York. In Europa dominiert London ganz klar den Markt für Hedge-Fonds (vgl. [Abbildung 3.8a, b](#)).

**Abbildung 3.7: Aufteilung der Hedge-Fonds nach Domizil des Managements (nicht Ort der Registrierung des Fonds) (in Prozent)**



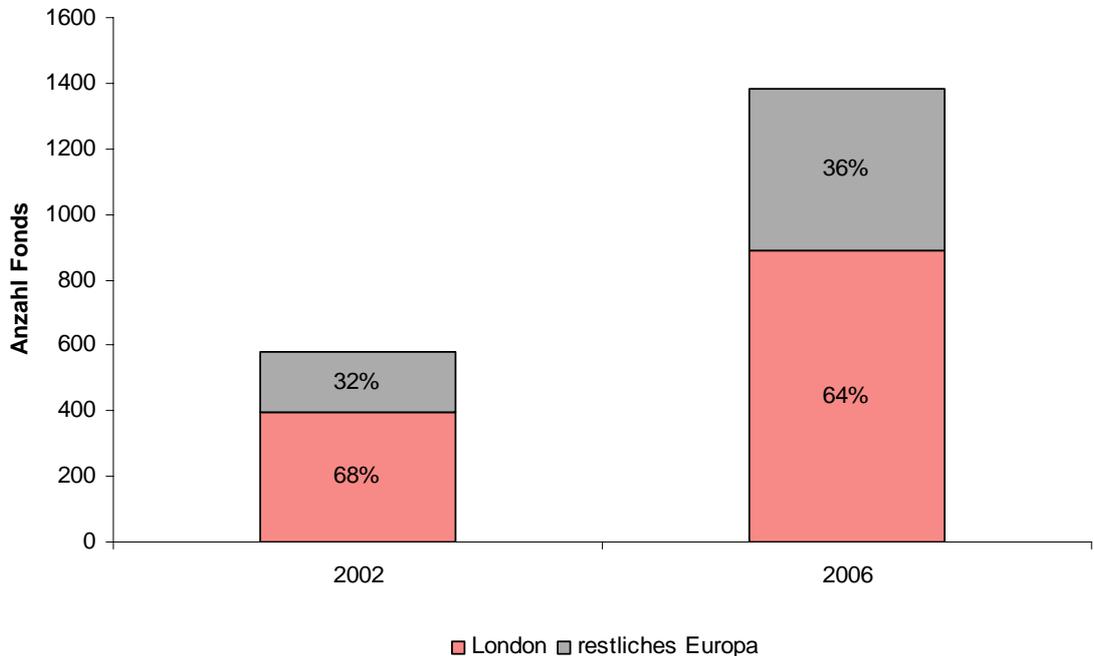
Quelle: IFSL (2007)

**Abbildung 3.8 (a): Grossbritanniens Anteil am europäischen Hedge-Fonds-Markt (verwaltete Vermögen)**



Quelle: EuroHedge und IFSL Schätzungen, zitiert nach IFSL (2007). Die Abbildung enthält alle in Europa basierten Hedge-Fonds oder solche Fonds, die ausschliesslich in Europa investieren.

**Abbildung 3.8 (b): Grossbritanniens Anteil am europäischen Hedge-Fonds Markt (Anzahl Fonds)**



Quelle: EuroHedge und IFSL Schätzungen, zitiert nach IFSL (2007). Die Abbildung enthält alle in Europa domizilierten Hedge-Fonds oder solche Fonds, die ausschliesslich in Europa investieren.

## 4. Marktentwicklung in der Schweiz

### 4.1. Single-Hedge-Fonds

Nur 4 der weltweit gut 9'500 Single-Hedge-Fonds sind in der Schweiz domiziliert. Die Anzahl der Hedge-Fonds-Manager, die mittlerweile in der Schweiz ihre Aktivitäten entfaltet haben, wird auf 40 bis 50 geschätzt.<sup>18</sup> Angesichts der hohen Bedeutung der Vermögensverwaltung in der Schweiz ist diese Zahl gering. Aber auch im internationalen Vergleich ist diese Zahl niedrig. In Europa ist Grossbritannien die erste Wahl als Standort für Hedge-Fonds-Manager: Nach Schätzungen<sup>19</sup> arbeiten rund 900 der insgesamt rund 1'400 europäischen Hedge-Fonds-Manager in Grossbritannien (siehe Abbildung 3.8 a, b).<sup>20</sup> Es ist davon auszugehen, dass in den US-amerikanischen Zentren der Hed-

<sup>18</sup> Die Schätzungen beruhen auf Angaben des Zentrums für Alternative Investments der Zürcher Fachhochschule Winterthur.

<sup>19</sup> Vgl. International Financial Services (2007)

<sup>20</sup> Andere Schätzungen bestätigen die Grössenordnung von 900 Hedge-Fonds-Managern in Grossbritannien: Die Branchenorganisation AIMA (Alternative Investment Management Association) geht z.B. von rund 800 Hedge-Fonds-Managern in Grossbritannien aus. Da sich die jeweiligen Definitionen, was unter einem Hedge-Fonds zu verstehen ist jeweils unterscheiden, schwanken auch die Zahlen.



ge-Fonds-Branche New York und Greenwich (Connecticut) rund doppelt so viele Hedge-Fonds-Manager wie in London angesiedelt sind (siehe Abbildung 3.7).<sup>21</sup>

Für den Schweizer Markt wird das Fonds-Volumen, das von den 40 bis 50 in der Schweiz niedergelassenen Hedge-Fonds-Managern insgesamt verwaltet wird, auf höchstens 10 Mia. USD geschätzt.<sup>22</sup> Verglichen mit den rund 1'400 Mia. USD weltweit verwaltetem Hedge-Fonds-Vermögen werden in der Schweiz somit deutlich weniger als 1% verwaltet.

Durch die EBK sind per Ende 2006 vier Schweizer Single-Hedge-Fonds bewilligt und zum öffentlichen Vertrieb zugelassen worden. Über die Anzahl der Off-Shore-Produkte, die in der Schweiz vertrieben werden, gibt es nur Spekulationen. In Branchenkreisen ist von bis zu 100 (nicht öffentlich und daher ohne Bewilligung vertriebenen) in Schweizer Depots gehaltenen Fonds die Rede (vgl. Kapitel 7.4).<sup>23</sup> Aufgrund der hohen Intransparenz des Marktes sind kaum genauere Zahlen zu erhalten. Entsprechendes gilt auch für das verwaltete Fondsvolumen. Hierüber sind keine präzisen Angaben erhältlich.

Auch wenn aufgrund einer unzureichenden Datenbasis eine gewisse Unsicherheit verbleibt, lässt sich aus den hier zusammengezogenen Zahlen doch schliessen, dass die Schweiz als „Produktionsstandort“ für Single-Hedge-Fonds bisher praktisch keine Bedeutung hat und an der Wertschöpfungskette, die durch die innovativen, performance-orientierten Anlagetechniken der Hedge-Fonds-Manager entsteht, nur im geringen Masse partizipiert.

#### **4.2. Dach-Hedge-Fonds (Funds-of-Funds)**

Da die Schweiz aufgrund der obigen Zahlen als Standort für Single-Hedge-Fonds-Manager und damit als Produktionsstandort im internationalen Vergleich bisher eine geringe Rolle zu spielen scheint, erstaunt es auf den ersten Blick, dass die Schweiz nach den USA den zweitgrössten Markt für Dach-Hedge-Fonds unterhält.<sup>24</sup> Der globale Markt für Dach-Hedge-Fonds hat ein Volumen von rund 600 Mia. USD. Damit stammt etwas weniger als die Hälfte aller in Hedge-Fonds investierten Gelder in Höhe von rund 1'400 Mia. USD aus Dachfonds. Etwas mehr als 200 Mia. USD, also rund ein Drittel des Dachfonds-Volumens, wird über Schweizer Kanäle aufgebracht.

In der Schweiz waren per Ende 2006 durch die EBK 123 so genannte, „übrige Fonds mit besonderem Risiko“ genehmigt. Unter diese Kategorie fallen im Wesentlichen Single-Hedge-Fonds und Dachfonds. Altwegg et al. (2007), die eine eigene Fondsstatistik

---

<sup>21</sup> International Financial Services, London (2007)

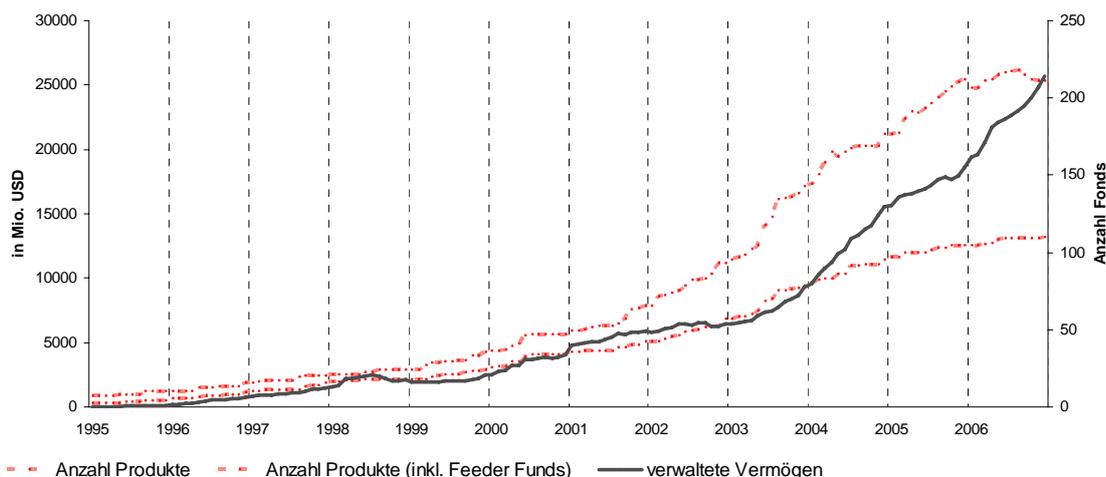
<sup>22</sup> Die Schätzungen beruhen auf Angaben des Zentrums für Alternative Investments der Zürcher Fachhochschule Winterthur.

<sup>23</sup> Das Zentrum für Alternative Investments der Zürcher Fachhochschule Winterthur hat Informationen über 60 bis 70 in der Schweiz vertriebene Off-Shore-Produkte, geht aber auch davon aus, dass die tatsächliche Zahl bei rund 100 liegen dürfte.

<sup>24</sup> Vgl. Altwegg, M. et al. (2007). International Financial Services (Hedge Fund City Business Series, April 2007), geht davon aus, dass Grossbritannien mittlerweile die Schweiz als zweitgrössten Markt überflügelt hat.

über Dachfonds in ihrer Studie heranziehen,<sup>25</sup> haben Informationen über 114 in der Schweiz registrierte Dachfonds-Produkte per Ende 2006, die zusammen auf ein Anlagevolumen von 25.7 Mia. USD kommen.<sup>26</sup> Abbildung 4.1 gibt die Entwicklung des Schweizer Fund-of-Funds-Marktes nach der breiteren Definition des Zentrums für Alternative Anlagen seit 1995 wieder.

**Abbildung 4.1: Entwicklung des Dachfondsvolumens und der Produktanzahl in der Schweiz (1995-2006)**



Quelle: Altwegg, M. et al. (2007)

Die registrierten und zum öffentlichen Vertrieb zugelassenen Produkte bilden jedoch sowohl hinsichtlich der Anzahl als auch bezüglich des Anlagevermögens nur einen kleinen Teil des gesamten Schweizer Fund-of-Funds-Marktes ab. Schätzungen gehen davon aus, dass in den in der Schweiz platzierten Off-Shore-Produkten ungefähr das achtfache der oben genannten 25.7 Mia. USD deponiert ist. Dies ergibt dann die ebenfalls weiter oben bereits genannte Zahl von etwas mehr als 200 Mia. USD.<sup>27</sup>

Zeigt schon diese Zahl alleine die Bedeutung der Schweiz für die gesamte Hedge-Fonds-Branche, so weisen Altwegg et al. (2007) darauf hin, dass die Platzierung von Hedge-Fonds via Fund-of-Funds hierzulande noch dynamischer als auf globaler Ebene

<sup>25</sup> Vgl. [www.hedgegate.com](http://www.hedgegate.com).

<sup>26</sup> Die Statistik des Zentrums für Alternative Investments bezieht neben den inländischen Fonds (gemäss KAG) und den ausländischen Fonds, die von der EBK zum öffentlichen Vertrieb in der Schweiz zugelassen sind auch die an der SWX kotierten Beteiligungsgesellschaften, die in Hedge-Fonds investieren und die vom Bundesamt für Sozialversicherungen beaufsichtigten kollektiven Anlagevermögen für Vorsorgeeinrichtungen mit ein. Sie unterscheidet ferner zwischen Feeder- und Masterprodukten. Rechtlich gesehen sind Feeder-Funds, d.h. Fondsprodukte, die nicht nur in einer sondern in mehreren Anlagewährungen verfügbar sind, eigenständige Vehikel. Als korrekte ökonomische Vergleichsgrösse bietet sich dagegen die Konzentration auf die 114 registrierten Masterprodukten, Beteiligungsgesellschaften und Anlagestiftungen an.

<sup>27</sup> Vgl. Altwegg, M. et al. (2007). Der Vertrieb von Off-Shore-Produkten ist in der Schweiz solange rechtlich zulässig, als diese Fonds nicht öffentlich beworben werden.



zu verlaufen scheint. Ende 2006 waren bereits zwischen 20% und 25% des globalen Hedge-Fonds-Volumens im Wesentlichen über Fund-of-Funds in der Schweiz platziert.<sup>28</sup> Wenn man konservativ die etwas über 200 Mia. USD Fund-of-Funds Anlagevermögen in der Schweiz mit den über 4'400 Mia. verwalteten Vermögen<sup>29</sup> in- und ausländischer Kunden in der Schweiz insgesamt vergleicht, so bedeutet dies, dass mindestens 5% des hiezulande deponierten Vermögens in Hedge-Fonds-Produkten angelegt sind. Zur besseren Übersicht sind die wesentlichen Daten zum Schweizer Markt für Hedge-Fonds in Tabelle 4.1 zusammengefasst. Es sei darauf hingewiesen, dass aufgrund der Intransparenz der Branche insbesondere die auf die Schweiz bezogenen Zahlen mit Vorsicht zu beurteilen sind und es je nach Datenquelle zu einer grossen Variation der Angaben kommt.

**Tabelle 4.1: Der Schweizer Markt für Hedge-Fonds**

Single Hedge-Fonds-Markt

Anzahl Hedge-Fonds weltweit*	ca. 9'500
Davon in der Schweiz (Anzahl der von der EBK zum Vertrieb zugelassenen Single-Hedge-Fonds)	4
Anzahl der in Schweizer Depots gehaltenen Single-Hedge-Fonds**	bis zu 100
Anzahl Hedge-Fonds-Manager weltweit	ca. 3'500
Davon in der Schweiz domizilierte Hedge-Fonds-Manager**	ca. 40-50
Weltweit verwaltetes Hedge-Fonds-Vermögen*	ca. 1'400 Mia. USD
Von in der Schweiz domizilierten Hedge-Fonds-Managern verwaltetes Vermögen**	<10 Mia. USD

Fund-of-Hedge-Funds-Markt

Weltweit von Hedge-Fonds verwaltetes Vermögen*	ca. 1'400 Mia. USD
Davon weltweit aus Fund-of-Funds investiert**	ca. 600 Mia. USD
Von den in der Schweiz registrierten Fund-of-Funds verwaltetes Vermögen**	ca. 26 Mia CHF
Vermögen von in der Schweiz vertriebenen Off-Shore-Produkten**	ca. 200 Mia. USD
Anzahl "übriger Fonds mit besonderem Risiko", die durch die EBK genehmigt sind (im wesentlichen Dachfonds)	123
In der Schweiz registrierte und zum öffentlichen Vertrieb zugelassene Fund-of-Fund-Produkte (nach Dachfonds-Definition des Zentrums für Alternative Anlagen)**	114
Anteil der Hedge-Fonds-Vermögen an den insgesamt in der Schweiz verwalteten Vermögen	ca. 5%

Alle Angaben per Ende 2006

\*Hedge Fund Research Database

\*\* Zentrum für Alternative Investments, Zürcher Fachhochschule Winterthur

<sup>28</sup> Die Interessensvereinigung der Londoner Finanzdienstleister International Financial Services kommt zu etwas anderen Zahlen. Nach ihren Berechnungen befindet sich ein Drittel des weltweiten Hedge-Fonds-Vermögens in den USA, ein viertel in Grossbritannien und nur rund 15% in der Schweiz. Grund für die Diskrepanzen sind unterschiedliche Datengrundlagen.

<sup>29</sup> Vgl. Swissbanking (2007), Wealth Management in Switzerland: Industry Trends and Strategies.



### 4.3. Bedeutung von Hedge-Fonds für den Schweizer Finanzplatz

Auf dem Finanzplatz Schweiz findet kaum eine eigene „Produktion“ von Single-Hedge-Fonds statt. Die Wertschöpfungen durch die Arbeit von Hedge-Fonds-Managern und Prime-Brokerage geschehen im Wesentlichen in Grossbritannien und den Vereinigten Staaten. Hingegen hat die Schweiz eine sehr hohe Bedeutung bei der Platzierung von Fund-of-Funds-Anteilen. Aus dieser Konzentration auf die Beratung und den Verkauf von Fonds alleine entsteht für den Schweizer Finanzmarkt kaum ein Systemrisiko. Diese Sichtweise greift allerdings zu kurz. Rückkopplungseffekte durch im Ausland von Hedge-Fonds ausgelöste Krisen können dagegen sehr wohl dazu führen, dass der Schweizer Finanzmarkt indirekt oder direkt getroffen wird. Z.B. ist es denkbar, dass ein im Hedge-Fonds-Geschäft tätiges Schweizer Finanzunternehmen Schaden erleidet und so die Krise importiert. Insbesondere der Umstand, dass zwei Schweizer Grossbanken durch ihre internationalen Tätigkeiten massgeblich an allen Teilen der Wertschöpfungskette des Hedge-Fonds-Geschäfts beteiligt sind, gemahnt zur Vorsicht (Siehe hierzu die Diskussion in Kapitel 5.1).

## 5. Risiken von Hedge-Fonds und die Aufsichtspraxis der EBK

Die Ausführungen in Kapitel 2 zeigen, dass sich aus dem Geschäft der Banken mit den Hedge-Fonds zahlreiche Schnittstellen ergeben. Hier ergeben sich verschiedene Risiken oder Probleme. Die aus Sicht der EBK wichtigsten Fragestellungen und die Position der EBK werden im folgenden Kapitel beschrieben. Es handelt sich hierbei in erster Linie um das *systemische Risiko*, welches potenziell von Hedge-Fonds ausgeht (Kapitel 5.1), sowie um Fragen im Zusammenhang mit der *Marktintegrität* (5.2) und des *Anlegerschutzes* (5.4). Diese drei Risikokategorien werden unter anderem auch von der UK FSA<sup>30</sup> und von der SNB<sup>31</sup> als zentral angesehen, wobei das systemische Risiko die grösste Beachtung verdient. Zusätzlich wird aufgrund ihrer hohen Aktualität des Themas noch die Frage der *Einflussnahme von Hedge-Fonds auf die Unternehmenspolitik* thematisiert (5.3).

### 5.1. Gefährdung der Systemstabilität

Hedge-Fonds könnten die Systemstabilität auf direkte und indirekte Weise gefährden. Der *direkte* Weg führt über ihre Schnittstellen mit den Banken. Im Prime-Brokerage und im Handelsgeschäft mit Hedge-Fonds entstehen für die Grossbanken Kreditrisiken in Form von Gegenparteirisiken, z.B. aus dem Securities-Lending. Diese Gegenparteirisiken bestehen darin, dass ein Hedge-Fonds bei einem Ausfall nicht in der Lage sein könnte, seinen Verpflichtungen aus offenen Positionen nachzukommen. In der Regel besichern die Banken diese Risiken, in dem sie vom Hedge-Fonds Sicherheiten (*Collaterals*) zur Deckung der Forderungen verlangen. Ist die Höhe oder die Qualität der hinterlegten Sicherheiten zu schlecht, entsteht für die Bank das Risiko, dass sie bei einem

<sup>30</sup> Callum McCarthy, Chairman, UK FSA. Hedge Funds: what should be the regulatory response? Speech at the European Money & Finance Forum, 7. Dezember 2006.

<sup>31</sup> Hildebrand (2007).



Ausfall des Hedge-Fonds Kreditverluste erleidet und selbst in Schwierigkeiten geraten kann. Sind die so entstandenen Schwierigkeiten für ein Einzelinstitut gross genug, ist es vorstellbar, dass via Ansteckungs- oder Rückkopplungseffekte weitere Banken in Mitleidenschaft gezogen werden und auf diesem Weg eine Finanzmarktkrise ausgelöst wird.

Auch *indirekt* können Hedge-Fonds mit ihren aktiven Handelsstrategien ein Risiko für die Finanzmärkte darstellen. Erleiden einer oder mehrere grosse Hedge-Fonds signifikante Verluste, kann dies zu einer Krisensituation auf den Finanzmärkten und zu einem abrupten Rückgang der Liquidität führen. Dies ist besonders dann der Fall, wenn viele Hedge-Fonds (und Banken) in einer sich anbahnenden Krise ähnliche Positionen halten. Die ähnliche Positionierung von Hedge-Fonds wird auch damit erklärt, dass der Erfolg einer Strategie Nachahmer anzieht (*herding behaviour*). Dadurch entstehen so genannte „*crowded trades*“ oder „*one-way-markets*“. Das Auftreten solcher Situationen kann leicht zu einem Versiegen der Marktliquidität führen, vor allem dann, wenn die Marktteilnehmer gleichzeitig versuchen, ihre (ähnlichen) Positionen zu schliessen. Neben dem steigenden Gegenparteirisiko gegenüber Hedge-Fonds würde dies auch das Handelsbuch der Banken in Mitleidenschaft ziehen und könnte unter Umständen auch die Banken und letztlich die Stabilität des Finanzsystems ins Wanken bringen.

Die Besicherung des Kreditrisikos mindert das Systemrisiko. Die Berechnung der Höhe dieser Sicherheiten ist jedoch für die Banken eine Herausforderung, da die Hedge-Fonds zum Teil komplexe Produkte verwenden, deren Bewertung und Risikomodellierung sich schwierig gestaltet.<sup>32</sup> Dazu kommt, dass der Druck auf die Kreditkonditionen aufgrund des zunehmenden Wettbewerbs unter Prime-Brokern zugenommen hat. Dieser Druck könnte dazu führen, dass das Niveau der gehaltenen Sicherheiten im System tendenziell sinkt, oder dass Investment Banken wieder bereit werden, einen höheren Leverage der Fonds zu akzeptieren. Oft wird die Höhe der zu hinterlegenden Sicherheiten basierend auf Value-at-Risk oder Portfolioansätzen berechnet, was tendenziell ebenfalls zu einer Reduktion der im System gehaltenen Sicherheiten führt. Bis anhin wirkte sich die tiefe Volatilität auf den Finanzmärkten stabilisierend aus. Sollte die Volatilität jedoch wieder steigen, könnten die Risiken schnell zunehmen.<sup>33</sup> Bei einem Ausfall eines Hedge-Fonds könnten sich die bei der Bank hinterlegten Sicherheiten als ungenügend erweisen. In diesem Fall würde der Prime-Broker den Hedge-Fonds mit neuen Forderungen nach Sicherheiten (*Margin Calls*) konfrontieren, was diesen in einer Krise dazu bringen könnte, seine Positionen zu ungünstigen Konditionen zu veräussern. Dies beschleunigt potenziell den Abwärtssog. Geschieht diese Liquidation in einer überhassteten und ungeordneten Weise und sind mehrere Fonds und Banken betroffen, kann sich die Krise schnell ausweiten und auf ursprünglich unbeteiligte Akteure überschwapen. Die Situation ist dabei umso prekärer, je geringer die Liquidität der von Hedge-

---

<sup>32</sup> Dies zeigt sich beispielhaft an den Problemen der Investment Bank Bear Stearns mit zwei ihrer bankeigenen Hedge-Fonds, die stark von Rating-Rückstufungen betroffen sind (siehe Textbox 5.3 weiter unten)

<sup>33</sup> Die Turbulenzen an den Finanzmärkten vom Juli/ August 2007 verdeutlichen dies recht gut: Gerade die grossen bankinternen Hedge-Fonds der wichtigsten US-Investmentbanken haben sich in komplexen Derivaten und strukturierten Produkten engagiert, deren Wert in Zeiten hoher Volatilität schwer feststellbar ist.



Fonds gehaltenen Positionen im Verhältnis zu der Liquidität ist, die der Fonds seinen Investoren gewährt (*liquidity mismatch*). Im Falle schlechter Renditen ist davon auszugehen, dass Investoren ihre Anteile alsbald verkaufen. Dies zwingt den Hedge-Fonds, seinerseits Aktiven zu veräussern. Sind diese Positionen relativ illiquid, muss er sie unter Umständen unter dem fairen Wert verkaufen, was seine Situation weiter verschlechtert. Ist gleichzeitig die von den Hedge-Fonds angewandte Hebelung des Anlagevermögens relativ hoch, kann dies die Krise verstärken, da schon kleinere negative Marktentwicklungen grössere Löcher im Eigenkapital der Hedge-Fonds entstehen lassen können.<sup>34</sup>

Für das Systemrisiko sind in erster Linie die grossen Fonds relevant. Deshalb richtet sich das Augenmerk der Banken und der Regulatoren auch auf diese. Dabei ist es schwierig, die genaue Risikolage eines einzelnen Fonds oder die Existenz von Crowded-Trades und die davon ausgehenden Gefahren für die Finanzmärkte zu orten. Das hängt damit zusammen, dass den Banken die genaue Positionierung der (grösseren) Hedge-Fonds verborgen bleibt, da diese meist mehrere Prime-Broker verwenden. Sie schützen sich dadurch besser gegen das Kopieren ihrer Handelsstrategie und das Front-Running, also das Risiko, dass eine Bank in Kenntnis einer bevorstehenden, grösseren Transaktion sich den zu erwartenden Effekt auf den Marktpreis zu Nutze macht und damit dem Hedge-Fonds schadet. Mehrere Bankbeziehungen schützen den Hedge-Fonds in kritischen Situationen auch vor hohen Forderungen nach Sicherheiten seitens der Banken, da dem Prime-Broker unter Umständen verborgen bleibt, dass der Fonds sich in Schwierigkeiten befindet. Die Banken versuchen ihrerseits die negativen Effekte dieser mangelnden Transparenz mit verschiedenen Methoden zu mildern. Vor Eingehen einer neuen Geschäftsbeziehung und danach in periodischen Abständen wird der Hedge-Fonds einer Sorgfaltsprüfung (*Due Diligence*) unterzogen. Im Rahmen der von der Bank geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeit (*Rating*) werden vom Fonds zudem verschiedene Angaben zu Risikolage, Strategie und anderen Aspekten verlangt. Ist die erhaltene Information mangelhaft, führt dies in der Regel zu einem tieferen Rating und damit schlechteren Kreditkonditionen für den Hedge-Fonds. Zudem verbessern die Banken ihre internen Risikomodellierungen und Stresstests, die sie für ihr Hedge-Fonds-Exposure durchführen. Diese Methoden sind zum Teil statistischer Natur (z.B. Monte-Carlo-Simulationen) oder Szenario-basiert. Sie haben zum Ziel, das Exposure und die möglichen zukünftigen Entwicklungen (in normalen und in Stresssituationen) möglichst genau zu schätzen. Das Risikomanagement der Banken hat in dieser Hinsicht in den letzten Jahren grosse Fortschritte erzielt.

Wie gross die Gefährdung der Systemstabilität durch Hedge-Fonds gegenwärtig ist, ist schwierig abzuschätzen. Das Kreditexposure der Banken gegenüber den Hedge-Fonds hat zwar nominal stark zugenommen, berücksichtigt man jedoch die gehaltenen Sicherheiten, ist es weitaus geringer. Das Financial Stability Forum (FSF) geht in seinem aktualisierten Bericht zu „Highly Leveraged Institutions“ davon aus, dass das gegenwärtige Exposure der wichtigsten Banken gegenüber Hedge-Fonds ca. 1% des Kernkapitals beträgt. Modelliert man dieses Exposure in die Zukunft (unter Treffen realistischer

---

<sup>34</sup> Zur Entwicklung des Leverages sei auf das Kapitel 3.1 verwiesen.



Annahmen über zukünftige Marktentwicklung), kommt man laut dem FSF auf ein potenzielles Exposure von zwischen 3% und 10% des Kernkapitals.<sup>35</sup>

Der tendenzielle Rückgang des Leverages (siehe Kapitel 3.3) und das verbesserte Risikomanagement der Banken lässt einerseits auf ein Absinken der Gefahr seit dem Kollaps des Hedge-Fonds LTCM schliessen. Dieser hatte das Finanzsystem im Jahr 1998 an den Rand einer grösseren Systemkrise gebracht (siehe Textbox). Im Gegensatz dazu wurden die grossen Verluste des Hedge-Fonds Amaranth im September 2006 vom globalen Finanzsystem ohne Probleme absorbiert (siehe Textboxen 5.1 und 5.2).

#### Textbox 5.1: LTCM

Das Akronym LTCM steht für Long Term Capital Management. Dieser Hedge-Fonds wurde im Jahr 1994 von John Meriwether, einem bekannten Bond-Händler von Salomon Brothers gegründet. Eine Reihe illustrier Persönlichkeiten, darunter die Nobelpreisträger Myron Scholes und Robert C. Merton, waren bei LTCM tätig. Diese Mannschaft und ihr Erfolg zogen viel Kapital an. Anfangs 1998 verfügte LTCM über Eigenkapital von ca. USD 4.8 Mia. Die Strategie des Fonds basierte auf eigenen Computermodellen und bestand im Wesentlichen in Arbitragegeschäften. Man ging davon aus, dass sich der Unterschied in den Renditen verschiedener Staatsanleihen tendenziell verringerte. Dazu hielt LTCM Long-Positionen in Staatsanleihen mit hohen Renditen und Short-Positionen in Anleihen mit tiefer Rendite (hauptsächlich US-Anleihen). Zur Umsetzung dieser Strategie war LTCM auf Fremdkapital angewiesen, um aus kleinen Preisveränderungen grosse Gewinne zu erzielen. Im Jahr 1998 erreichte der von LTCM angewandte Leverage ungefähr den Faktor 25. Als die russische Regierung im August 1998 den Rubel abwertete und ein Zahlungsmoratorium auf russische Staatsanleihen verhängte und dies zu einer Flucht der Investoren in sichere Häfen („*flight to quality*“) und damit zu einer weltweiten Ausweitung des Risikoaufschlags führte, erlitt LTCM sowohl auf der Short- wie auf der Longseite seiner Positionen empfindliche Verluste. Der durch die Krise bedingte generelle Rückgang der Liquidität auf den Märkten verunmöglichte es dem Hedge-Fonds, seine grossen Positionen zu veräussern, ohne dass die Märkte darauf negativ reagiert und die Verluste sich so noch vergrössert hätten. Im September 1998 betrug das Eigenkapital von LTCM noch USD 600 Mio. Bald war absehbar, dass LTCM Konkurs machen würde, wenn man ihn sich selber überliesse. Um eine drohende Systemkrise auf den globalen Finanzmärkten abzuwenden, orchestrierte die Federal Reserve Bank of New York darauf hin die Übernahme von LTCM durch die führenden Banken. 14 Banken schossen zusammen USD 3.6 Mia. frisches Kapital in den Fonds ein und bekamen dafür einen 90%-Anteil sowie die Kontrolle über die operative Leitung des Fonds. Diese Banken erlitten zum Teil herbe Verluste aus ihren Engagements bei LTCM, aber auch aufgrund der Tatsache, dass ihre Handelsabteilungen zum Teil die Strategie von LTCM zuvor nachgeahmt hatten und sie also auch im Handelsgeschäft Verluste erlitten. Die Intervention der New York Fed half die Insolvenz von LTCM zu vermeiden. LTCM wurde schliesslich im Jahr 2000 liquidiert.

Seit dem Kollaps von LTCM haben die Banken Risikomessung und -management im

<sup>35</sup> Financial Stability Forum. Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions. 26. April 2007.



Umgang mit Hedge-Fonds stark verbessert. Auch die meisten Hedge-Fonds haben in dieser Zeit Fortschritte in den Bereichen Corporate Governance, Transparenz gegenüber Investoren und operationelle Infrastruktur erzielt.

Andererseits verfolgen Hedge-Fonds immer komplexere Handelsstrategien mit immer höher entwickelten Produkten. Deren Risikoeigenschaften sind für die Banken schwierig zu modellieren und wurden meist noch keinem richtigen Schock auf den Finanzmärkten unterzogen. So ist zum Beispiel noch unerprobt, wie effektiv der Kreditrisikotransfer durch Kreditderivate funktioniert, wenn sich die Kreditspannen plötzlich und überdurchschnittlich stark ausweiten und dadurch wichtige Marktteilnehmer ins Wanken geraten.

#### Textbox 5.2: Amaranth

Der Wert des in Greenwich, Connecticut, domizilierten Hedge-Fonds Amaranth hatte sich nach fehlgeschlagenen Spekulationen auf dem Erdgasmarkt im September 2006 binnen einer Woche von USD 9 Mia. auf USD 4.5 Mia. halbiert. Die Strategie von Amaranth basierte auf Annahmen über die unterschiedliche Höhe des Gaspreises in verschiedenen Monaten und wurde mit Derivaten umgesetzt. Dabei hielt der hauptverantwortliche Händler B. Hunter häufig grosse Long- und Short-Positionen in Kontrakten mit unterschiedlichen Lieferungsterminen. Als sich die Preise aufgrund einer weniger stark als erwartet ausgefallenen Hurrikansaison in die gegenteilige Richtung bewegten, als es von Hunter prophezeit worden war, geriet der Fonds rasch in Probleme. Die Investoren in Amaranth, unter ihnen viele Dach-Hedge-Fonds, erlitten dabei herbe Verluste. Obwohl die Verluste Amaranths mit der Grössenordnung der Verluste von LTCM vergleichbar waren, drohte in diesem Fall keine Systemkrise. Der Markt konnte diesen Vorfall ohne weiteres absorbieren ohne dass ein Überschwappen auf Banken stattgefunden hätte. Die anscheinende Widerstandsfähigkeit sollte jedoch nicht zu übereilten Schlüssen führen. Es gibt eine Reihe von Faktoren, die beim Fall Amaranth zu berücksichtigen sind und in denen dieser sich fundamental von der LTCM-Krise unterscheidet.<sup>36</sup> Erstens benützte Hunter relativ einfache Produkte, deren Bewertung leicht vorzunehmen war. Zweitens waren diese Positionen nicht durch das Phänomen der „crowded trades“ charakterisiert. Drittens reagierte das Management von Amaranth umgehend, als das Ausmass des Schadens ersichtlich wurde. Dies stellte sicher, dass sämtlichen Verpflichtungen (wie z.B. Sicherheitsleistungen gegenüber Banken) jederzeit Folge geleistet werden konnte. Dadurch konnte eine erzwungene Liquidierung der Positionen durch die Banken vermieden werden. Ohne diese tendenziell stabilisierenden Faktoren hätte ein Verlust in dieser Grössenordnung wohl gravierendere Folgen haben können.

Als Käufer der konzentrierten Positionen Amaranths traten die amerikanische Bank J.P. Morgan und der Hedge-Fonds Citadel auf. Die Positionen wurden freilich mit einem grossen Abschlag übernommen.

<sup>36</sup> Statement by E. Gerald Corrigan before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives: „Hedge Funds and Systemic Risk in the Financial Markets“ March 13, 2007



Die missglückte Rettungsaktion der US-Investment Bank Bear Stearns im Zusammenhang mit den von ihr lancierten Hedge-Fonds (siehe Textbox 5.3) macht deutlich, dass im Markt eine gewisse Erwartung besteht, dass eine Bank für eigene Fonds Rekapitalisierungsanstrengungen (*Bailouts*) unternimmt. Eine solche Erwartungshaltung würde aus aufsichtsrechtlicher Perspektive insbesondere die Frage nach der Systemstabilität aufwerfen: Angesichts der hohen Volumina könnten bankeigene Hedge-Fonds via einen Bailout selbst grössere Investmentbanken in Schwierigkeiten bringen.

### **Textbox 5.3: Das Debakel zweier Bear Stearns Hedge-Fonds**

Zwei von der Vermögensverwaltungsparte der US-Investment Bank Bear Stearns lancierte Hedge-Fonds gerieten Mitte Juni 2007 in Schwierigkeiten. Die beiden Fonds hatten sich mit Wetten auf mit Immobilienkrediten bonitätsschwacher Schuldner, sog. "subprime loans", abgesicherten Wertpapieren, verspekuliert. Der Markt für Hypotheken an US-Haushalte mit schlechtem Risikoprofil hatte sich in den letzten Jahren rasant entwickelt. Nicht zuletzt, weil die kreditgebenden Banken ihre Hypothekenportfolios an Investmentbanken verkauften. Diese wiederum bündelten die Hypotheken und hinterlegten sie als Sicherheiten für tranchierte Spezialanleihen (Sog. RMBS: Residential Mortgage Backed Securities), deren riskante Tranchen wiederum in ebenfalls tranchierte Collateralized Debt Obligations (CDOs) umgepackt wurden. Je nach Tranche bergen diese Arten von Obligationen hohe Risiken. Den Bear-Stearns-Fonds wurde die Bonitätsrückstufung von Obligationen, die sich in ihrem Portfolio befanden und durch Hypotheken gesichert waren, zum Verhängnis.

Der hauptsächlich betroffene Fonds mit 600 Mio. USD Kundeneinlagen kontrollierte zusammen mit einem kleineren Schwesterfonds, der auch in Schwierigkeiten geriet aber weniger kreditlastig war (rund 900 Mio. USD Kapital) einem Bericht des Wall Street Journals zufolge zeitweise über 20 Mia. USD. Nachdem die Anleger des kreditlastigeren der beiden Fonds per 30. Juni insgesamt 300 Mio. USD an Einlagen zurückziehen wollten, weil dieser zwischen Jahresbeginn und Ende April 23% seines Wertes eingebüsst hatte, stoppte Bear Stearns die Rückzahlungen. Ausserdem kündigte die Investmentbank an, mit 3.2 Mia. USD aus eigener Tasche gefährdete Kredite des Fonds zu übernehmen.

Infolge der Neubeurteilung des Risikos von mit Hypotheken abgesicherten Obligationen durch Rating-Agenturen (Down-grading) versuchten auch die kreditgebenden Investmentbanken die von Bear Stearns hinterlegten Kreditsicherheiten zu veräussern. Versuche von Bear Stearns, sich mit Hilfe eines Restrukturierungsplans mit den involvierten Gläubigern auf eine Rückzahlung von Krediten für beide betroffenen Fonds zu einigen, führten nicht zu dem erhofften Erfolg. Daraufhin sah sich Bear Stearns gezwungen, Anleihen im Wert von 3.2 Mia. USD zu emittieren, um damit hinterlegte Sicherheiten zurückzukaufen und so die Fonds zu retten. Die Massnahme brachte aber nicht den gewünschten Erfolg: Mittlerweile sind beide Fonds fast wertlos. Wie Bear Stearns mitteilte, hat einer der beiden Fonds sein gesamtes Kapital verloren und der zweite Fonds einen Grosteil.



Die Ausfälle bei Bear Stearns wurden durch eine Rating-Rückstufung ausgelöst. Als Folge des Umpackens von Hypotheken in Spezialanleihen und wiederum in CDOs ergab sich, dass die Rating-Agenturen einen Grossteil des Hypothekenportfolios der Bear Stearns Hedge-Fonds mit „AA“ und besser bewerteten, obwohl die dahinter stehenden Hypothekenkredite nur Noten von „BB“ und schlechter hatten. Die Rating-Agenturen sind zurzeit dabei, die Vergabe von Bonitätsnoten für Spezialanleihen generell zu überdenken. Es ist absehbar, dass sie ihre Ratings für verbrieftete Kredite in grossem Umfang senken werden, insbesondere solche, die mit amerikanischen Hypothekarkrediten minderer Bonität hinterlegt sind.

Die EBK ist der Ansicht, dass sich die indirekte Regulierung von Hedge-Fonds über ihre Schnittstelle mit den Banken zur Vermeidung von grossen Systemrisiken am besten eignet. Dieser Ansatz zielt darauf ab, sicherzustellen, dass die Risikomanagementprozesse inklusive der Berechnung und der Hinterlegung von Sicherheiten (*Collateral Management*) der Banken höchsten Ansprüchen genügen. Indirekt werden dadurch auch die Hedge-Fonds diszipliniert. Ein Überschwappen einer von Hedge-Fonds ausgehenden Krise auf die Banken soll mit guten Prozessen in den Banken und einer soliden Kapitalsituation abgewandt werden. Um die Situation einschätzen zu können, beteiligt sich die EBK an den laufenden internationalen Initiativen, welche direkt oder indirekt Hedge-Fonds betreffen. Einerseits ist dies die von der Federal Reserve Bank of New York (FedNY) angestossene Initiative zur Reduktion von Verarbeitungsrückständen bei OTC-Derivaten, welche indirekt auch zur Disziplinierung von Hedge-Fonds beiträgt. Letztere sind oft Gegenparteien der Grossbanken bei solchen Transaktionen und als solche für die Rückstände mitverantwortlich. Andererseits arbeitet die EBK eng mit ausländischen Behörden zusammen, um unter anderem branchenweit abzuklären, wie solide die Collateral-Management-Prozesse der Banken im Umgang mit Hedge-Fonds gegenwärtig sind, und ob in diesem Bereich Massnahmen angezeigt sind. Mit grossem Interesse verfolgt die Bankenkommission ebenfalls die halbjährliche Umfrage der UK FSA zum Thema Prime-Brokerage, welche auch die Schweizer Grossbanken umfasst. Weiter begrüsst die Bankenkommission Initiativen aus dem Privatsektor, welche darauf abzielen, den so genannten Best-Practice-Standard anzuheben. Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang der Report der Counterparty Risk Management Group II unter dem Vorsitz von G. Corrigan.<sup>37</sup> Die Regulierungsansätze unserer wichtigsten Partnerbehörden im Ausland zielen dabei in eine ähnliche Richtung. Für die Fed NY sind das (Gegenpartei-) Risikomanagement inklusive des Collateral-Managements und die Kapitalsituation der (regulierten) Banken ebenfalls zentral.<sup>38</sup>

Für die UK FSA stehen ebenfalls die grossen Prime-Broker im Vordergrund, da eine von Hedge-Fonds ausgehende Krisensituation über die Prime-Broker laufen und so das globale Finanzsystem erfassen würde. Ein Instrument der FSA ist dabei ihre schon erwähnte Prime-Brokerage-Umfrage, welche das Exposure der Banken gegenüber Hedge-Fonds erfasst, sowie Angaben zu Leverage und Höhe von Sicherheiten enthält. Die FSA verspricht sich hiervon ein besseres Verständnis des Hedge-Fonds-Sektors und

<sup>37</sup> CPRMG (2005).

<sup>38</sup> Timothy F. Geithner: „Hedge Funds and Derivatives and their Implications for the Financial System“. Hong Kong, 15. September 2006.



versucht, aus den Daten die Entwicklung des Risikoappetits der Banken und der Hedge-Fonds abzuleiten. Der Fokus liegt dabei auf den grössten Fonds. In den USA hat unlängst eine Arbeitsgruppe des Präsidenten ein Prinzipienpapier verfasst, welches ebenfalls den Fokus auf die Marktdisziplin der Gläubiger und Investoren legt.<sup>39</sup> Für weitere Ausführungen zu Regulierungsansätzen von Hedge-Fonds in der Schweiz und im Ausland sei auf die Kapitel 6 und 7 verwiesen.

## 5.2. Gefährdung der Marktintegrität (Insidergeschäfte und Bewertungsprobleme)

Auch wenn verschiedene Grössenvergleiche der Hedge-Fonds-Branche mit anderen Märkten die recht bescheidene Bedeutung dieser Anlagekategorie aufgezeigt haben (Vgl. Abbildung 3.2), so ist doch ihre dominierende Stellung in einzelnen Marktsegmenten herauszustreichen, wie Tabelle 3.1 beispielhaft für den Anteil der Hedge-Fonds am Handelsvolumen im Fixed-Income-Markt aufzeigt. Hedge-Fonds sind neben dem Fixed-Income-Markt typischerweise auch für einen bedeutenden Anteil an den Handelsvolumina auf den internationalen Aktienmärkten und im Bereich strukturierter Kreditprodukte verantwortlich. Diese spezielle Situation führt unweigerlich zu der Frage nach dem Risiko von Preismanipulationen auf diesen Märkten. Ausserdem sind Hedge-Fonds aufgrund ihrer Flexibilität bei den Anlagemöglichkeiten ideal positioniert, um Geschäfte basierend auf Insiderinformationen zu tätigen (Textbox 5.4).

### **Textbox 5.4: Insidervergehen von Hedge-Fonds am Beispiel des Hedge-Fonds GLG Partners**

Ein prominentes Beispiel für einen Hedge-Fonds, der bereits mehrfach wegen Marktmissbrauchs gebüsst wurde, ist GLG Partners LP aus London und insbesondere ein ehemaliger Händler dieses Fonds, Philippe Jabre. Dieser betreibt mittlerweile einen eigenen Hedge-Fonds von Genf aus (Jabre Capital Partners).

GLG Partners wurde im Dezember 2006 von der französischen Finanzmarktaufsichtsbehörde Autorité des Marchés Financiers (AMF) wegen Geschäften mit Titeln der französischen Firma Alcatel SA zu einer Strafe in Höhe von 1.2 Mio. EUR verurteilt. Der Regulator AMF hatte untersucht, ob der Hedge-Fonds GLG und weitere Hedge-Fonds bei der Emission einer Wandelanleihe im Volumen von 640 Mio. bis 835 Mio. USD, die Alcatel am 12. Dezember 2002 angekündigt hatte, gezielt Informationen nutzten, die sie bereits im Vorfeld der öffentlichen Ankündigung der Anleihe von der Deutschen Bank erhalten haben sollen. Banken besprechen bevorstehende Transaktionen zwar mit ausgewählten Kunden, diese dürfen die Informationen jedoch nicht nutzen. Die AMF beschuldigte in dem Verfahren insbesondere den früheren GLG-Händler Jabre, im Vorfeld der Emission der Wandelanleihe Transaktionen mit Alcatel-Titeln aufgrund vorhandener Insiderinformationen durchgeführt zu haben. Das Urteil wurde von GLG Partners angefochten.

Einen ganz ähnlichen Fall untersuchte die AMF bei der Emission von Wandelanleihen

<sup>39</sup> Agreement among the President's Working Group on Financial Markets and U.S. Agency Principals on Principles and Guidelines regarding Private Pools of Capital.



der Firma Vivendi. In diesem Verfahren wurden wiederum GLG, die Deutsche Bank und 3 weitere Hedge-Fonds mit insgesamt 6.25 Mio. EUR gebüsst, GLG alleine musste 1.5 Mio. EUR Strafe zahlen. GLG rekurriert auch gegen dieses Urteil.

Die britische Aufsichtsbehörde Financial Services Authority (FSA) hatte gegen Jabre und GLG bereits im Frühjahr 2006 jeweils ein Bussgeld in Höhe von 750'000 GBP verhängt, aber kein Tätigkeitsverbot ausgesprochen. Damit wurde Jabre von der FSA zu der höchsten jemals gegen eine einzelne Person ausgesprochenen Sanktion wegen Insiderhandels verurteilt. Jabre soll sich Anfang 2003 bei der Ausgabe von Wandelanleihen des japanischen Finanzkonzerns Sumitomo Mitsui, ganz ähnlich wie im Fall Alcatel/ Deutsche Bank, wiederum nicht korrekt verhalten und unzulässigerweise Informationen, die er zuvor von Goldman Sachs erhalten hat, verwendet haben.

Schliesslich einigte GLG Partners im Juni 2007 mit der amerikanischen Regulierungsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC) darauf, für verbotene Arten von Leerverkäufe in 16 Fällen 3.2 Mio. USD Strafe zu zahlen.

Der Ex-Trader von GLG, Philippe Jabre betreibt seine Geschäfte mittlerweile nicht mehr von London aus, sondern verwaltet einen neuen Hedge-Fonds in Genf. Seine Tätigkeit als Asset Manager eines auf den Cayman Islands registrierten Hedge-Fonds ist anders als in Grossbritannien in der Schweiz nicht bewilligungspflichtig.

Zahlreiche Finanzmarktinnovationen im Bereich der Kreditprodukte gestatten es einem Akteur heute, ein massgeschneidertes Kreditexposure gegenüber einer Gesellschaft mit Hilfe von Kreditderivaten aufzubauen. Ferner hat sich die Handelbarkeit von traditionellen Kreditexposures stark vergrössert. Hedge-Fonds sind sowohl im Handel von Kreditderivaten als auch dem von Kreditexposures sehr aktiv und könnten als Gläubiger von Gesellschaften über privilegierte (nicht öffentliche) Informationen verfügen. Gleichzeitig könnte ein Hedge-Fonds im Emissionsgeschäft oder im Handel mit Aktien und Anleihen derselben Firma tätig sein und die vertraulichen Informationen, die er als Kreditgeber erhalten hat, missbrauchen, um Short- oder Long-Positionen aufzubauen. Aber auch Prime-Broker oder Investmentbanken könnten versucht sein, ihre privilegierten Informationen einem Kunden gegenüber an Hedge-Fonds weiterzugeben, da Hedge-Fonds durch ihre hohen Tagesumsätze eine wichtige Ertragsquelle darstellen und deshalb bevorzugt behandelt werden könnten. Dieser aus der zunehmenden Verzahnung zwischen Hedge-Fonds einerseits und Prime-Brokern bzw. Investmentbanken andererseits resultierende Interessenskonflikte – einige sprechen auch von einer „symbiotischen“ Beziehung<sup>40</sup> stellt ein hohes Reputationsrisiko für die Investmentbanken dar. Schliesslich können die Vorgänge rund um den Aufbau grösserer Beteiligungen von Hedge-Fonds an börsenkotierten Firmen potenziell Markt- und Preismanipulationen begünstigen.

Aufmerksamkeit auf internationaler Ebene erlangten insbesondere die Risiken, die sich aus der unkorrekten Berechnung der Werte von Positionen und Gewinnen/Verlusten bei komplexen und/oder illiquiden Instrumenten ergeben und einen integren Markt in

<sup>40</sup> Vgl. Wall Street Journal vom 27.07.2006, „Hedge-Fund relations may be too close to comfort“.



Frage stellen. Wenn z.B. die Performance eines Fonds schlecht ist oder die Gewinnbeteiligung des Managements auf der absoluten Performance basiert, besteht inhärente Anreiz, die Bewertung illiquider oder komplexer Positionen entsprechend anzupassen. Die Risiken von Fehlbewertungen illustriert auch das Debakel der Bearn Stearns Hedge-Fonds (siehe Textbox 5.3). Derzeit bemüht sich die IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) um gute Bewertungspraktiken für Hedge-Fonds-Portfolios. Im März 2007 veröffentlichte sie ein Konsultationspapier mit Prinzipien, die eine unabhängige und transparente Bewertung der Fondsvermögen gewährleisten sollen (vgl. unten Ziff. 6.2). Die EBK unterstützt diese Initiative und die entsprechenden Selbstregulierungsbemühungen der Branche. Die in der Schweiz bewilligten Hedge-Fonds unterliegen heute schon strengeren Anforderungen an die Bewertung (siehe Textbox 5.5.).

#### **Textbox 5.5: Bewertung von Hedge-Fondsvermögen in der Schweiz**

Die Kollektivanlagengesetzgebung enthält für die übrigen Fonds für alternative Anlagen wie Hedge-Fonds (Art. 71 KAG) nur verhältnismässig wenige Vorschriften zur Bewertung (und zum Risikomessverfahren). Offene kollektive Kapitalanlagen haben Anlagen, die an einer Börse kotiert sind oder an einem anderen geregelten, dem Publikum offen stehenden Markt gehandelt werden, zu den Kursen zu bewerten, die am Hauptmarkt bezahlt werden. Andere Anlagen, für die keine aktuellen Kurse verfügbar sind, sind zu dem Preis zu bewerten, der bei sorgfältigem Verkauf im Zeitpunkt der Schätzung wahrscheinlich erzielt würde (Art. 88 KAG). Für die geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen enthält das Gesetz keine Vorschriften.

Private-Equity-Anlagen sind nach anerkannten internationalen oder anderen von der Aufsichtsbehörde zugelassenen Standards zu bewerten (Art. 58 KKV). Bei Investmentgesellschaften mit festem Kapital erfolgt die Bewertung im Einzelabschluss nach den aktienrechtlichen Bestimmungen (Art. 61 KKV), im konsolidierten Abschluss kann die Bewertung nach international anerkannten Standards erfolgen.

Die Richtlinie für die Berechnung der Inventarwerte und die Behandlung von Bewertungsfehlern bei Wertschriftenfonds der SFA vom 11. Juni 2001, welche die EBK nach ihrem RS 04/2 Selbstregulierung als Mindeststandard anerkannt hat, enthält detaillierte Regeln, insbesondere auch in Bezug auf die organisatorischen Massnahmen. Zum einen hat die Bewertung der Anlagen durch eine von der Vermögensverwaltung und dem Handel mit Anlagen des Anlagefonds unabhängige Stelle zu erfolgen. Zum anderen müssen die für die Bewertung verwendeten Kurse von einer externen, von der Fondsleitung und ihren Beauftragten unabhängigen, anerkannten Quelle bezogen werden. Die Richtlinie wird zurzeit an die Kollektivanlagengesetzgebung angepasst.

Hedge-Fonds unterscheiden sich in allen oben genannten Punkten allerdings nicht fundamental von anderen Investorengruppen. Ausserdem gibt es keine Beweise, dass sich



Preismanipulations- und Insidervergehen in der Hedge-Fonds-Branche konzentrieren.<sup>41</sup> Eine konsequente und effiziente Anwendung bestehender gesetzlicher Regeln und Normen sollte adäquat und ausreichend sein, um die Integrität der Finanzmärkte zu wahren. Es muss allerdings sichergestellt sein, dass die Aufsichtsinstanzen über entsprechende Instrumentarien verfügen, um die Respektierung der vorhandenen Normen auch tatsächlich zu verfolgen und durchzusetzen. Die von Hedge-Fonds angewandten komplexen Handelsstrategien, Techniken und Instrumente und deren Undurchsichtigkeit erschweren nämlich die Anwendung der Marktmissbrauchsgesetzgebung.

In der Schweiz ist die Diskussion um Risiken des Marktmissbrauchs durch Hedge-Fonds wegen ihrer geringen Bedeutung als Standort für Single-Hedge-Fonds (vgl. Kapitel 4.3) ein weit weniger dringendes Thema als es dies für Staaten ist, auf deren Finanzplätzen Hedge-Fonds-Manager ihre Aktivitäten entfalten. Das aus der zunehmend „symbiotischen“ Beziehung zwischen Hedge-Fonds und Prime-Brokern resp. Investmentbanken resultierende Reputationsrisiko für diese Institute wird im Rahmen der laufenden Überwachungspraxis der EBK verfolgt und mit den Betroffenen immer wieder diskutiert.

### **5.3. Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik**

Namentlich in Deutschland vermehrte sich die Kritik an Hedge-Fonds-Managern („Heuschrecken“), nachdem Hedge-Fonds trotz relativ kleinen Beteiligungen an börsenkotierten Unternehmen öffentlichkeitswirksam ihre Aktionärsrechte ausgeübt und personelle Veränderungen in den Vorständen einiger börsennotierter Unternehmen und nicht zuletzt der Deutschen Börse selbst durchsetzen konnten. Der Children's Investment Fund TCI und Atticus hatten im Frühjahr 2005 eine Beteiligung an der Deutschen Börse erworben und dann deren Versuch vereitelt, die London Stock Exchange zu übernehmen. Der Vorstandschef der Deutschen Börse sowie eine Reihe von Aufsichtsratsmitgliedern wurden aus dem Amt gedrängt. Auf Druck von TCI schüttete die Deutsche Börse schliesslich eine hohe Dividende an ihre Aktionäre aus. TCI machte erneut von sich reden, als er 2007 einen Anteil von 1 Prozent an ABN AMRO erwarb und auf eine Aufspaltung bzw. einen Verkauf der niederländischen Bank drängte, um so mehr Gewinn für die Aktionäre zu erwirtschaften. Atticus Capital hat seinerseits eine Beteiligung von 1 Prozent an der englischen Bank Barclays aufgebaut und versucht nun, die Bank von der Übernahme von ABN AMRO abzubringen.

Vor dem Hintergrund dieser Geschehnisse werden Hedge-Fonds häufig des Aktionärsaktivismus beschuldigt. Im Streben nach kurzfristigem Gewinn fordern sie beispielsweise die Ausschüttung von Eigenkapitalreserven, die Aufspaltung der Gesellschaft oder den Verkauf einzelner Geschäftseinheiten oder versuchen, Akquisitionsvorhaben zu verhindern. Die Widersprüche zwischen kurzfristigen Anlagestrategien und langfristigen Interessen einer Gesellschaft sind besonders deutlich, wenn Hedge-Fonds mit Hilfe von Derivaten oder durch ein Securities Lending das mit der betreffenden Beteiligung ver-

---

<sup>41</sup> Vgl. bspw. McCarthys (2006) Einschätzung über den Finanzplatz London: „[...] there is no evidence [...] that these problems of market integrity, which present real issues across markets, are concentrated within the hedge fund sector.“



bundene wirtschaftliche Risiko minimieren, um so ohne finanzielles Risiko ihre strategischen Interessen zu verfolgen (sog. „empty voting“).

Die aktive Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik ist allerdings nicht Hedge-Fonds-spezifisch und betrifft auch nicht jene Hedge-Fonds, die in Unternehmenstitel oder Kredite von Unternehmen investieren. Das Gleiche tun viele andere Investoren und kollektive Kapitalanlagen. Das Interesse an kurzfristigen Aktiengewinnen kann, muss aber nicht den Zielen der übrigen Aktionäre und den langfristigen Interessen des Unternehmens widersprechen. Eine Strategie, die langfristig hohe Profite verspricht, wird sich bei effizienten Kapitalmärkten in der Regel positiv auf den Aktienkurs niederschlagen. Ein Engagement von Hedge-Fonds oder Private Equity Funds trägt nicht selten zur Sanierung insolvenzgefährdeter Unternehmen bei. Sie stellen auch noch in Situationen Liquidität zur Verfügung, in denen Banken Kredite verweigern würden.

In der Schweiz gerieten Private-Equity-Gesellschaften und andere Finanzinvestoren (darunter auch Hedge-Fonds) in die Schlagzeilen, weil es ihnen gelang, an schweizerischen Traditionsunternehmen wie Unaxis, Saurer und Sulzer Beteiligungen aufzubauen, ohne deren Erwerb offenzulegen. Die EBK führt in diesen Fällen Untersuchungen durch, um abzuklären, ob die geltenden Offenlegungspflichten verletzt wurden. Auch hier geht es um kein Hedge-Fonds-spezifisches Problem. Allerdings zeigten die erwähnten Ereignisse Schwächen des geltenden Offenlegungsrechts und seiner Umsetzung auf und wiesen auf einen dringenden Revisionsbedarf hin (vgl. Textbox 5.4). Neue Transaktionsformen und Handelsstrategien ermöglichen es Investoren, heute geltende Offenlegungsvorschriften zu umgehen, beispielsweise durch das heimliche Aufbauen von Positionen, bei denen durch grundsätzlich nicht meldepflichtige Derivate oder vergleichbare Transaktionen und Vereinbarungen eine Übertragung der Aktien im „gewünschten“ Zeitpunkt ermöglicht wird. Offenlegungsmeldungen unter der geltenden Regelung können auch ein falsches Bild über die tatsächlichen Verhältnisse bezüglich Ausübarkeit des Stimmrechts und dem wirtschaftlichen Risiko wiedergeben, z.B. wenn durch das Melderecht eine Beteiligung vorgetäuscht wird, die wirtschaftlich so gar nicht existiert, weil z.B. das wirtschaftliche Risiko ganz oder teilweise durch ein Securities Lending auf Dritte übertragen wurde. Eine umfassende Überprüfung der geltenden Regelung soll mehr Transparenz über die tatsächlichen Beteiligungsverhältnisse schaffen und der Aufsichtsbehörde ein geeignetes Instrumentarium zur Durchsetzung dieser Regeln an die Hand geben.

#### **Textbox 5.4: Revision der Offenlegungspflichten**

Die Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen an kotierten Gesellschaften soll Transparenz über die Zusammensetzung des Aktionärskreises schaffen. Dies und Angaben über die Veränderung massgeblicher Beteiligungen sind kursrelevant und wichtig für die Anlageentscheide der Investoren. Mit der Offenlegung von Beteiligungen kann auch der Aufbau von Positionen zwecks Übernahme von Gesellschaften nachvollzogen werden. Die Transparenz bezweckt jedoch nicht, Übernahmen zu verhindern.

Nach geltendem Recht muss offenlegen, wer Beteiligungen einer in der Schweiz kotierten Schweizer Gesellschaft erwirbt oder veräussert und dadurch die Grenzwerte von 5, 10, 20, 33 1/3, 50 oder 66 2/3 Prozent der Stimmrechte erreicht. Die Meldung geht an die Börse und die Gesellschaft (Art. 20 Abs. 1 und 2 BEHG).



Mehrere Beteiligungsnahmen der letzten Monate lassen annehmen, dass die Meldepflicht insbesondere mit dem Einsatz von Optionen umgangen werden kann, was dem Zweck der Transparenz bei der Offenlegung von Beteiligungen zuwiderläuft. Verschiedene Untersuchungen der EBK sind hängig. Um diese Schwächen des Gesetzes zu beheben, hat das Parlament es im Juni 2007 verschärft. Die neuen Regeln werden voraussichtlich im Dezember 2007 in Kraft treten. So wird wie etwa in Deutschland und Grossbritannien der erste meldepflichtige Grenzwert von 5 auf 3 Prozent gesenkt. Zusätzlich werden neue Schwellenwerte von 15 und 25 Prozent eingeführt, wie sie das europäische Recht kennt.<sup>42</sup> Als indirekter Erwerb gelten neu namentlich auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben. Eine weitere wichtige Neuerung des Gesetzes ist die Möglichkeit, Stimmrechte für die Dauer von bis zu fünf Jahren zu suspendieren, wenn eine Beteiligung unter Verletzung der Meldepflicht erworben wurde.

Ihrerseits hat die EBK bereits am 1. Juli 2007 eine Änderung der EBK-Börsenverordnung in Kraft gesetzt. Demnach gilt die Meldepflicht für Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte unabhängig davon, ob eine Realerfüllung vorgesehen oder zugelassen ist. Damit unterstehen auch Optionen mit Barausgleich (Cash-Settlement Optionen) der Meldepflicht. Ferner wurde die bisherige Freigrenze für Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte aufgehoben. Eine ergänzende Revision folgt im Herbst 2007.

Trotz diesen verschärften Offenlegungspflichten bleibt die Durchsetzung schwierig. Eine Prüfung der durchgeführten Transaktionen im Nachhinein führt oft zu sehr aufwendigen Untersuchungen, deren Erfolg schwer absehbar ist.

#### **5.4. Anlegerschutz beim Vertrieb an Kleinanleger**

Zunehmend investieren auch Pensionsfonds und Versicherungen sowie Kleinanleger in Hedge-Fonds (*retailisation*), letztere zumeist über Dach-Hedge-Fonds und strukturierte Produkte. Vom Scheitern eines Hedge-Fonds wären deshalb nicht nur wohlhabende Privatanleger, sondern auch viele Kleinanleger betroffen, die gegebenenfalls nur ungenügend über die mit Hedge-Fonds verbundenen Risiken informiert sind.

Die Anlage in Hedge-Fonds bietet Privatanlegern die Möglichkeit, ihre Risiken zu diversifizieren. Die Mindesteinlagen in Hedge-Fonds waren bisher häufig so hoch, dass sich daran in der Regel nur institutionelle Investoren oder sehr vermögende Privatpersonen beteiligen. In den letzten Jahren bestand eine Tendenz, diese Schwellenwerte herabzusetzen, um auch Privatanlegern die Investition in Hedge-Fonds zu ermöglichen. Der Vertrieb an Kleinanleger enthält allerdings aus Sicht des Anlegerschutzes gewisse Risiken:

---

<sup>42</sup> Richtlinie 2004/109/EG vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, Amtsblatt Nr. L 390/38 vom 31.12.2004 – Umsetzung bis 20. Januar 2007.



- **Ungenügende Information des Anlegers.** Es besteht das Risiko, dass sich Kleinanleger von den hohen Erträgen locken lassen und in Hedge-Fonds-Anlagen investieren, ohne sich der Verlustrisiken bewusst zu sein. Professionelle Investoren mit höheren Volumen haben im Gegensatz zu Kleinanlegern gegenüber dem Fonds eine ausreichend starke Marktposition und auch die notwendigen Mittel, um sich die benötigte Marktinformation zu beschaffen. Kleinanleger verfügen nicht über die Mittel, um sich professionellen Rat zu holen. Um diesen Risiken entgegenzuwirken, sehen Gesetzgeber und Regulatoren in der Regel Vertriebsbeschränkungen sowie bei einem öffentlichen Vertrieb besondere Aufklärungspflichten vor.
- **Nicht-Eignung der Anlage.** Hedge-Fonds-Anlagen eignen sich zur Diversifikation einer Anlage. Allerdings sind sie mit besonderen Risiken behaftet und deshalb für Anleger mit einer geringen Risikobereitschaft ungeeignet. Aus diesem Grund unterliegen Firmen im Bereich der Anlageberatung in der Regel der Pflicht, die Eignung der Anlage (*suitability*) zu überprüfen.

In der Schweiz bestehen gesetzliche und selbst-regulatorische Informationspflichten. Nach Art. 11 BEHG sowie Art. 20 KAG besteht gegenüber dem Kunden eine Informationspflicht und ist dieser insbesondere auf die mit einer bestimmten Geschäftsart bzw. Anlage verbundenen Risiken hinzuweisen. Zusätzlich kommen Verhaltensregeln von Branchenorganisationen wie die von der SBVg erlassenen Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge vom 21. Dezember 2005 zur Anwendung. Hingegen besteht keine allgemeine gesetzliche Pflicht zur Erforschung der finanziellen Verhältnisse des Kunden sowie zur Beurteilung, ob eine Transaktion für einen bestimmten Kunden geeignet ist (sog. Suitability Prüfung).<sup>43</sup> (vgl. Kapitel 7.4)

Die IOSCO beschäftigt sich derzeit mit der Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen Dach-Hedge-Fonds Kleinanlegern angeboten werden dürfen. In den meisten Ländern setzt ein öffentlicher Vertrieb wie in der Schweiz schon heute voraus, dass es sich um ein genehmigtes bzw. reguliertes Produkt handelt.

## 6. Internationale Entwicklungen

### 6.1. Direkte und indirekte Regulierungsansätze

Bereits seit dem Zusammenbruch von LTCM wird in verschiedenen internationalen Gremien die Diskussion über Hedge-Fonds und einen möglichen Regulierungsbedarf geführt. Nach den Milliardenverlusten des grossen amerikanischen Hedge-Fonds Amaranth wurde erneut der Ruf nach stärkerer Regulierung dieser Branche laut. In der internationalen Diskussion über die Regulierung von Hedge-Fonds wird gewöhnlich zwischen direkten und indirekten Regulierungsansätzen unterschieden.

- **Direkter Regulierungsansatz.** Bei einem direkten Regulierungsansatz geht es um die Regulierung der Hedge-Fonds selbst bzw. ihrer Manager. Zum direkten Regulie-

---

<sup>43</sup> BGE 133 II 97, Erw. 5.4.



rungsansatz zählt (1) die Produktaufsicht, welche die Registrierungspflicht und Prospektpflicht für Hedge-Fonds beinhaltet; (2) die Bewilligung und Aufsicht von Hedge-Fonds-Managern, die Berichterstattungs-, Offenlegungs- und Informationspflichten enthält sowie (3) die Regulierung des Vertriebs, die beispielsweise in Mindesteinlagevorschriften sowie einem Verbot oder Beschränkungen des Vertriebs an Kleinanleger bestehen kann.<sup>44</sup>

- **Indirekter Regulierungsansatz.** Der indirekte Regulierungsansatz zielt darauf ab, die Finanzinstitute, die Hedge-Fonds Fremdmittel bereitstellen, zu überwachen, um sicherzustellen, dass sie über angemessene Systeme zum Umgang mit ihren Gegenpartearisiken verfügen. Hedge-Fonds werden somit indirekt, d.h. über andere Marktteilnehmer, reguliert.

Die Schweiz verfolgt sowohl den *direkten* als auch den *indirekten* Regulierungsansatz. Ein *direkter* Regulierungsansatz wird insbesondere dort verfolgt, wo Anteile von Hedge-Fonds öffentlich Privatanlegern angeboten werden (vgl. unten Kapitel 7.4). Ein *indirekter* Regulierungsansatz ist dagegen am besten geeignet, um die aus dem Hedge-Fonds-Geschäft der international tätigen Investmentbanken resultierenden Systemrisiken zu begrenzen und zu überwachen (vgl. oben Kapitel 5.1).

Das Wachstum der Hedge-Fonds-Branche stellt allerdings diese laufende (indirekte) Überwachungspraxis des Prime-Brokerage-Geschäfts vor immer neue Herausforderungen, die derzeit insbesondere in internationalen Gremien intensiv debattiert werden (vgl. Kapitel 6.2). Innerhalb der internationalen Diskussion um regulatorische Antworten auf das Wachstum der Branche unterstützt die EBK ein von der SNB ausgearbeitetes Konzept. Die in diesem „Best Practice Proposal“ festgehaltenen regulatorischen Grundprinzipien zielen insbesondere darauf ab, durch bestimmte Massnahmen die Kreditbeziehung zwischen Hedge-Fonds und Prime-Brokern zu stärken (vgl. [Textbox 6.1](#)).

**Textbox 6.1: „Best-Practice-Proposal“<sup>45</sup>**

Nach dem von Hildebrand vorgeschlagenen Konzept sollen die Prime-Brokers selbst gewisse Best-Practice-Standards ausarbeiten. Die Aufsichtsbehörden sollen sicherstellen, dass diese Standards von allen Prime-Brokers wirksam umgesetzt werden. Eckpunkte dieses Vorschlags sind zusammengefasst die folgenden:

- Prime-Brokers sollten in der Lage sein, sich ein genaues Bild über die Risikolage ihrer grössten Kunden zu machen.
- Prime-Brokers müssen die Entwicklung der von Hedge-Fonds hinterlegten Sicherheiten genau verfolgen. Dies umfasst auch die Durchführung von Stresstests zur Schätzung des zukünftigen Exposures. Dazu müssen die Prime-Brokers die nötigen Investitionen in ihre Collateral-Management-Systeme vornehmen.

<sup>44</sup> Vgl. die Übersicht in IOSCO (2006).

<sup>45</sup> Hildebrand (2007).



- Prime-Brokers sollten periodisch mit ihren grössten Hedge-Fonds-Gegenparteien Übungen durchführen, in welchen unter ungünstigen Marktentwicklungen Margin-Calls simuliert werden.
- Solche Stresstests und Simulationen sollten das Liquiditätsprofil von Hedge-Fonds berücksichtigen. Besonderes Augenmerk sollte dabei auf den Unterschied zwischen der den Hedge-Fonds-Kunden garantierten Liquidität und der Liquidität der vom Hedge-Fonds gehaltenen Positionen gerichtet werden (*liquidity mismatch*).
- Prime-Brokers sollten in günstigem Marktumfeld mit ihren Hedge-Fonds-Gegenparteien Verhandlungen über Margin-Call-Prozeduren in einem Stressereignis führen. Dies erhöht die Vorhersehbarkeit der zu hinterlegenden Sicherheiten und führt zu mehr Stabilität, indem das potenziell chaotisch ablaufende Liquidieren von Positionen vermieden werden kann.

## 6.2. Internationale Initiativen

Die rasante Zunahme von Hedge-Fonds hat auf internationaler Ebene eine Debatte zur Frage ausgelöst, ob und in welcher Form die mit Hedge-Fonds verbundenen Risiken Regulierungsmassnahmen erforderlich machen. So war die Frage der Transparenz von Hedge-Fonds sogar eines der Themen des G8 Gipfels in Deutschland. Was die Eindämmung des Systemrisikos betrifft, besteht auf internationaler Ebene inzwischen weitgehend Konsens, dass dies am besten auf dem Weg der "indirekten Überwachung" von Hedge-Fonds erreicht wird.

Auf EU-Ebene wird grundsätzlich derselbe Ansatz unterstützt. Die vom ECOFIN-Rat im Mai 2007 verabschiedeten Schlussfolgerungen betonen ausdrücklich die Bedeutung von Hedge-Fonds für die Effizienz der Kapitalmärkte. Aus Sicht der Europäischen Finanzminister ist es die Aufgabe der Kreditgeber, Anleger und Behörden, die möglichen Risiken von Hedge-Fonds richtig einzuschätzen und auf ein angemessenes Mass an Transparenz bei Hedge-Fonds zu achten. Dies soll nach Möglichkeit nicht durch eine staatliche Kontrolle sondern durch Selbstregulierung erreicht werden. Der ehemalige Vize-Gouverneur der Bank of England, Sir Andrew Large, soll im Auftrag mehrerer grosser Hedge-Fonds einen Verhaltenskodex entwickeln. Dabei geht es um Standards für ein wirksames Risikomanagement, die Bewertung von Positionen sowie Transparenz über die Anlagestrategien und Gebühren.

Eine Reihe weiterer nationaler und internationaler Gremien und Branchenverbände setzen sich ebenfalls mit dem Thema der Regulierung von „Hedge-Fonds“ auseinander. Einige wichtige Berichte, die in den letzten zwei Jahren veröffentlicht wurden, werden hier aufgeführt:

- **Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions (2007).** In seinem Bericht vom April dieses Jahres spricht das FSF verschiedene Empfehlungen aus, welche ausdrücklich von den G7-Finanzministern gebilligt wurden. Diese verfolgen namentlich eine Stärkung des Risikomanagements der wesentlichen Marktteilnehmer, welche als Kapitalgeber von Hedge-Fonds fungieren, eine Verbesserung der



Informationsbeschaffung und Aggregation der Risikopositionen durch eine engere Zusammenarbeit von Aufsichtsbehörden und die Erhöhung der Transparenz bei der Preisbildung und Bewertung von Hedge-Fonds.

- **US President's Working Group Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital (2007).** Die Prinzipien der President's Working Group on Financial Markets (PWG) sind ebenfalls Ausdruck des indirekten Regulierungsansatzes. Sie erachten die Förderung der Marktdisziplin als besten Weg, um die Risiken und insbesondere die systemischen Risiken, die von Hedge-Fonds-Aktivitäten ausgehen, angemessen zu begrenzen und zu überwachen.
- **IOSCO Survey on the Regulatory Environment for Hedge Funds (2006).** IOSCO veröffentlichte eine Übersicht über das regulatorische Umfeld von Hedge-Fonds. Der Bericht hielt im Ergebnis fest, dass in den meisten Staaten ein Regulierungsrahmen für das Hedge-Fonds-Management sowie den Vertrieb von Hedge-Fonds vorhanden, der Vertrieb an Privatanleger, sofern überhaupt zulässig, noch sehr begrenzt ist.
- **Report of the Alternative Investment Expert Group "Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe" (2006).** Anfang 2006 mandatierte die EU-Kommission eine Expertengruppe, die über den derzeitigen Zustand, die Struktur und die Trends des EU-Marktes für Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds berichten sollte. Die Expertengruppe fordert, Privatanlegern den Zugang zu Hedge-Fonds zu erleichtern und grenzüberschreitende Barrieren abzubauen. Auf der Grundlage dieser Expertenmeinungen sowie ausführlicher öffentlicher Konsultationen publizierte die Kommission im November 2006 ihr Weissbuch für den Ausbau des Binnenmarktrahmens für Investmentfonds. Die EU-Finanzminister sprachen sich schliesslich im Mai 2007 für eine Überprüfung des Rechtsrahmens für den EU-weiten Vertrieb von Hedge-Fonds und entsprechende Revision der geltenden Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren OGAW aus.
- **IOSCO Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios (2007).** Die Empfehlungen der IOSCO formulieren 9 Grundsätze mit dem Ziel, einheitliche Verfahren zur transparenten und unabhängigen Bewertung von Hedge-Fonds-vermögen zu schaffen. Die 9 Grundsätze richten sich an alle Hedge-Fonds-Strukturen, d.h. auch an nicht bewilligte Hedge-Fonds. Die Grundsätze wurden im März 2007 in Form eines Konsultationspapiers veröffentlicht.
- **AIMA Guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation (2007).** Der in Grossbritannien ansässige Verband "Alternative Investment Management Association" (AIMA) veröffentlichte eine überarbeitete Fassung der Verhaltensregeln für Hedge-Fonds-Manager. Der "Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers" enthält u.a. Empfehlungen für die Informationen, die Hedge-Fonds ihren Investoren zukommen lassen sollten. Die Guidelines der AIMA enthalten Hinweise für alle Prozessstufen beginnend mit der Gründung über den Investmentprozess, das Risikomanagement, die Portfolio-Verwaltung und Investor-Relations bis zur Struktur und Organisation des Hedge-Fonds.



- **AIMA Guide to Sound Practices for European Hedge-Funds-Managers (2007).** AIMA überarbeitete auch ihre Empfehlungen zur Bewertung und Berechnung des Net-Asset-Value. Eine revidierte Fassung dieser Empfehlungen wurde im März 2007 veröffentlicht.
- **MFA Sound Practices for Hedge Fund Managers (2007).** Der in den USA domizilierte Interessenverband alternativer Kapitalanlagen Managed Fund Association MFA verfasste bereits in 2005 Empfehlungen für Hedge-Fonds-Manager. Im Verlauf von 2007 soll eine revidierte Fassung dieser Empfehlungen veröffentlicht werden, welche neu auch Grundsätze zur Bewertung und Risikokontrolle sowie Business Continuity umfassen soll.

## 7. Hedge-Fonds-Regulierung

### 7.1. Rechtsform

Ausländische Rechtsordnungen bieten unterschiedliche Gesellschaftsformen als Vehikel für Hedge-Fonds-Aktivitäten an. Die am weitesten verbreitete Form ist die der „Limited Partnership“ (Kommanditgesellschaft). Eine weitere organisationsrechtliche Form, die sich in verschiedenen Ländern (z.B. Deutschland, Irland, Luxemburg) etabliert hat, ist die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital.

**In der Schweiz** kommen als Vehikel für Hedge-Fonds sowohl offene als auch geschlossene kollektive Kapitalanlagen in Frage.

- **Offene Hedge-Fonds** weisen entweder die Form des vertraglichen Anlagefonds oder die Form der Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) auf. Beide offenen Formen eignen sich aufgrund der flexiblen Gesetzgebung als Vehikel für Hedge-Fonds. Die EBK als Aufsichtsbehörde gestattet neu ausdrücklich, dass die mit der Abwicklung der Transaktionen verbundenen Dienstleistungen für „Single Strategy“ Hedge-Fonds durch „Prime Broker“ erbracht werden können. Zudem kann die EBK auf begründeten Antrag das Recht auf jederzeitige Rückgabe in Abhängigkeit von Anlagen und Anlagepolitik einschränken, und zwar maximal fünf Jahre.<sup>46</sup>
- **Geschlossene Fonds** können die Form der angelsächsischen Limited Liability Partnership nachgebildeten Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (LLP) oder die Form der Investmentgesellschaft mit fixem Kapital (SICAF) annehmen. Bei der LLP und SICAF hat der Anleger zulasten des Kollektivvermögens keinen Anspruch auf Rückgabe seiner Anteile zum Inventarwert. Aufgrund der ausgesprochen liberalen Ausgestaltung mit vielen Wahlmöglichkeiten ist die LLP für Private-Equity-Anlagen und bestimmte Hedge-Fonds die adäquatere Rechtsform als die offenen kollektiven Kapitalanlagen.

---

<sup>46</sup> Art. 79 KAG.



## 7.2. Produkt „Hedge-Fonds“ (Produkteaufsicht)

Hedge-Fonds unterliegen zum Teil keiner Bewilligungs- oder Registrierungspflicht, oder nur dann, wenn Anteile öffentlich vertrieben werden. Selbst wenn der Hedge-Fonds nicht bewilligt oder registriert wird, können die Verwaltung und das Management von Hedge-Fonds regulierten Firmen vorbehalten sein. In vielen Ländern finden die Regeln über den Vertrieb von Fondsanteilen grundsätzlich auch auf Hedge-Fonds Anwendung. Die europäische OGAW-Richtlinie („Organismen für gemeinsame Anlage in Wertpapieren“)<sup>47</sup> gilt hingegen nicht für Hedge-Fonds, da die in der Richtlinie enthaltenen Anlagebestimmungen betreffend Risikostreuung und Liquidität nicht auf Hedge-Fonds zutreffen. So unterliegen Hedge-Fonds auch in der EU nationalen Vorschriften.<sup>48</sup> Dabei sind unterschiedliche Ansätze feststellbar:

- **Keine Bewilligung bei Privatplatzierungen und beschränkter Anlegerzahl.** In einigen Ländern unterliegen Hedge-Fonds-Vehikel keinerlei Bewilligungserfordernis, wenn sie nicht öffentlich angeboten werden. Beispielsweise ist in den USA keine Registrierung erforderlich, wenn Fondsanteile bei weniger als 100 Investoren privat platziert werden oder eine Privatplatzierung sich nur an Privatanleger ab einem Vermögen von USD 5 Mio. und institutionelle Anleger ab einem Vermögen von USD 25 Mio. (sog. „qualified purchasers“) richtet. In Grossbritannien dürfen nicht bewilligte Hedge-Fonds-Vehikel (Qualified Investor Schemes QIS) nicht öffentlich vertrieben werden.
- **Bewilligungspflicht ab einer gewissen Grösse.** In den USA müssen Anlagevehikel mit mehr als 500 Anlegern und mit mehr als USD 10 Mio. immer bei der SEC registriert werden. Registrierte und öffentlich vertriebene Fonds müssen einen Prospekt herausgeben und unterliegen gewissen Beschränkungen hinsichtlich des Umfangs, in dem sie Fremdmittel aufnehmen und Leerverkäufe durchführen können.
- **Allgemeine Bewilligungspflicht.** In einigen Ländern unterliegen Hedge-Fonds-Vehikel einer Bewilligungspflicht wie andere kollektive Kapitalanlagen, sind aber von einer Reihe von regulatorischen Anforderungen befreit. So finden in Italien keine der für andere kollektive Kapitalanlagen geltenden Beschränkungen auf Hedge-Fonds („fondi speculativi“) Anwendung, sofern die Zahl der Anleger 200 nicht überschreitet, die Mindesteinlage EUR 500'000 oder mehr beträgt und Fondsanteile nicht öffentlich angeboten werden.

**Die Schweiz** unterscheidet bei der Frage der Regulierung des Produkts „Hedge-Fonds“ zwischen kollektiven Kapitalanlagen schweizerischem Recht und solchen nach ausländischem Recht.

---

<sup>47</sup> Richtlinie des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (85/611/EWG). Die OGAW-Richtlinie sieht Mindestvorschriften für die Zulassung, Aufsicht und Informationspflichten vor.

<sup>48</sup> Expert Group (2006).



- **Kollektive Kapitalanlagen schweizerischen Rechts** unterstehen, abgesehen von den Ausnahmen von Art. 2 Abs. 2 und 3 KAG, immer der Bewilligungspflicht der EBK, unabhängig von der Kundenzahl und der Art der Anleger.
- **Kollektive Kapitalanlagen ausländischen Rechts** bedürfen nur dann einer Bewilligung der EBK, wenn sie in oder von der Schweiz aus öffentlich vertrieben werden. Als öffentliche Werbung gilt jede Werbung, die sich an das Publikum richtet. Entsprechend gilt sie nicht als öffentlich, wenn sie sich ausschliesslich an qualifizierte Anleger gemäss Art. 10 Abs. 3 des KAG richtet. Als qualifizierte Anleger gelten namentlich beaufsichtigte Finanzintermediäre (wie Banken, Effekthändler und Fondsleitungen) und Versicherungseinrichtungen, öffentlich-rechtliche Körperschaften, Vorsorgeeinrichtungen und Unternehmen mit professioneller Tresorerie sowie vermögende Privatpersonen (mit Finanzanlagen von mehr als CHF 2 Mio.) und Kunden mit schriftlichem Vermögensverwaltungsvertrag.

### 7.3. Hedge-Fonds-Manager

In den meisten Ländern unterliegen Hedge-Fonds-Manager (wie andere Vermögensverwalter) einer Bewilligungspflicht und Aufsicht. Sie ist zum Teil ebenfalls davon abhängig, ob der Hedge-Fonds öffentlich vertrieben wird.

- **Bewilligungspflicht ab bestimmter Kundenzahl.** In den USA bedarf ein Hedge-Fonds-Manager dann einer Registrierung bei der SEC und (wenn er Commodity Futures handelt) auch bei der Commodity Futures Exchange Commission (CFTC), wenn er mehr als 15 Kunden hat.<sup>49</sup> Registrierte Hedge-Fonds-Manager unterliegen einer Reihe von Aufzeichnungs- und Offenlegungspflichten sowie Compliance-Regelungen.
- **Allgemeine Bewilligungspflicht für Hedge-Fonds-Manager.** In der EU ist die Anlagetätigkeit von Hedge-Fonds-Managern grundsätzlich unter der europäischen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)<sup>50</sup> bewilligungspflichtig und unterliegt einer laufenden Aufsicht und Kontrolle. Die UK FSA verfolgt in ihrer Aufsicht über Hedge-Fonds-Manager einen risikoorientierten Ansatz und übt eine verstärkte Aufsicht über die 30 bedeutendsten Hedge-Fonds Manager aus, welche zusammen mehr als die Hälfte des Hedge-Fonds-Anlagevermögens in Grossbritannien (mehr als 10 Prozent weltweit) verwal-

<sup>49</sup> War nach der 2004 in Kraft getretenen Regel der Begriff „Kunde“ auf ganze Fonds oder Beteiligungsgesellschaften als den Kunden von Investmentberatern beschränkt, so definierte die SEC den Terminus „client“ anfangs 2006 neu und zählte jeden einzelnen Anteilsinhaber des Hedge-Fonds als Kunden. Damit wurde die massgebende Zahl von 15 Kunden regelmässig erreicht und war eine Registrierungspflicht gegeben. Laut einem Gerichtsentscheid des Bundesberufungsgerichts für den Bezirk Washington von Ende Juni 2006 hat die SEC mit der Neudefinition des Terminus „client“ willkürlich und gesetzeswidrig gehandelt; die Investoren sind nicht Kunden der Fondsverwaltung. Das Gericht hat der SEC aber nicht die generelle Kompetenz abgesprochen, Hedge-Fonds zu überwachen.

<sup>50</sup> Die Richtlinie 2004/39/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004, ABI Nr. L 145/2 vom 30.4.2004, wird mit Wirkung vom 1. November 2007 die Richtlinie 93/22/EWG des Rates über Wertpapierdienstleistungen vom 10. Mai 1993, ABI Nr. L 141/27 vom 11.6.1993, ersetzen.



ten. Die UK-FSA stellt einerseits auf die Bedeutung des Hedge-Fonds ab und andererseits auf die Wahrscheinlichkeit, dass bei diesem Probleme auftreten würden. Die Aufsicht umfasst schwerpunktmässig die Einhaltung von Transparenz- und Marktverhaltensregeln.

Die **Schweiz** kennt anders etwa als die EU-Staaten keine allgemeine Bewilligungspflicht und prudentielle Aufsicht für Vermögensverwalter.<sup>51</sup> Für Vermögensverwalter, welche Kollektivanlagen verwalten, hat sich diese Situation seit Inkrafttreten des Kollektivanlagengesetzes im Januar 2007 jedoch geändert:

- **Bewilligungspflicht für Vermögensverwalter schweizerischer Kollektivanlagen**  
Im Unterschied zum früheren Anlagefondsgesetz sieht das KAG erstmals eine Bewilligungspflicht für Vermögensverwalter von schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen vor.<sup>52</sup>
- **Bewilligungsmöglichkeit für Vermögensverwalter ausländischer Kollektivanlagen.** Verwaltet ein Schweizer Vermögensverwalter ausländische kollektive Kapitalanlagen, unterliegt er keiner Bewilligungspflicht, kann sich aber freiwillig der Aufsicht der EBK unterstellen, sofern die ausländische Gesetzgebung eine Aufsicht über den Vermögensverwalter verlangt und die von ihm verwaltete kollektive Kapitalanlage einer der schweizerischen gleichwertigen Aufsicht untersteht.<sup>53</sup> Da die EBK die Aufsicht z.B. der Cayman Islands oder von Bermuda, wo viele Hedge-Fonds registriert sind, nicht als gleichwertig anerkennt, können Manager solcher Hedge-Fonds sich auch nicht freiwillig der Aufsicht unterstellen. Dies kann einerseits Kosten sparen. Auf der anderen Seite kann dies aber auch einen Wettbewerbsnachteil darstellen, etwa wenn Pensionskassen gesetzlich verpflichtet sind, nur Anlagen zu tätigen, welche von beaufsichtigten Vermögensverwaltern verwaltet werden (vgl. Textbox 8.1).

#### **Textbox 8.1: Erleichterte Bewilligung von Managern ausländischer Hedge-Fonds?**

Nach dem neuen KAG sind die Möglichkeiten der Aufsichtsbehörde begrenzt, den Finanzplatz Schweiz für Single-Hedge-Fund-Manager<sup>54</sup> durch die Möglichkeit einer freiwilligen Aufsicht zu fördern. Dem Bedürfnis nach einem bewilligten Status könnte mit einer grosszügigen Auslegung von Art. 13 Abs. 4 KAG begegnet werden, indem insbesondere auch die Verwaltung von jenen Anlageprodukten als unterstellungsfähig betrachtet wird, die durch eine anerkannte Revisionsstelle überwacht werden. Die Möglichkeiten der EBK als rechtsanwendende Behörde bleiben jedoch beschränkt. Sie befürwortet eine entsprechende Änderung des Kollektivanlagengesetzes. Sie bringt diesen Gedanken in die Diskussion über das Kollektivanlagengesetz ein, welche im Rah-

<sup>51</sup> Eine Aufsicht besteht jedoch nach Geldwäschereigesetz (SR 955.0). Sie prüft aber einzig, ob die Vermögensverwalter ihre Pflichten zur Bekämpfung der Geldwäscherei beachten. Nicht Gegenstand dieser Aufsicht bildet dagegen der Anlegerschutz.

<sup>52</sup> Art. 13 Abs. 2 Bst. f KAG.

<sup>53</sup> Art. 13 Abs. 4 KAG.

<sup>54</sup> Vgl. aber zum grossen Marktanteil an der Dach-Hedge-Fund-Branche vorne Kapitel 4.



men der Neuordnung der Aufsicht über die berufliche Vorsorge stattfindet. Im Vordergrund steht dort die Frage der allfälligen Unterstellung von Anlagestiftungen unter das KAG. Die Attraktivität des Standortes Schweiz für Manager von Hedge-Fonds wird aber nicht nur durch die aufsichtsrechtlichen, sondern vielmehr sehr durch steuerliche Rahmenbedingungen bestimmt (vgl. dazu Kapitel 7.5).

#### 7.4. Vertrieb

Für den Vertrieb von Hedge-Fonds gelten in den meisten Staaten spezielle Anleger-schutzvorschriften, da angenommen wird, dass sich Privatanleger der Risiken einer Hedge-Fonds-Anlage nicht immer genügend bewusst sind. Diese Schutzvorschriften umfassen Vertriebsverbote bzw. –beschränkungen (wie z.B. Mindesteinlagen) für Single-Hedge-Fonds, Transparenzvorschriften, Pflichten zur Information und Risikoaufklärung sowie der Prüfung der Geeignetheit der Anlage für den Investor. In der EU besteht bisher noch keine gemeinschaftliche Regelung für den grenzüberschreitenden Vertrieb von Hedge-Fonds. Da Hedge-Fonds nicht unter den Anwendungsbereich der europäischen OGAW-Richtlinie fallen, müssen sie sämtlichen Rechtserfordernissen des Gastlandes genügen, sofern sie grenzüberschreitend vertrieben werden sollen. Die nationalen Bestimmungen zum Vertrieb sind unterschiedlich restriktiv:

- **Verbot des öffentlichen Angebots.** In Grossbritannien gelten Hedge-Fonds als „unregulated collective investment schemes“ und dürfen gemäss Sec. 238 des Financial Services and Markets Act nicht öffentlich vertrieben werden. Bestimmte Investorengruppen, wie insbesondere professionelle Anleger (*certified sophisticated investors*), sind davon ausgenommen. Auch in Deutschland dürfen Single-Hedge-Fonds nicht öffentlich vertrieben werden. Ein Vertrieb auf dem Wege der Privatplatzierung ist Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten mit einer Erlaubnis zur Anlage- und Abschlussvermittlung vorbehalten.
- **Mindesteinlagen.** Anstelle eines Vertriebsverbots sind in manchen Ländern gesetzliche Mindesteinlagensummen definiert. So verlangt Italien eine Mindesteinlage von EUR 500'000. In den meisten Ländern sind die Anbieter von Hedge-Fonds-Produkten jedoch frei, selbst festzulegen, ob sie eine Mindestanlage vorsehen wollen.
- **Transparenzvorschriften (Produkttransparenz).** Registrierte und öffentlich vertriebene Fonds müssen in der Regel einen Prospekt herausgeben, welcher detaillierte produktespezifische Angaben zur Anlagepolitik und –strategie und Struktur des Fonds enthält.
- **Risikoaufklärung.** In der Regel sind Anbieter von Hedge-Fonds verpflichtet, Anleger über die Risiken eines Hedge-Fonds-Investment aufzuklären. Die Anforderungen können je nach Einstufung des Kunden als Klein- oder professioneller Anleger unterschiedlich sein.
- **Tragbarkeitsabklärung ("suitability").** Zusätzlich zu den Pflichten zur Information über das Produkt (Produkttransparenz) und der Risikoaufklärung können besondere Verhaltenspflichten in Form von Erkundigungspflichten und sog. Eignungs- bzw.



Angemessenheitstests zur Anwendung kommen. Die europäische Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)<sup>55</sup> verlangt im Rahmen beratender Tätigkeit die Einholung der Angaben über Kenntnisse und Erfahrung, finanzielle Verhältnisse und Anlageziele des Kunden. Transaktionen dürfen nur dann empfohlen werden, wenn sie angesichts dieser Angaben für den Kunden geeignet scheinen

In der **Schweiz** soll der Anlegerschutz nicht über ein Vertriebsverbot als vielmehr über die Transparenz des Produktes, angemessene Information und Risikoaufklärung sowie die fachliche Qualifikation des Bewilligungsträgers gewährleistet werden. Fondsleitungen bzw. Vermögensverwalter von Hedge-Fonds schweizerischen Rechts müssen mindestens zwei geschäftsführende Personen aufweisen, die im Bereich der beabsichtigten Anlagen über eine gründliche Ausbildung und mindestens über eine fünfjährige Berufserfahrung verfügen.

Hedge-Fonds schweizerischen und ausländischen Rechts können in der Schweiz öffentlich angeboten oder vertrieben werden, sofern sie von der EBK genehmigt sind. Hedge-Fonds unterscheiden sich regulatorisch somit nicht von anderen Kollektivanlagen. Die EBK genehmigt den Vertrieb ausländischer Hedge-Fonds in Schweiz, wenn diese sämtliche Voraussetzungen erfüllen, die an schweizerische Hedge-Fonds (i.d.R. an „übrige Fonds für alternative Anlagen“<sup>56</sup>) gestellt werden.

Im Unterschied zu Effektenfonds<sup>57</sup> genehmigt die EBK nicht bloss den Fondsvertrag bzw. das Anlagereglement, sondern sie nimmt auch explizit Kenntnis vom Prospekt. Dieser muss alle wesentlichen Angaben enthalten, die für den Anleger zur Beurteilung des Hedge-Fonds notwendig sind. So sind insbesondere das Anlageziel, die Anlagepolitik und –strategie, die Struktur des Fonds sowie dessen Risikofaktoren einlässlich darzustellen. Zudem hat der Prospekt über die Risikoverteilung, die maximale Hebelwirkung bei Direktanlagen und das maximale Exposure bei Derivatpositionen Auskunft zu geben. Bei der Beurteilung von Dach-Hedge-Fonds steht für die EBK das von den Bewilligungsträgern bzw. deren Beauftragten anzuwendende Auswahl- und Überwachungsverfahren der Zielfonds („Due Diligence“) im Vordergrund. Auch hierüber ist im Prospekt zu informieren. Dieser muss interessierten Personen auf Verlangen vor Vertragsabschluss bzw. vor der Zeichnung kostenlos zur Verfügung gestellt werden.

Der Prospekt hat den Anleger in angemessener Weise über die Risiken der Anlage aufzuklären. Zum einen ist auf die besonderen Risiken, die mit alternativen Anlagen verbunden sind, in Verbindung mit dem Namen des Fonds im Prospekt und in der Werbung hinzuweisen. Zweitens bedarf es grundsätzlich einer Warnklausel (Frontseite des Prospekts), die auf die besonderen Risiken hinweist und der Genehmigung der EBK bedarf. In der Warnklausel ist nicht nur auf die mit der Anlage verbundenen Risiken hinzuweisen, sondern auch darauf, dass der Anleger bereit und in der Lage sein muss, erhebliche Kursverluste zu erleiden. Eine direkte Pflicht zur Tragbarkeitsabklärung („suitability test“) durch die Vermögensverwalter kann aus den Grundsätzen der Verhaltens-

---

<sup>55</sup> Vgl. Fussnote 42.

<sup>56</sup> Art. 68ff. KAG.

<sup>57</sup> Art. 53ff. KAG. Ihre Regulierung entspricht derjenigen von OGAW nach EU-Recht.



regeln des Kollektivanlagengesetzes sowie des Börsengesetzes nicht abgeleitet werden.<sup>58</sup> Keine Warnklausel braucht es bei der LLP, die ausschliesslich qualifizierten Anlegern offen steht.

## 7.5. Anlagebeschränkungen im Versicherungsbereich

Zum Schutz der Versicherten gelten in den meisten Ländern für Anlagen von Versicherungsunternehmen in Hedge-Fonds besondere qualitative wie auch quantitative Beschränkungen.

In der Schweiz verfügen Privatversicherungen in der Schweiz über rund CHF 300 Mrd. Kapitalanlagen, welche in gebundene Vermögen investiert sind und somit zur direkten Sicherstellung von Ansprüchen der Versicherungsnehmer dienen. Der Anteil an alternativen Anlagen beträgt per 31.12.06 rund CHF 12 Mrd. (4%), wobei darunter vorwiegend Fund-of-Hedge-Fonds ausgewiesen werden. Es wird erwartet, dass dieser Anteil in den nächsten Jahren noch weiter steigt.

Schweizer Versicherungsunternehmen dürfen nur in Hedge-Fonds investieren, wenn sie besondere Anforderungen erfüllen. Daneben wird mit dem Swiss Solvency Test (SST) eine risikobasierte Eigenmittelausstattung für sämtliche Bilanzpositionen verlangt. Gemäss den Anlagerichtlinien des Bundesamtes für Privatversicherungen (BPV) vom 1. September 2006 sind im gebundenen Vermögen nur Hedge-Fonds anrechenbar, welche

- insgesamt angemessen diversifiziert sind,
- einen Ausstieg innert marktüblicher Frist (max. 24 Monate) ermöglichen,
- keine Nachschusspflichten beinhalten und
- auf Stufe Versicherungsunternehmen kein Leverage entstehen lassen.

Der Anteil an alternativen Anlagen ist derzeit auf 10% limitiert. Die Versicherungsgesellschaft muss zudem folgende Kriterien erfüllen:

- Die Anlagetätigkeit hat im Rahmen einer vom Versicherungsunternehmen klar definierten Anlagestrategie zu erfolgen.
- Diese muss der Art und Komplexität des betriebenen Versicherungsgeschäftes sowie der zugrunde liegenden finanziellen Lage des Versicherungsunternehmens angemessen sein.
- Das Versicherungsunternehmen muss im Bereich der alternativen Anlagen über das Fachwissen sowie die Prozesse und Systeme verfügen, welche für die professionelle Selektion, Verwaltung und Kontrolle der getätigten Anlagen angemessen sind.

---

<sup>58</sup> Vgl. oben Kapitel 5.4.



- Das Versicherungsunternehmen verfügt über einen systematisierten Due Diligence Prozess.
- Das Reporting, die Bewertung und Verbuchung dieser Anlagen muss nach anerkannten Methoden erfolgen.
- Das Versicherungsunternehmen versteht die getätigten Investitionen hinreichend und kann deren Auswirkungen und Risiken genügend abschätzen, korrekt erfassen und überwachen.

## 7.6. Steuerliche Aspekte

Für die Standortattraktivität sind aus Sicht der EBK nicht allein regulatorische Unterschiede als vielmehr die kompetitiven steuerlichen Rahmenbedingungen ausschlaggebend. Kollektive Kapitalanlagen in der Form des Anlagefonds, der SICAV und der LLP sind in der Schweiz steuertransparent, d.h. steuerbefreit ausgestaltet. Sie sind daher sowohl von der Einkommens- bzw. Gewinnsteuer<sup>59</sup> und der Vermögens- bzw. Kapitalsteuer als auch von der Umsatzabgabe in Zusammenhang mit der Verwaltung ihres Vermögens befreit. Die bei der kollektiven Kapitalanlage auf inländischen Erträgen abgezogene Verrechnungssteuer kann zwar vollumfänglich zurückgefordert werden, stellt aber gleichwohl im internationalen Vergleich aufgrund der zeitlichen Diskrepanz von Abzug und Rückerstattung einen nicht zu unterschätzenden Nachteil dar. Ausländische Erträge und Kapitalgewinne können den jeweiligen Quellensteuerabzügen des Anlagelandes unterliegen und werden von den Bewilligungsträgern soweit möglich im Rahmen von Doppelbesteuerungsabkommen oder Vereinbarungen für Anleger mit Domizil in der Schweiz zurückgefordert.

Die Ausgabe von inländischen Anteilen von kollektiven Kapitalanlagen ist von der Emissionsabgabe befreit. Kauf und Verkauf von Anteilen am Sekundärmarkt (Börse oder am freien Markt) werden hingegen mit einer Umsatzabgabe belastet. Beim Anleger unterliegen die Ausschüttungen von Erträgen schweizerischer kollektiver Kapitalanlagen der Verrechnungssteuer (Quellensteuer) von 35%.

Aus Sicht der EBK wird diese grundsätzlich günstige Steuersituation in der Schweiz bei der LLP insofern getrübt, als sowohl die Frage der Besteuerung der Komplementäre („General Partner“), die bei der LLP Aktiengesellschaften sein müssen, als auch jene der Besteuerung deren geschäftsführenden Personen („Fonds Manager“) zurzeit noch nicht abschliessend geklärt ist. Die Fonds Manager dürfen sich mit ihrem Privatvermögen an der LLP beteiligen und tun dies auch regelmässig, um das Vertrauen der Anleger zu erhalten. Aufgrund erster Gespräche mit der Eidgenössischen Steuerverwaltung ist davon auszugehen, dass nach dem geltenden Steuerrecht (direkte Steuern) des Bundes und der Kantone der General Partner bzw. die Fonds Manager keinen steuerfreien privaten Kapitalgewinn erzielen, sondern steuerbares Einkommen aus ihrer beruflichen Tätigkeit.

---

<sup>59</sup> Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz werden wie die sog. übrigen juristischen Personen, SICAF wie Kapitalgesellschaften besteuert (Art. 49 Abs. 2 Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer).



Die Vergütungen, die an den General Partner bzw. die Fonds Manager bezahlt werden, setzen sich bei ausländischen LLP's in der Regel wie folgt zusammen. (I) Der General Partner bzw. die Fonds Manager erhalten eine fixe, in der Regel jährlich zu vergütende Management Fee zulasten der LLP von meist 1-2% des einbezahlten Gesellschaftskapitals. (II) Zusätzlich erhalten der General Partner bzw. die Fonds Manager auf dem in der Regel erst nach mehreren Jahren realisierten Gewinn vorweg einen gegenüber den Kommanditären („Limited Partners“) erhöhten Gewinnanteil („Carried Interest“). In der Regel beträgt dieser 20% des Gesamtgewinns. (III) Schliesslich wird der restliche Gewinn anteilmässig an die Limited Partners sowie an den General Partner bzw. die Fondsmanager verteilt.

Im Ausland wird der Carried Interest regelmässig steuerlich privilegiert. Im UK gilt er als Kapitalgewinn, der zur Zeit mit rund 12% besteuert wird. Auch in den USA gilt der Carried Interest als Kapitalgewinn, sofern eine gewisse Langfristigkeit gegeben ist. I.d.R. ergibt sich eine Steuerbelastung von rund 15%. Auch in Frankreich wird der Carried Interest als Kapitalgewinn besteuert, und zwar zu einem Vorzugssatz von 16%.

In der Schweiz könnte eine Angleichung der heute ungünstigeren steuerlichen Rahmenbedingungen an die wichtigsten Standorte im Ausland der LLP zum gewünschten Durchbruch verhelfen. Aus Sicht der EBK wäre ein solcher Schritt zu begrüssen. Der Entscheid darüber liegt jedoch bei den politischen Behörden, welche auch andere Interessen zu berücksichtigen haben. Die Neuansiedlung von Hedge-Fonds Managern würde durch die Angleichung erleichtert.



## Glossar

**Absolute Return:** Hedge-Fonds streben nach absoluten Renditen. Darunter sind Anlageergebnisse zu verstehen, die sich gerade in negativen Marktphasen weitgehend unabhängig von Aktien- oder Rentenindizes entwickeln. Im Gegensatz dazu orientieren sich traditionelle Investmentfonds an Referenzgrössen wie z.B. einem Aktienindex oder einem Rentenindex. Investmentfonds streben also nach relativen Renditen.

**Arbitrage:** Geschäft zur Ausnutzung von Preis-, Kurs- oder Zinsunterschieden zum gleichen Zeitpunkt an verschiedenen Handelsplätzen.

**Credit Default Swap:** Kreditderivat (siehe unten), welches es ermöglicht, das Kreditrisiko (Ausfallrisiko) einer Anleihe zu handeln. Kann zu Absicherungs- und Handelszwecken eingesetzt werden.

**Crowded Trade:** Situation, in der viele Marktteilnehmer ähnlich positioniert sind.

**Collateral:** Für risikobehaftete Geschäfte hinterlegte Sicherheiten. Meistens in Form von Bargeld (Cash) oder hochliquiden Wertschriften guter Qualität.

**Collateral Management:** Die Verwaltung der hinterlegten Sicherheiten (siehe oben).

**Dach-Hedge-Fonds (Fund of Funds):** Fonds, der sich aus mehreren Hedge-Fonds zusammensetzt.

**Distressed Debt:** Notleidende Anleihen. Gewisse Hedge-Fonds sind in diesem Bereich tätig. Dabei kaufen sie Not leidende Anleihen mit der Absicht auf, durch Restrukturierung der betroffenen Firma einen höheren Wiederverkaufserlös zu erzielen.

**Herdning:** Ähnliches Verhalten vieler Marktteilnehmer. Wird oft durch Nachahmung hervorgerufen.

**High Yield:** Hochverzinsliche Anleihen. Es handelt sich um festverzinsliche Wertpapiere, die von den führenden Ratingagenturen als BB+ oder schlechter eingestuft wurden.

**Kreditderivate:** Finanzinstrumente, welche es ermöglichen, das Kreditrisiko (Ausfallrisiko) von Kreditinstrumenten (Anleihen, Ausleihungen) zu handeln. Kreditderivate sind zum Beispiel Credit Default Swaps (siehe oben) oder auch strukturierte Produkte wie Collateralized Debt Obligations.

**Leverage:** Die Hebelung des Eigenkapitals durch Kreditaufnahmen oder den Einsatz von Derivaten.

**Leveraged Buyout:** Akquisition bereits etablierter Unternehmen oder Teilen von ihnen durch Private-Equity-Gesellschaften, wobei der Kaufpreis zu einem grossen Anteil mit Fremdkapital beglichen wird. Zins- und Tilgungszahlungen werden in der Regel aus den zukünftigen Erträgen des übernommenen Unternehmens oder dem Verkauf von Unternehmensteilen finanziert.



**Liquidity Mismatch:** Abweichung der Liquidität auf Seite der Aktiven von der Liquidität auf Seite der Passiven. In Bezug auf Hedge-Fonds wird Liquidity Mismatch zum Problem, wenn die Liquidität der vom Fonds gehaltenen Positionen geringer ist, als die Liquidität, die der Fonds seinen Investoren gewährt.

**Lock-in Period:** Sperrfrist während der ein Investor seine Fondsanteile nicht verkaufen kann.

**Margin Call:** Forderung nach Erbringen von zusätzlichen Sicherheitsleistungen.

**Monte Carlo Simulation:** Verfahren der stochastischen Simulation zur näherungsweise Bestimmung von mathematischen Grössen, die abhängig vom Zufall sind. So lassen sich z.B. Risikoparameter in finanzmathematischen Modellen mit Hilfe der Monte Carlo Methode simulieren. Ausgangspunkt der Simulation sind dabei keine Vergangenheitswerte. Vielmehr beruht die Berechnung der Grössen nach der Monte-Carlo-Simulation darauf, dass zukünftige Entwicklungen der betrachteten Risikoparameter mit Hilfe eines jeweils eigenen stochastischen Prozesses modelliert werden. Ein Zufallszahlengenerator ermöglicht es, im Anschluss an die Modellierung eine Vielzahl von Modellrealisierungen durchzuführen, um so zu einer Schätzung des gesuchten Quantils der Verteilung zu gelangen.

**One Way Market:** Situation, in der es für eine bestimmte Anlage nur Käufer oder Verkäufer gibt.

**OTC-Derivate:** Finanzinstrumente (Derivate), die nicht standardisiert sind und nicht an einer Börse, sondern direkt zwischen den Marktteilnehmern (Over-the-Counter) gehandelt werden.

**Prime Brokerage:** Dienstleistungen die eine Investmentbank einem Hedge-Fonds anbietet. Dazu gehören neben der Ausführung von Handelsaktivitäten unter anderem auch die Wertschriftenleihe (*Securities Lending*), die Bereitstellung von Krediten, die operationelle Unterstützung bei der Handelsabwicklung (*Settlement*), die Wertschriftenverwaltung (*Custody*) und die Berichterstattung (*Reporting*).

**Securities Lending:** Wertschriftenleihe. Bei der Wertschriftenleihe leiht der Eigentümer der Wertschriften (Darleiher, „lender“) einem Händler (Borger, „borrower“) seine Aktien oder Anleihen mit der Bedingung, dass er nach Ablauf einer meist sehr kurzen Leihfrist von wenigen Tagen Papiere gleicher Art und Güte zurückbekommt. Dafür zahlt der Borger dem Darleiher eine Gebühr.

**Short Selling:** Verkauf eines (noch) nicht in Besitz befindlichen Wertpapiers. Mit der daraus entstehenden Short-Position spekuliert man auf fallende Kurse im entsprechenden Wertpapier.

**Stresstesting:** Untersuchung potenzieller Auswirkungen krisenhafter Szenarien auf ein bestimmtes Portfolio.

**Value-at-Risk:** Der Value at Risk wird seit einigen Jahren als Methode des Risikomanagements, insbesondere im Finanzdienstleistungsbereich, zur Überwachung und



Eidgenössische Bankenkommission  
Commission fédérale des banques  
Commissione federale delle banche  
Swiss Federal Banking Commission

Messung von Markt- und Zinsrisiken eingesetzt. Der Value at Risk misst für ein gegebenes Portfolio das Verlustpotenzial aus Preisänderungen der Handelspositionen (bezogen auf den Marktwert), das unter normalen Marktbedingungen in einer bestimmten Periode und mit einem bestimmten Konfidenzniveau nicht überschritten wird.



## Literatur

Altwegg, M. et al. (2007). "Struktur, Trends und Perspektiven der Schweizer Fund of Hedge Funds Industrie," Zürcher Hochschule Winterthur, School of Management, Zentrum für Alternative Investments

Alternative Investment Expert Group (2006), "Managing Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe"

Alternative Investment Management Association (2007), "Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers"

Counterparty Risk Management Group CPRMG (2005), "Toward a Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective"

Financial Stability Forum FSF (2007), "Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions"

Fitch Ratings (2007), Hedge Funds: "The Credit Market's New Paradigm"

Hildebrand, Philipp M. (2007), "Hedge Funds and Prime Broker Dealers: Steps towards a best practice proposal, in: Banque de France, Financial Stability Review – Special issue on Hedge Funds," No. 10, April 2007

International Monetary Fund (2007), "Global Financial Stability Report"

International Organization of Securities Commissions IOSCO (2003), "Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge funds, Report by the Technical Committee of IOSCO," November 2003

IOSCO (2006), "Survey on the Regulatory Environment of Hedge Funds"

IOSCO (2007), "Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios"

Managed Fund Association, Sound Practices for Hedge Fund Managers, 2007

US President's Working Group (2007), "Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital"