

Die approbierte Originalversion dieser Diplom-/Masterarbeit ist an der Hauptbibliothek der Technischen Universität Wien aufgestellt (<http://www.ub.tuwien.ac.at>).

The approved original version of this diploma or master thesis is available at the main library of the Vienna University of Technology (<http://www.ub.tuwien.ac.at/englweb/>).

General Management MBA



CONTINUING
EDUCATION
CENTER



Hedge Fonds - unregulierbar und unreguliert?

Master Thesis zur Erlangung des akademischen Grades

Master of Business Administration (MBA)

an der Universität für Weiterbildung (Donau-Universität Krems)

und der Technischen Universität Wien, Continuing Education Center

eingereicht von

Ing. Horst Hofbauer

BetreuerIn

Prof. Dr. Wolfgang Aussenegg

Wien, 31.10.2010

877.162 II

MEIN DANK GILT,

HERRN PROF. DR. WOLFGANG AUSSENEGG

FÜR DIE BETREUUNG MEINER ARBEIT.

MEINER FAMILIE UND FREUNDEN FÜR DIE UNTERSTÜTZUNG

WÄHREND DES GESAMTEN STUDIUMS.

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Abbildungs- und Tabellenverzeichnis | 4 |
| Executive Summary | 5 |
| 1 Problemstellung..... | 7 |
| 2 Charakteristika von Hedge-Fonds | 9 |
| 2.1. Begriffsdefinition..... | 9 |
| 2.2 Historie | 9 |
| 2.3 Alternative Investments | 10 |
| 2.4 Eigenschaften | 10 |
| 2.5 Kosten/Gebühren | 12 |
| 2.6 Struktur/Standort | 12 |
| 2.7 Marktbeeinflussung und Volkswirtschaftliche Effekte von Hedge..... | 13 |
| 3. Risiken einzelner Hedge-Fonds-Strategien | 14 |
| 3.1 Operationelles Risiko | 14 |
| 3.2 Marktrisiko | 15 |
| 3.3 Kreditrisiko | 17 |
| 3.4 Liquiditätsrisiko..... | 18 |
| 3.5 Volatilitätsrisiko..... | 19 |
| 3.6 Bewertungsrisiko | 20 |
| 3.7 Modellrisiko | 21 |
| 4 Hedge Funds Strategien | 22 |
| 4.1 Opportunistische (Direktionale) Strategien..... | 23 |
| 4.1.1 Long/Short Equity..... | 23 |
| 4.1.2 Global Macro | 24 |
| 4.1.3 Managed Futures | 24 |
| 4.1.4 Dedicated Short..... | 25 |
| 4.1.5 Emerging Markets | 25 |
| 4.2 Relative Value (Marktneutrale) Strategien..... | 26 |
| 4.2.1 Equity Market Neutral..... | 26 |
| 4.2.2 Fixed Income (Anleihen) Arbitrage | 27 |

| | | |
|-------|--|----|
| 4.2.3 | Convertible (Wandelanleihen) Arbitrage..... | 27 |
| 4.3 | Event Driven (Ereignisbezogene) Strategien | 27 |
| 4.3.1 | Risk (M&A) Arbitrage..... | 28 |
| 4.3.2 | Distressed Securities..... | 28 |
| 4.4 | Dachfonds (Funds of Hedge Funds) | 29 |
| 4.4.1 | Vorteile von Dachfonds | 29 |
| 4.4.2 | Nachteile von Dachfonds | 31 |
| 4.5 | Aufteilung der Volumina im Bereich Hedge Fonds | 32 |
| 5 | Risikobewertung der Hedge Fonds Strategien..... | 33 |
| 6. | Risiken für den Finanzmarkt in Zusammenhang mit Hedge Fonds | 34 |
| 6.1 | EU-Kommissionsrichtlinie - Verwalter alternativer Investmentfonds..... | 35 |
| 6.1.1 | Inhalte der Richtlinie für AIFM der EU Kommission..... | 35 |
| 6.1.2 | Regulierungsbestrebungen in den Vereinigten Staaten von Amerika | 46 |
| 6.1.3 | Hedge-/ Investmentfonds – Gesellschaften..... | 52 |
| 6.1.4 | Sicht der Österreichischen Behörden..... | 54 |
| 7 | Zusammenfassung und Sicht des Verfassers | 55 |
| 8 | Literatur..... | 57 |
| 9 | Anlagen..... | 60 |

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

| | | |
|--------------|---|----|
| Tabelle 1 | Risikogehalt einzelner Hedge Fonds Strategien | 33 |
| Abbildung 1: | Consumer Protection | 47 |
| Abbildung 2: | Too Big to Fail | 48 |
| Abbildung 3: | Derivatives | 49 |
| Abbildung 4: | Risk to the financial system | 49 |
| Abbildung 5: | Regulator shopping | 50 |

Executive Summary

Hedge Fonds sind nahezu nicht reguliert und haben daher die größte Finanzkrise in der Geschichte der Finanzmärkte ausgelöst. Eine Regulierung der Hedge Fonds macht aus Sicht einer freien Marktwirtschaft keinen Sinn und schränkt die Bewegungsspielräume an den Finanzmärkten zu sehr ein.

Gegensätzlicher können die Informationen nicht sein, welche seit dem Eintreten der größten Finanzkrise der Geschichte im Jahr 2007/2008 zum Thema der Hedge Fonds kursieren. Der Begriff der „Hedge Fonds“ wird dabei immer sehr allgemein verwendet und eine Auswahl von unterschiedlichsten Arten von Investmentvehikeln dabei beschrieben. Die primären Investoren dieser Hedge Fonds sind seit jeher nicht im breiten Publikum zu finden und beschränken sich, wenn nicht grundsätzlich der Anlegerkreis definiert ist, auf ein sehr vermögendes Klientel, welches sich um die institutionellen Anleger erweitert. Diese Hedge Fonds sind dazu noch als begrenzt haftende Gesellschaften organisiert und befinden sich traditionell nicht in den Staaten der Anleger, sondern oftmals an Offshore Domizilen.

Der Bereich der Hedge Fonds soll daher ein einfacher Art und Weise grundlegend charakterisiert und mit seinen speziellen Eigenschaften dargelegt werden. Mit dieser Arbeit sollen eben diese Informationen zusammengefasst und die Grundlagen zu den Strategien und Techniken der Hedge Fonds Manager dem Leser näher gebracht werden. Aufgrund der Tatsache, dass die Manager ihre Strategien nicht öffentlich kund tun, um Nachahmer abzuhalten und den Erfolg der Strategie so lang als möglich verfolgen zu können, ist ein Blick in die bestehende Literatur der einzige mögliche Weg zur Erfassung des Themas.

Gestützt durch eine intensive Recherche können vier grundlegende Richtungen der angewandten Strategien erkannt werden: Opportunistische (Direktionale), Relative Value (Marktneutrale), Event Driven (Ereignisbezogene) Strategien und Dachfonds (Mischformen). Diese sollen mit einer kurzen Erläuterung versehen in einen Zusammenhang mit den möglichen Risiken dieser Anlageform gebracht

werden. Der richtige Umgang mit den bestehenden Risiken jedweder Anlageform ist generell an der Börse essentiell, um einen Erfolg verbuchen zu können. In der Hedge Fonds Literatur wird die Risikomatrix dazu verwendet, offensichtliche Probleme in der Beurteilung der Rendite/Risiko-Profile der Strategien zu beheben oder zumindest zu minimieren.

Ergänzt werden diese Angaben aus der Literatur durch Informationen aus persönlichen Gesprächen mit jeweils einem Verantwortlichen aus dem internationalen Bankensektor, einem Mitglied einer österreichischen Kontrollbehörde und aus einer österreichischen Investmentgesellschaft.

1 Problemstellung

Die Finanzmarktkrise, welche zwischendurch gerne mit der Weltwirtschaftskrise in den 20iger Jahren verglichen wurde, hat vielerlei Schwachstellen in der Regulierung des globalen Finanzsystems aufgezeigt.

Betrachtet man die Entwicklung in den letzten Jahren am Finanzmarktsektor und liest man interessiert die Artikel in den Medien, so bekommt man leicht den Eindruck, dass Hedge Fonds mit ihren schwer durchschaubaren Anlagestrategien und einer sehr zurückhaltenden Informationsstrategie, schuld an der Krise waren.^{1,2}

Zu Beginn der Jahrtausendwende nach dem Platzen der Internet(anlagen)blase wurde intensiv, auch von privaten Anlegern nach Alternativen zur Veranlagung ihres Kapitals gesucht. Hedge Fonds, welche auch zu dieser Zeit mit einer positiven Entwicklung aufzeigten und Gewinne erzeugten, wurden so immer interessanter. Mit der gesetzlichen Investmentmodernisierung im Jahr 2004 in Deutschland sowie einer intensiveren Vermarktung auch im Bereich der privaten Anleger konnte das Investmentvolumina stetig gesteigert werden. Bedingt durch die sehr unterschiedlichen Strategien und teilweise einer sehr intransparenten Informationspolitik fehlten den Anlegern aber die Grundlagen zur Beurteilung der eingegangenen Risiken.^{1,2}

Begleitet mit einem blinden Vertrauen in die Fonds Manager und deren laufend berichteten hohen Renditen stellte sich eine gewisse Sorglosigkeit ein. Im Extremfall wurden dann auch Anleger abgewiesen (Bernard Madoff), sollten sie mehr Einsicht oder Informationen über die Strategie oder den Ablauf der Geschäfte verlangt haben.

Diese schwarzen Schafe waren aber im Dunkeln (der Unwissenheit) schwer auszumachen, da wie schon erwähnt ausgenommen der Fonds Manager wenig

¹Vgl. FMA (2005), *Hedge Fonds*

²Vgl. Lhabitant F. (2006), *Handbook of Hedge Funds*, Weinheim, Wiley

Personen und Institutionen Interesse an der Geschäftstätigkeit zeigten, solange die Ergebnisse positiv waren. Wie also eine Regulierung finden, für etwas das nicht genau gekannt oder verstanden wird?

Wie sind die Geschäfts-Strategien der Hedge Fonds einzuordnen und abschätzbar seitens der Investoren und welche Kriterien sind sinnvoll zur Beurteilung der Risiken dieser Anlageform?

Nicht zuletzt die Kritik an Hedge-Fonds, nachdem in einigen Fällen sehr öffentlichkeitswirksam ihre Aktionärsrechte durchgesetzt und personelle Veränderungen in den Vorständen einiger börsennotierter Unternehmen und nicht zuletzt der Börse selbst durchgesetzt haben, zeigt auch auf, dass das Hochstilisieren zum Feindbild („Heuschrecken“) keine Lösung darstellt.¹

Es darf nicht der klare Blick dafür verloren werden, dass sich im Verhalten der Hedge-Fonds nur die – unterschiedliche – Aktionärskultur des angloamerikanischen Raums manifestiert, wo etwa auch große Pensionsfonds Unternehmensmanager öffentlich kritisieren, wenn diese nicht den Anlegerertrag maximieren. Inhaltlich sollen nun hier die unterschiedlichen Strategien und Eigenschaften der Hedge Fonds erklärt und anschließend in einer erweiterten Risikomatrix, welche mit dem aktuellen Schwerpunkt der Liquidität noch wesentlich gewichtet wird, dargestellt werden.²

Als weiteren Schwerpunkt wird der Inhalt der aktuellen bestehenden und zukünftigen Regulierungen der Behörden hinterleuchtet und deren Auswirkungen auf die Verhaltensweisen und Marketingstrategien der Anbieter von Hedge Fonds betrachtet. Was kann und soll reguliert werden und wie sieht die Herangehensweise der Regierungen oder EU Kommission und der Hedge Fonds Anbieter aus. Sind die Schwerpunkte im Bereich der Überwachung und Kontrolle ausreichend oder soll die Aus- und Fortbildung der Anleger / Kunden forciert werden? Somit in das Verständnis der Anlegeraktivität und den daraus resultierenden Konsequenzen investieren?²

¹Vgl. FMA (2005), *Hedge Fonds*

²Vgl. Lhabitant F. (2006), *Handbook of Hedge Funds*, Weinheim, Wiley

2 Charakteristika von Hedge-Fonds

2.1. Begriffsdefinition

Hedge Fonds (von engl. *to hedge*, „absichern“, engl.: hedge fund)

SAIV – *sophisticated alternative investment vehicle*,

(engl. etwa für *ausgefeiltes/anspruchsvolles alternatives Investitionsvehikel*)

2.2 Historie

Einer der ersten Hedge Fonds wird **Alfred Winslow Jones** im Jahre 1949 zugeordnet. Bei einer Recherche für das Wirtschaftsmagazin FORTUNE erkannte Jones, dass keine verlässliche Aussage der Aktienanalysten zu der Entwicklung der Börsenkurse existierte. Um dennoch unabhängig von den Entwicklungen an der Börse Gewinne zu erwirtschaften, entwickelte Jones eine Möglichkeit zur Absicherung seines Investments. Winslow Jones verkaufte Aktien leer, um diese später auf einem niedrigeren Kursniveau wieder zu erwerben. Mit dem Erlös des Leerverkaufs kaufte er andere Aktien in der Erwartung, dass diese Aktien im Kurs steigen. Damit wurde gleichzeitig die erste Strategie für Hedge Fonds (**Long-Short**) definiert.¹

¹ Vgl. Fano-Leszczynski U.(2001), *Hedgefonds. Ein Praxishandbuch*, Wien, Manz

2.3 Alternative Investments

Hedge Fonds werden gerne auch als alternative Investmentform bezeichnet und sind damit gegenüber klassischer Investmentprodukte wie Aktien, Anleihen, Immobilien oder Edelmetalle abzugrenzen und auch zumeist außerhalb der Kategorie der gängigen Investmentfonds. Im Unterschied zu diesen, zum Vertrieb an alle Anleger zugelassenen Investmentformen, unterliegen Hedge Fonds nicht gewissen einschränkenden Bestimmungen. Bestehende unterschiedlichste Ausprägungen und Formen von Hedge Fonds, welche sich durch die fortschreitende Weiterentwicklung neuer Strategien und Anwendungsbereiche/Zielgebiete immer mehr diversifizieren, scheinen eine einheitliche Betrachtung unmöglich zu machen. Es existiert aus diesem Grund auch keine genaue Abgrenzung und Definition von Hedge Fonds. Schon aus dieser Sichtweise heraus ist die Problematik einer einheitlichen oder pauschalen Regelung erkennbar. ^{1,3}

2.4 Eigenschaften

Grundlegende **Eigenschaften**, welche generell als Gemeinsamkeit für Hedge Fonds gesehen werden können,

ist das Erzielen von **Renditen** unabhängig von der aktuellen Marktsituation, unter dem Einsatz von speziell für die Investitionsgüter entworfenen **Strategien** und die Erhöhung der teilweise geringen Gewinnspanne mittels Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital (Hebelung - **Leverage** des Fondsvermögens).

Bei der Erzielung von Renditen unabhängig von Marktbewegungen wird im Zuge der Bewertung der Aktienkurse keine klassische Betrachtung des Benchmarks angesetzt, sondern zusätzlich zur Einschätzung der Über-/Unterbewertung, hauptsächlich mittels quantitativ-mathematischer Methoden und einer technischen Analyse gearbeitet. Entsprechend der Bewertung werden dann Strategien zur Entwicklung der ^{1,2,3}

¹ Vgl. Lhabitant F. (2006), *Handbook of Hedge Funds*, Weinheim, Wiley

² Vgl. Fano-Leszczynski U.(2001), *Hedgefonds. Ein Praxishandbuch*, Wien, Manz

³ Vgl. FMA (2005), *Hedge Fonds*

maximalen Rendite entwickelt (Bsp.: Jones mit den Leerverkäufen), welche dann jeweils noch gegenüber Unsicherheiten abgesichert werden können.

Durch diese Absicherung ergeben sich für diese Investments sehr geringe Gewinnspannen. Diese können aber durch eine entsprechende Hebelung mittels zusätzlichen Fremdkapitals erhöht werden.^{1,2}

Weitere Eigenschaften, welche als wesentliche Unterschiede zu nicht alternativen Investments gesehen werden können, beschreiben die **Liquidität** der Investition, sowie die geringe **Transparenz** und der hohe **Mindesteinsatz** in dieser Investitionsart.

Im Gegensatz zu bekannten Investmentfonds ist es nicht möglich, Fondsanteile täglich an die Fondsgesellschaft zurückzugeben. Je nach Hedge Fonds Strategie und Einsatzbereich sind der quartalsweise Ein- bzw. Ausstieg oder auch die Beschränkung, die Anteile nach dem Kauf für einen Zeitraum von zum Beispiel einem Jahr nicht wieder zurückgeben zu können (lock-up) üblich. Anbieter im Bereich der privaten Anleger bieten nichts desto trotz immer öfter kürzere Zeiträume für den Ein- bzw. Ausstieg an, wobei dennoch entsprechende Gebühren zur Tilgung der Anlage anfallen.³

Ein wesentlicher Ansatzpunkt für Kritiker der Hedge-Fonds Manager und Gesellschaften ist die eingeschränkte Transparenz, welche sich vor allem aus der Angst begründet, eine erhöhte Datentransparenz mit veröffentlichten Werten über gehaltene Positionen und abgeschlossene Transaktionen könnte dazu führen, dass konkurrierende Anleger die Strategie des Fonds kopieren und damit Gewinnmargen und Performance des Fonds erodieren. Speziell bei Arbitrage-Geschäften würde dies den Vorteil der jeweiligen Fonds schneller ausgleichen. Generell lautet der Ansatz für ein ausgewogenes Anlageportfolio insofern, dass maximal 20% des Kapitals in riskante Investments eingesetzt werden soll.^{1,2,3}

¹Vgl. Kaiser, G.(2004): *Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlageklasse*, Wiesbaden, Gabler

²Vgl. FMA (2005), *Hedge Fonds*

³Vgl. Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

Ursprünglich geschaffen für vermögende Privatkunden sind Mindestinvestments von einer Million US-Dollar (Vermögenswerte in Summe über fünf Millionen Dollar) auch heute noch nicht selten bei Hedge Fonds Gesellschaften vorgeschrieben, wenngleich sich auch ein Trend zu deutlich niedrigeren Beträgen abzeichnet, um auch andere Investorenschichten zu erreichen.¹

2.5 Kosten/Gebühren

Unterschiede zu Investmentfonds sind auch bei der **Gebührenberechnung** gegeben. Hedge Fonds berechnen neben üblichen Kosten wie Ausgabeaufschlag und Managementgebühr auch Performance abhängige Gebühren im Bereich von 20% (+/-5%), welche zumeist nach dem „High Watermark Prinzip“ errechnet werden. Als **High Watermark** (dt.: Höchststand, eigentlich: Hochwasser), gilt dabei zumeist das bis dato beste Ergebnis, ermittelt zum Beispiel in Form von Index-Punkten. Dieser Punktestand wird dann zur Messlatte für die künftige Arbeit der Fondsmanager bestimmt. Bleibt der Wert eines Fondsanteils unterhalb der Marke, erhält die Gesellschaft keine performanceabhängige Gebühr vom Anleger. Erst wenn die alten Höchstkurse wieder erreicht wurden und die Rendite anschließend weiter steigt, fließt wieder eine erfolgsabhängige Vergütung.^{1,2}

2.6 Struktur/Standort

Eine weitere Eigenschaft der Hedge Fonds Gesellschaften ist die genaue Überlegung, wo sich der jeweilig beste Platz zur örtlichen **Niederlassung** befindet. Registriert sind die meisten Fonds überwiegend an einem **Offshore-Finanzplatz**. Die Gründe dafür sind zum einen steuerlicher Natur, liegen andererseits aber auch in den geringeren Einschränkungen/Regulierung durch die jeweiligen Kapitalmarkt-Gesetzgebungen, was die in den Fonds erlaubten Finanzinstrumente betrifft.^{1,2}

¹Vgl. FMA (2005), *Hedge Fonds*

²Vgl. Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

Dazu gehörig entsteht für die jeweilige Geschäftspolitik die nötige Struktur, welche sehr komplex und ebenfalls schwer durchschaubar angelegt werden kann, um den Mitbewerbern die Nachvollziehbarkeit und den Finanzbehörden die Berechnung der Steuerpflicht zu erschweren.

Dabei werden Aufgaben oder Teile davon wie Investmentmanagement oder Fondsadministration an externe Gesellschaften ausgelagert. Sehr stark verankert ist dabei das **Prime Brokerage**¹, ein Service von Investmentbanken, welche den Hedge Fonds Kredite zur Finanzierung der Hebel oder Leihaktien zur Ermöglichung der Leerverkäufe gegen Gebühren bereitstellen.^{2,3}

2.7 Marktbeeinflussung und Volkswirtschaftliche Effekte von Hedge Fonds oder „Schwarze Schafe vor schwarzem Hintergrund“

Aus Volkswirtschaftlicher Sicht sind Hedge Fonds im Gegensatz zur aktuellen Meinung der Medien, Politik und Bevölkerung nicht nur als „Heuschrecken“ gebrandmarkt. Mit einem Marktvolumen von circa 1.800 Milliarden Dollar ist dies auch im Vergleich zu offenen Investmentfonds nur ein Marktanteil von <10%.

Mit der vorherrschenden Offenheit gegenüber Risiken, welche den Investmentfonds, Banken und Versicherungen abgenommen werden, leisten die Hedge Fonds einen positiven Beitrag mittels Risikotransfers (zB „CAT Bonds“). In weiterer Folge werden durch die Arbitrage Geschäfte und der vorhandenen Liquidität der Hedge Fonds schneller und effizienter Preisunterschiede ausgeglichen und Ineffizienzen dadurch behoben. Durch die vorhandenen Freiheiten und der genutzten Kreativität der Hedge Fonds Manager existiert nur auf dieser Ebene der nötige Wissensstand, um eine effektive Risikoanalyse der angebotenen Anlageform zu erstellen. Offensichtliche „Schwarze Schafe“ können sich dadurch in der

¹ **Prime Brokerage:** Finanzdienstleister, welche ganz oder überwiegend auf die Bedienung von Hedge-Fonds ausgerichtet sind. Dabei handelt es sich vor allem um die Bereitstellung von Fremdkapital gegen Sicherheiten zur Finanzierung von Einschuss und Nachschuss-Aufforderungen an Terminmärkten, die Beschaffung von Wertpapieren, Intermediärdienste in Zusammenhang mit einer Wertpapieranleihe, die Besorgung und Abrechnung von Wertpapiergeschäften, welche der Hedge-Fonds tätigt sowie auch die Verwahrung von Wertpapieren.

² Vgl. Fano-Leszczynski, *Hedgefonds...*, S221

³ Vgl. FMA (2005), *Hedge Fonds*

allgemeinen „Dunkelheit“ des fehlenden Wissenstandes (Zitat Superfund) verbergen. Marktmacht kann somit auch als Wissensvorsprung bezeichnet werden, der aber in Zusammenhang mit fehlendem Interesse oder fehlender Qualifikation der Anleger/Kunden die größte Gefahr im Finanzmarktwesen darstellt. Dadurch sind wesentlich höhere volkswirtschaftliche Auswirkungen („Schneeball Effekt“) möglich, als beabsichtigt.

3. Risiken einzelner Hedge-Fonds-Strategien

Im Folgenden sollen die möglichen Risiken bei einem Engagement in einzelnen Hedge-Fonds-Strategien evaluiert werden. Als Beurteilungsgrößen werden hierzu das **Marktrisiko**, **Kreditrisiko**, **Liquiditätsrisiko**, **Volatilitätsrisiko** und **Bewertungsrisiko** herangezogen. Das **operationelle Risiko** stellt ein grundlegendes Risiko im Funds Management dar und wird daher global und nicht im speziellen auf einzelne Strategien betrachtet.^{1,2}

3.1 Operationelles Risiko

Nicht unwesentliche Risiken, welche die Performance der Fondsgesellschaft additiv zum Bewertungsrisiko der einzelnen Strategien beeinflussen liegen in der Durchführung von Transaktionen, der Verwaltung von Fondsanteilen sowie in der Performancemessung und im Rechnungswesen. Die Erheblichkeit dieser Tätigkeiten kann kaum überschätzt werden, denn in rund der Hälfte der Fälle wird das Scheitern eines Hedge-Fonds auf Mängel im operativen Geschäft zurückgeführt.

Als Gründe werden am häufigsten genannt:^{1,2,3}

- § **Falschdarstellung der Investments;**
- § **Veruntreuung des Fondsvermögens;**
- § **Nicht-autorisierter Handel mit Finanzinstrumenten;**
- § **Unzureichende Ressourcen.**

¹Vgl. Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

² Vgl. Credit Suisse (2010): H1 2010 Hedge Fund Industry Review

³CAPCO (2003a)

Das operationelle Risiko betrifft kleine Fondsgesellschaften aufgrund fehlender Ressourcen und junge Fondsgesellschaften aufgrund mangelnder Erfahrung.

Dies belegt ebenso eine Auswertung der TASS¹ Hedge Fonds Datenbank: Knapp 30% der Fonds waren zum Zeitpunkt ihrer Löschung jünger als zwei Jahre, 75% waren jünger als fünf Jahre.²

3.2 Marktrisiko

Hedge-Fonds nützen, bedingt durch den erweiterten Bewegungsspielraum im Vergleich zu klassischen Investment Fonds, in einem wesentlich größeren Ausmaß Instrumente, die die Abhängigkeit vom Marktrisiko reduzieren und damit die Chance auf einen besseren Ertrag systematisch erhöhen. In einem Umfeld niedriger Zinsen und seitwärts tendierender Aktienmärkte wird der Anreiz hierzu umso größer sein, da attraktive Anlagemöglichkeiten rar sind um eine positive Performance zu erzielen.

Folgende Möglichkeiten zur Erhöhung des Portfoliorisikos bestehen:

- § **Konzentration der Anlagen in wenig liquiden Märkten (z.B. BRIC/Emerging Markets),**
- § **Konzentration der Anlagen in innovativen/komplexen Produkten (z.B. Kreditderivate, Katastrophenanleihen),**
- § **Engagement während volatiler Marktereignisse,**
- § **Verwendung eines erhöhten Leverage.**

Das Marktrisiko von Hedge-Fonds ist weitgehend nicht zusammenhängend mit jenem von Anleihen und auch nur mäßig mit jenem von Aktien.^{3,4}

¹ TASS – Wertpapierhandelsbank GmbH 2001

² Die Löschung aus einer Hedge-Fonds-Datenbank ist nicht notwendigerweise mit der Liquidation des jeweiligen Hedge-Fonds gleichzusetzen. In einer sehr frühen Phase des Lebenszyklus eines Hedge-Fonds überwiegen jedoch jene Fonds, die nicht genügend Anlegergelder gewinnen konnten oder gravierende Schwächen im operativen Geschäft aufgewiesen haben.

³ Für den Zeitraum seit Ende 1993 beträgt der Korrelationskoeffizient der monatlichen Renditen des CSFB/Tremont Hedge Fund Index mit denen des MSCI World Aktienindex 0,48, mit den entsprechenden Renditen des JP Morgan Global Government Bond Index nur -0,06. Bei der Betrachtung kleinerer Zeitfenster verändert sich zwar der Korrelationskoeffizient, in der Grundaussage einer geringen Korrelation ändert sich jedoch nichts.

⁴ Vgl. CSFB/Tremont (2007): Blue Chip Investable Hedge Fund Index Year-End Highlights

Ereignisse die die Finanzmärkte nachhaltig erschüttert haben, die Russland-Krise und der Zusammenbruch von LTCM¹ (Sept. 1998) sowie die Terroranschläge von New York und Washington am 11.09.2001, zeigen besonders auf, dass ein direkter Bezug von Hedge Fonds zu Aktien- und Anlagemärkten nicht vorhanden ist. Dieser Stabilitäts- und Diversifikationseffekt durch die Ergänzung des Anlageportfolios mittels Hedge Fonds ist signifikant. Lediglich Ereignisse, welche direkt das Vertrauen in die Hedge Fonds Manager und deren Anlageangebote belasten (Zusammenbruch von LTCM), haben klarerweise Auswirkungen auf die Performance der Hedge Fonds und deren Marktrisiken.²

In Marktsegmenten, deren Akteure hauptsächlich Hedge-Fonds sind, wie zum Beispiel am Markt für Wandelanleihen besteht signifikanter Weise ein Marktrisiko, welches gleichzusetzen ist mit dem des Aktiensegmentes. Hier werden zwischen 50% und 90% des Umsatzes durch Hedge-Fonds generiert. Ändern sich die strukturellen Rahmenbedingungen in einem solchen Marktsegment (z.B. geringeres Emissionsvolumen, niedrigere Attraktivität für Investoren aus steuerlichen oder regulatorischen Gründen), besteht das Risiko, dass die Liquidität des Marktes zurückgeht und Hedge-Fonds-Manager ihre Anlagestrategie nicht mehr wirksam umsetzen können.²

Ein vergleichsweise hohes Marktrisiko ist bei direktionalen Hedge-Fonds-Strategien erkennbar. Dies gilt neben Long/Short Equity und Emerging Markets insbesondere für Dedicated Short, da hierbei ausschließlich in eine bestimmte Markttrichtung spekuliert wird – die dem Namen nach absichernde Funktion eines Hedge-Fonds kann also nur durch eine Beimischung dieser Fonds-Strategie in ein klassisches Long-Portfolio erreicht werden.²

¹ **Long-Term Capital Management** (LTCM) war ein 1994 von John Meriwether (früherer Vize-Chef und Leiter des Rentenhandels bei Salomon Brothers) gegründeter Hedge-Fonds.

² Vgl. Fano-Leszczynski U. (2005): *Hedgefonds für Einsteiger*, Berlin, Springer

3.3 Kreditrisiko

Das Kreditrisiko tritt in einem Hedge-Fonds in verschiedenen Erscheinungsformen auf: Im engeren Sinn spezifiziert es den ganzen (oder zumindest teilweisen) Ausfall eines Kontrahenten bei einem Finanzgeschäft (Gegenparteiensrisiko). Die breite Streuung der Geschäftspartner und das Abschließen von Nettingvereinbarungen¹ fungieren speziell beim Kauf von nicht börsennotierten Produkten (OTC Derivaten und Swaps) zur Minderung des Kreditrisikos.

Eine andere Form des Kreditrisikos ist die Ausweitung des Spreads² zwischen den Finanzierungskosten bonitätsschwacher und besserer Schuldner. Dies betrifft einen Hedge-Fonds zum einen auf der Finanzierungsseite, also bei der Finanzierung seines Leverages: Erhöht sich der Spread, sind höhere Zinsen zu zahlen oder mehr Sicherheiten zu hinterlegen.

Zum anderen können sich auch auf der Veranlagungsseite vergrößernde Zinsspreads negativ auf die Performance eines Hedge-Fonds auswirken, wobei die Grenzen zum Marktrisiko hierbei fließend sind.^{4,5}

In einer Marktbeobachtung³ in der der Zusammenhang von Hedge Fonds Performance in Phasen steigender Kredit Spreads untersucht wurde, weisen die Hedge Fonds vor allem in den Anfangsphasen des Spread Anstieges eine deutliche negative Entwicklung auf.^{4,5}

¹ Nettingvereinbarung - **Netting** bezeichnet dabei die Verrechnung gegenläufiger Ansprüche und Verpflichtungen von Geschäftspartnern. Eine juristische Sekunde vor einem vertraglich vorab definierten Insolvenztatbestand werden alle noch laufenden Termingeschäfte unter diesem Vertrag aufgrund der darin vereinbarten *Close-out-Netting*-Klausel beendet (*Close-out*, „Ausbuchten“ der bisherigen Forderungen).

² Als **Spread** bezeichnet man in der Wirtschaft allgemein die Differenz zwischen zwei einheitsgleichen zu vergleichenden Größen. Als Indikator findet der Spread insbesondere Anwendung im Wertpapierhandel und in der Volkswirtschaftslehre.

³ Vgl. CSFB/Tremont Investable Hedge Fund Index

⁴ Vgl. Fano-Leszczynski U. (2005): *Hedgefonds für Einsteiger*, Berlin, Springer

⁵ Vgl. FMA (2005), *Hedge Fonds*

3.4 Liquiditätsrisiko

Eine Liquiditätskrise eines Hedge-Fonds kann durch zwei Ereignisse ausgelöst werden. Durch eine ungünstige Marktentwicklung kann der Wert jener Wertpapiere sinken, die der Hedge-Fonds bei seinem Prime Broker als Sicherheit für die Fremdkapitalfinanzierung hinterlegt hat. Übersteigt eine dadurch entstandene Nachschusspflicht („Margin Call“) die liquiden Mittel des Fonds, müssen Investments aufgelöst werden. Andererseits beeinflusst die vermehrte Rückgabe von Fondsanteilen, also die Auflösung der Investments durch die Anleger/Kunden, direkt die Liquidität des Hedge Fonds.²

Um dieses Liquiditätsrisiko zu begrenzen, verfügen Hedge-Fonds meist über sehr eingeschränkte Möglichkeiten zur Rücknahme von Fondsanteilen. Während bei klassischen Investmentfonds in der Regel börsentäglich Anteile zurückgegeben werden können, ist dies bei rund der Hälfte der Hedge-Fonds nur einmal monatlich möglich, bei etwa 30% der Fonds sogar nur quartalsweise, vereinzelt auch nur einmal pro Geschäftsjahr möglich.

Hinzu kommt bei circa einem Drittel der Hedge-Fonds die Verpflichtung, die Anteile nach dem Kauf für eine bestimmte Dauer zu halten – übliche Perioden sind ein bis drei Jahre. Betroffen von Liquiditätsrisiken sind jene Hedge-Fonds-Strategien, die illiquide Finanzinstrumente in ihrem Portfolio halten. Hierzu zählen in erster Linie Distressed Securities, Emerging Markets und Convertible Arbitrage. Dementsprechend sind Lock-Up-Fristen¹ bei Ereignis-Strategien und Convertible Arbitrage am verbreitetsten (bei 51% bzw. 45% der Fonds). Unüblich sind Lock-Ups bei Managed Futures (nur bei 11% der Fonds) sowie bei Global Macro Fonds (13%).²

¹ **Lock-Up-Frist** - Die Lock-Up-Frist umfasst den Zeitraum, in dem die Altaktionäre nach dem Börsengang keine Aktien aus ihren Beständen verkaufen dürfen. Dadurch sollen Kurseinbrüche nach dem Börsengang durch den Verkauf von großen Aktienpaketen der Altaktionäre verhindert werden. Erst nach Ablauf dieser Lock-Up-Frist dürfen die Altaktionäre ihre Aktien an der Börse verkaufen. Vgl. Fano-Leszczynski, Hedgefonds... S. 87

²Vgl. FMA (2005), *Hedge Fonds*

3.5 Volatilitätsrisiko

Die Volatilität ist ein Risikomaß und zeigt die Schwankungsintensität des Preises eines Basiswertes innerhalb eines bestimmten Zeitraums. Je höher die Volatilität, umso stärker schlägt der Kurs nach oben und unten aus und desto riskanter aber auch chancenreicher ist eine Investition in das Basisobjekt. Speziell beim Einsatz von Derivaten spielt das Volatilitätsrisiko als eine Unterart des Marktrisikos eine entscheidende Rolle. So beeinflusst unter anderem die erwartete Schwankungsbreite des zugrunde liegenden Finanzinstrumentes zu einem manchmal wesentlichen Teil den Preis einer Option.²

Steigt die am Markt beobachtete und in der Folge die für die Zukunft erwartete Volatilität, verteuert sich die Option, was dem Inhaber einen zusätzlichen Gewinn beschert – Verluste treten dementsprechend in Phasen auf, in denen die Volatilität zurückgeht. Je nach verfolgter Strategie wirken sich unterschiedliche Volatilitätsniveaus auf einzelne Hedge-Fonds aus: In der Regel gehen höhere Volatilitäten mit niedrigeren Hedge-Fonds-Renditen einher.

Dies gilt für Long/Short Equity ebenso wie für nahezu alle anderen Hedge-Fonds-Strategien.

Eine Ausnahme bilden Managed Futures: Bei diesen besteht eine Abhängigkeit zwischen hohen Volatilitäten und positiven Renditen. Ein vorzeitiger Verkauf ist zwar meist möglich, jedoch muss der Investor in einem solchen Fall einen Abschlag von ca. 2-5% vom Anteilswert leisten.

Einschränkend muss festgehalten werden, dass die Volatilität nicht völlig unabhängig vom aktuellen Markttrend, sondern asymmetrisch ist: In der Regel ist in fallenden Märkten die Volatilität höher, da das Verhalten der Anleger durch Angst bestimmt ist und Verkäufe aufgrund neuer Informationen schneller durchgeführt werden als Käufe. Aufwärtsbewegungen finden hingegen üblicherweise bei niedrigeren Volatilitäten statt. Somit ähnelt das Rendite-Volatilitäts-Profil des Aktienmarktes dem eines typischen Long/Short Equity Hedge-Fonds.^{1,2}

¹Vgl. Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

²Vgl. Fano-Leszczynski U. (2001), *Hedgefonds. Ein Praxishandbuch*, Wien, Manz

Aus dem zuvor gesagten wird deutlich, dass Volatilitäts-, Markt- und Liquiditätsrisiko untrennbar miteinander verbunden sind: Mit zunehmender Volatilität erhöht sich das Marktrisiko und somit auch die Wahrscheinlichkeit, dass Marginkonten¹ aufgefüllt werden müssen oder Anleger ihre Fondsanteile zurückgeben. In diesen Situationen muss der Hedge-Fonds über ausreichende Liquidität verfügen, um seinen Verpflichtungen nachkommen zu können.

3.6 Bewertungsrisiko

Die Bewertung der vom Hedge-Fonds gehaltenen Finanzinstrumente ist entscheidend für die Ermittlung des Ausgabe- bzw. Rückgabepreises der Fondsanteile und (daraus abgeleitet) die Berechnung der Performance. Als Quellen für die Bewertung dienen in den meisten Fällen öffentlich zugängliche Kursinformationssysteme wie Reuters² oder Bloomberg³; bei komplexen Produkten wird der Fondsmanager jedoch auf andere Methoden zurückgreifen müssen, deren Grad an Objektivität unter Umständen geringer ist.

Hierzu zählen interne Modelle (speziell bei der Bewertung von Derivaten) sowie Kursfeststellungen durch die Gegenpartei eines Geschäftes („Counterparty Quotes“). Beide Methoden sind für den Fondsanleger wenig transparent, bei letzterer können zusätzliche Probleme entstehen,^{4,5}

¹ Ein Marginkonto ist ein spezielles Konto, auf dem der Anleger seine Sicherheiten (die sog. Margins) für den Handel mit Optionen und Futures hinterlegt. Auch die aus dem laufenden Handelsgeschäft erzielten Gewinne und Verluste werden über dieses Konto abgerechnet. Je nach den Konditionen und dem Umfang der Geschäfte muss ggf. ein Mindestguthaben auf diesem Konto hinterlegt sein, um evtl. entstehende Verluste und Nachschusspflichten aus offenen Positionen jederzeit ausgleichen zu können

² Reuters: weltweit größte Nachrichtenagentur und nach Kauf durch und Vereinigung mit der kanadischen Thomson-Gruppe heißt der Konzern seit dem 17. April 2008 Thomson Reuters und hat seinen Hauptsitz in New York.

³ Bloomberg LP ist ein von Michael Bloomberg, dem derzeitigen Bürgermeister von New York City im Jahre 1981 gegründetes Informationsdienstleistungs-, Nachrichten- und Medienunternehmen mit Hauptsitz in New York.

⁴Vgl. Eichengreen, B., Mathieson, D.(1998) *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*: Washington DC, International Money Fund

⁵Vgl. Lhabitant F. (2006), *Handbook of Hedge Funds*, Weinheim, Wiley

wenn die Gegenpartei mit der Hedge-Fonds-Gesellschaft in einem Konzernverhältnis steht – hier sind Interessenskonflikte möglich, die sich zulasten des Fondsanlegers auswirken können. Umfragen unter Branchenvertretern zeigen, dass die größten Bewertungsschwierigkeiten bei folgenden Produkten gesehen werden:

- § **Illiquide Finanzinstrumente,**
- § **Komplexe Derivate,**
- § **Mortgage-Backed Securities,**
- § **Distressed Securities.**

Entsprechend stark vom Bewertungsrisiko betroffen sind jene Hedge-Fonds-Strategien, die die genannten Produkte in ihrem Portfolio halten, also Distressed Securities, Emerging Markets und Convertible Arbitrage.¹

3.7 Modellrisiko

Die Strategien der Hedge Fonds Manager unterliegen nicht nur den bereits beschriebenen Risiken, sondern unter bestimmten Umständen Risiken, welche abhängig von der angewandten Strategie ihre Funktionsfähigkeit einschränken können. Im Falle des Schlagendwerdens dieser inhärenten Modellrisiken ist das vom Fondsmanager angestrebte Rendite-/Risiko-Profil des Fonds nicht mehr erreichbar. Zunächst sind in diesem Zusammenhang die Größeneffekte zu nennen: Erreicht ein Hedge-Fonds ein bestimmtes Anlagevolumen, sind Umschichtungen des Portfolios unter Umständen nicht mehr möglich, ohne dabei den Marktpreis zu Ungunsten des Fonds zu beeinflussen – dies gilt besonders in illiquiden Märkten (Emergin Markets). Ähnliches gilt auch, wenn ein Marktsegment überwiegend von Hedge-Fonds dominiert wird, wie es zum Beispiel bei Wandelanleihen der Fall ist. Zum Größeneffekt tritt hier noch eine Abhängigkeit von regulatorischen Rahmenbedingungen dieses Marktes. Ginge hier beispielsweise das Angebot seitens der Emittenten zurück, könnte eine gleich bleibende Nachfrage seitens der Hedge-Fonds zu Preisverzerrungen führen.¹

¹Vgl. FMA 2005 Hedge-Fonds S. 64

4 Hedge Funds Strategien

Hedge Fonds sind aufgrund der sehr unterschiedlichen, weil kreativen Ansatzweise nicht einfach in Kategorien einzuteilen. Entsprechend der verfolgten Investmentstrategie lassen sich dennoch vier verschiedene Haupt-Kategorien¹ bilden, wobei allerdings die Grenzen zwischen diesen fließend und durchaus auch Mischformen verbreitet sind.

- § **Opportunistische (Direktionale) Strategien**
- § **Relative Value (Marktneutrale) Strategien**
- § **Event driven (Ereignisbezogene) Strategien**
- § **Dachfonds (Mischformen)**

Neben diesen „traditionellen“ Kategorien gibt es weitere Mischformen und sich neu entwickelnde Anlagestrategien. Noch dazu erfindet oder entwickelt nahezu jede Hedge Fonds Datenbank ein eigenes Klassifizierungsschema, andere unabhängige Aufsichtsgremien, wie des Baseler Komitee² verfolgen die einzelnen Strategien und erweitern die Einteilungen/Klassifizierungen laufend. Hedge-Fonds gehören regelmäßig zu den ersten Käufern neuartiger Finanzinstrumente und stellen somit notwendige Liquidität bereit – dies gilt für verbriefte Kredite (Mortgage-Backed Securities, Collateralised Debt Obligations u.a.) ebenso wie für exotisch anmutende Instrumente wie Wetterderivate oder Katastrophenanleihen. In den letzten Jahren ist zudem zu beobachten, dass die Grenzen zwischen Hedge-Fonds und anderen Investmentarten immer durchlässiger werden: So werden Hedge-Fonds-Manager zunehmend auch im Private Equity und auf dem Immobilienmarkt tätig und selbst im Rückversicherungsbereich sind einzelne Aktivitäten erkennbar.

¹ Vgl. CSFB/Tremont, FMA 2005 Hedge-Fonds

² Basel Committee, Banks' Interactions with highly Leveraged Institutions, 1999

Die Hedge Fonds Manager entwickeln für grundsätzlich ähnliche Strategien vollkommen unterschiedliche, proprietäre Investmentstile und Methoden, um eine Einzigartigkeit des jeweiligen Angebotes zu unterstreichen.

Damit wird auch sichergestellt, dass die Reproduktion einer erfolgreichen Strategie nicht möglich ist, oder zumindest im darauffolgenden Zeitraum einen Vorsprung darstellt. Dies begründet weiter die hohen Leistungshonorare der jeweiligen Hedge Fonds Manager.^{1,2}

4.1 Opportunistische (Direktionale) Strategien

Hierbei wird vor Allem versucht, Markttrends frühzeitig zu erkennen und auszunutzen. Preisanomalien stehen im Hintergrund und sind nicht Schwerpunkt der Analysen zur Umsetzung der Strategie. Strategien mit opportunistischem Charakter haben häufig einen globalen Aspekt und sie ziehen Bewegungen am Finanzmarkt noch am ehesten mit, verglichen mit den Hedge Fonds Strategien welche eher den Relative Value und Event Driven Strategien anzurechnen sind.^{1,2}

4.1.1 Long/Short Equity

Es handelt sich hierbei um die klassischste und bekannteste aller Hedge-Fonds-Strategien, die bereits seit mehr als 50 Jahren angewandt wird. Die Long/Short Strategien verwenden als Methode den gleichzeitigen Kauf und Verkauf (Leerverkauf) von zwei Finanzinstrumenten. Spekuliert wird somit nicht auf die absolute, sondern auf die relative Bewegung von Aktien zueinander – hierzu werden in den Augen des Fondsmanagers unterbewertete Aktien gekauft (Long-Position) und überbewertete Aktien verkauft (Short-Position). Die allgemeine Entwicklung des Aktienmarktes ist somit für die Performance des Hedge-Fonds irrelevant. Die dadurch entstandene Bezeichnung „marktneutral“, die auf manche Long/Short Strategien angewendet wird,^{1,2}

¹ Vgl. Kaiser, G.(2004): *Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlageklasse*, Wiesbaden, Gabler

² Vgl. Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

soll aber auf keinen Fall dahin gehend missverstanden werden, dass diese Strategien vollkommen risikofrei sind – lediglich das systemische Risiko wird so weit als möglich reduziert/neutralisiert und durch den bewussten Eingang von nicht systemischen Risiken ersetzt.^{1,2}

4.1.2 Global Macro

Bei dieser Strategie ist der Fondsmanager in der Wahl der Anlageklassen sehr flexibel: Neben Aktienmärkten stehen ihm in der Regel auch Anleihen-, Devisen- und Rohstoffmärkte offen. Somit kann auf fundamentale weltwirtschaftliche Entwicklungen spekuliert werden. Diese globalen Markttrends werden gesucht und zur Gewinnsteigerung genützt. Makroökonomische Analysen stützen die Investitionsentscheidungen (Top down-Ansatz) und erfordern vom Hedge Fonds Manager hohe Kenntnisse im Erkennen der Zusammenhänge und Vorgänge zwischen den verschiedenen Wirtschaftssystemen oder innerhalb eines Wirtschaftssystems eines Landes oder eines Kontinents. Das Bruttoinlandsprodukt, die Industrieproduktion, Wechselkurse oder Leistungsbilanzen werden bei diesem Ansatz intensiv studiert und prognostiziert.^{1,2}

4.1.3 Managed Futures

Managed Futures nehmen eine Sonderstellung im Bereich der Hedge Fonds Strategien ein. Es bestehen grundsätzliche Ähnlichkeiten zur Global Macro-Strategie, nur dienen diese als Anlageinstrumente börsennotierter Futures. Basierend auf der schon lange währenden Historie der Chicagoer Rohstoffbörse und den dort schon sehr bald entstandenen Termingeschäften wurden die CTA's (Commodity Trading Advisors) als Berufszweig erfunden. Diese fungieren nun als die Fondsmanager der Managed Futures. Im Vordergrund stehen nun aber nicht mehr die Termingeschäfte auf Rohstoffe, sondern Futures auf Anleihen und Aktienindizes.^{1,2}

¹Vgl. Kaiser, G.(2004): *Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlageklasse*, Wiesbaden, Gabler

²Vgl. Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

Wie bei anderen Hedge Fonds Strategien und Managern sind Derivate im Einsatz, die in dieser Strategie jedoch das Anlagemedium schlechthin darstellen. Die nötige Anlageentscheidung wird meist von einem computergesteuerten **Handelssystem** getroffen und somit die Vorgehensweise als systematisch bezeichnet.

4.1.4 Dedicated Short

Durch diese Strategie lässt sich das Marktrisiko eines Aktienportfolios mindern, indem der Fondsmanager Aktien leerverkauft (Short-Position) und damit durch fallende Aktienkurse eine positive Performance generiert. In Reinform ist diese Strategie kaum noch existent. Erst die Baisse von 2000-2003 hat diese Strategie der Anlage wieder etwas populärer gemacht. Mit einem längeren Aufwärtstrend an den Börsen nimmt die Attraktivität dieser Fonds jedoch rasch wieder ab. Mit dieser Definition bezeichnet man heute auch jene Fonds, die zwar auch Long-Positionen am Aktienmarkt halten, in ihrer gesamten Risikoposition jedoch Short ausgerichtet sind. Reizvoll ist diese Art der Strategie vor allem dadurch, dass Analysten Aktien selten als „Verkauf“ einstufen. Lediglich die Bezeichnung/Bewertung „Untergewichten“ wird oftmals herangezogen. Die bedeutet eine möglicherweise zu zurückhaltende Abstufung einer Position, wodurch Ineffizienzen auftreten können, welche durch Hedge Fonds Manager mit der entsprechenden Short Strategie ausgenützt werden kann.¹

4.1.5 Emerging Markets

Eine Variation der Global Macro-Strategie mit einem geographischen Anlage-schwerpunkt. Da in den meisten Schwellenländern „Emerging Markets“ nur wenig liquide Terminmärkte existieren, stehen dem Fondsmanager allerdings in der Regel nur Kassamarktprodukte als Investment zur Verfügung – die Anlage wird sich demnach vornehmlich auf Long-Investments oder Long/Short Strategien beschränken. Somit ist es allerdings auch schwierig,¹

¹Vgl. Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

eine klare Trennlinie zwischen Emerging Market Hedge-Fonds, Long/Short Equity Strategien und klassischen Investmentfonds mit diesem Anlageschwerpunkt zu ziehen. Bedingt durch die Limitationen in der Liquidität und der daraus resultierenden Handelseinschränkungen und einhergehenden Über- und Unterbewertungen einzelner Titel, sind das natürlich hervorragende Betätigungsfelder für Hedge Fonds Manager. Erhöhte Risiken im Kapitalverkehr und mögliche rasche Gesetzesänderungen in den Schwellenländern (siehe Pkt. 3.2. Marktrisiko) sind dabei immer einzukalkulieren.^{1,2}

4.2 Relative Value (Marktneutrale) Strategien

Bei Relative Value Strategien werden Preisineffizienzen an den Finanz- und Warenmärkten ausgenützt. Die vorherrschenden Markttendenzen werden dabei eher in den Hintergrund gedrängt. Die Bezeichnung „Marktneutral“ bedeutet aber nicht, dass kein oder weniger Risiko bei dieser Anlageform besteht, lediglich das Marktrisiko soll durch den Kauf und Verkauf von unterschiedlichen oder gleichen Wertpapieren minimiert bis neutralisiert werden.^{1,2}

4.2.1 Equity Market Neutral

Entstanden ist diese Strategie aus dem Arbitragegeschäft, dem gleichzeitigen Kauf und Verkauf identischer Aktien, um Preisdifferenzen an verschiedenen Märkten auszunutzen. Diese Kursanomalien werden durch den raschen Kauf und Verkauf binnen Stunden oder Tagen ausgenützt. Die Gewinne im Vergleich zum Umsatz sind relativ gering, da aber hunderte von Positionen gekauft und verkauft werden, entstehen die Gewinne durch die Menge an Transaktionen. Da die Aktienmärkte heute relativ effizient funktionieren und solche Preisunterschiede nur sehr selten auftreten, hat die Strategie auch Anwendung gefunden auf Bewertungsunterschiede zwischen ähnlichen Aktien (z.B. Stamm- und Vorzugsaktien desselben Unternehmens oder Aktien zweier Unternehmen aus der gleichen Branche).^{1,2}

¹Vgl. Kaiser, G.(2004): *Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlageklasse*, Wiesbaden, Gabler

²Vgl. Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

4.2.2 Fixed Income (Anleihen) Arbitrage

Ziel dieser Strategie ist es, Preisunterschiede von ähnlichen Zinsinstrumenten gewinnbringend zu nutzen. Dabei kann es sich um verschiedene Produkte handeln (Swaps und Anleihen) oder gleiche Produkte mit unterschiedlicher Laufzeit (kurz- und langfristige Zinssätze) bzw. unterschiedlicher Liquidität (kürzlich emittierte und bereits länger gehandelte Anleihen). Die Struktur dieser Geschäfte ist aber sehr komplex. Im Zuge der Strategie werden die Änderungen in Zinskurven oder Verschiebungen im Preisgefüge von Staats- und Industrieanleihen ausgenutzt um Gewinne zu erzielen. Oftmals wird diese Anlagestrategie auch als „hohe Kunst der Arbitragegeschäfte“ bezeichnet.^{1,2}

4.2.3 Convertible (Wandelanleihen) Arbitrage

Hierbei werden Bewertungsunterschiede, Preisineffizienzen zwischen Wandelanleihen und Aktien eines Unternehmens ausgenutzt. Hedge Fonds Manager gehen bei dieser Strategie auf der Anlagenseite Long (Kaufposition) und auf der Aktienseite Short (Verkaufsposition). Diese Strategie hat einen längeren Anlagehorizont und Gewinne werden meist erst nach Monaten realisiert. Zudem sind Wandelanleihen sehr komplexe Finanzprodukte und reagieren dadurch sehr unterschiedlich auf Aktienkursänderungen und Verschiebungen im Zinsniveau.^{1,2}

4.3 Event Driven (Ereignisbezogene) Strategien

Bei Event Driven Strategien, also Ereignis bezogenen Strategien stehen nicht Markttrends im Vordergrund und im Fokus des Hedge Fonds Managers, sondern besondere Ereignisse wie Fusionen und Insolvenzen einzelner Firmen oder Wirtschaftszweige. Daher existiert hier auch ein besonderes Systemrisiko, denn treten diese Ereignisse nicht auf, so sind auch keine Gewinne zu erwarten. Eine zyklische Entwicklung dieser Strategien ist daher sehr bezeichnend.^{1,2}

¹Vgl. Kaiser, G.(2004): *Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlageklasse*, Wiesbaden, Gabler

²Vgl. Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

4.3.1 Risk (M&A) Arbitrage

Diese Strategie zielt auf die Unsicherheiten bei Fusionen und den damit verbundenen Preisbewegungen bei Übernahmen, Ausgliederungen oder Zusammenschlüssen ganzer Firmen oder einzelner Firmenteilen ab. Im Zuge von solchen Ereignissen werden bei dieser Strategie Bewertungsdifferenzen zwischen den Aktien der involvierten Unternehmen ausgenutzt (z.B. Abweichungen der Marktpreise vom bekannt gegebenen Umtauschverhältnis). Hinzu kommt der häufig beobachtete Effekt, dass die Aktien einer übernehmenden Gesellschaft nach Veröffentlichung des Übernahmeangebotes tendenziell sinken und jene der Zielgesellschaft in Richtung des Abfindungsbetrages steigen. Das Zeitfenster zwischen dem Bekanntwerden und der endgültigen Besiegelung des Ereignisses (z.B.: Übernahme) ist die entscheidende Phase für den Fonds Manager. In dieser Zeit sind hohe Kursschwankungen der betroffenen Aktien die Regel und eine entsprechende Einschätzung der Entwicklung somit die Voraussetzung für eine Gewinnrealisierung.^{1,2,}

4.3.2 Distressed Securities

Mit dieser Strategie wird auf den Turnaround von Unternehmen spekuliert, die sich in finanziellen Schwierigkeiten oder einer Restrukturierung befinden. Als Anlageinstrumente kommen Aktien, Anleihen oder sonstige Verbindlichkeiten des Unternehmens in Frage. Als Voraussetzung zur Umsetzung dieser Anlagestrategie ist eine sehr gute Fach- und Branchenkenntnis von Nöten. Die Erkenntnis, dass ein Unternehmen nicht bankrottgehen wird, obwohl dies der Markt annimmt, bildet die Basis für sehr lukrative Geschäfte mit Anleihen und Aktien der betroffenen Firma/Gesellschaft.^{1,3,4}

¹Vgl. Kaiser, G.(2004): *Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlageklasse*, Wiesbaden, Gabler

²Vgl. Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

³Vgl. FMA (2005), *Hedge Fonds*

⁴Vgl. Fano-Leszczynski U. (2001), *Hedgefonds. Ein Praxishandbuch*, Wien, Manz

4.4 Dachfonds (Funds of Hedge Funds)

Im Grunde sind Dachfonds keine neue, andere Art der Strategie an sich. Dachfonds investieren in andere Fonds (traditionelle und alternative) und versuchen somit eine breitere Risikodiversifizierung zu erreichen.

Im Bereich der traditionellen Investmentfonds ist dies eher eine Randerscheinung, wenn auch in den letzten Jahren (mit Beginn der 90iger) die Zahl der Dachfonds laufend gestiegen ist. Im Bereich der alternativen Investmentformen mit den höheren Risiken ist die Risikodiversifizierung ein wesentlich beliebter Weg in dieses Segment der Anlageform vorsichtig einzusteigen und Erfahrung zu sammeln. Gesetzliche Beschränkungen in den USA (bis in das Jahr 1996¹) auf maximal 100 Investoren pro Hedge Fonds ergaben hohe Mindestinvestitionen und somit starke Limitationen am Kunden/Investorenssektor. Zahlreich gegründete Dachfonds ermöglichten zu dieser Zeit auch den Einstieg kleinerer Investoren in diese Anlageform eines diversifizierten Hedge Fonds Portfolios.²

4.4.1 Vorteile von Dachfonds

Der Dachfonds ist, im Gegensatz zu den Hedge Fonds, ein für den Investor transparenteres Vehikel. Die Überprüfung der Subfonds wird dabei dem Manager des Dachfonds überlassen, welcher dadurch die Wertschöpfung primär mit der Selektion der Identifizierung und der Bewertung der einzelnen Hedge Fonds Manager erbringt. Dieses professionelle Management ist der Schlüssel zum Erfolg der Dachfonds in der Hedge Fonds Industrie.

Dadurch können die Investoren Nachteile, welche oftmals im Informationsdefizit oder im Mindestinvestment liegen ausgeschlossen oder zumindest gemindert werden. Dieses effizientere Risikomanagement ist auch dadurch gegeben, dass quer über unterschiedlichste Finanzinstrumente, Strategien und Märkte gestreut werden kann. Ein gut strukturierter Dachfonds resultiert in einer niedrigeren Volatilität.

¹der National Securities Markets Improvement Act aus 1996 hat die Begrenzung der Investorenanzahl aufgehoben, die Beliebtheit der Dachfonds war aber ungebrochen.

²Vgl. Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

tilität und besseren Risikokennzahlen, wie z.B. Sharpe Ratio¹, wozu der Manager verschiedene Investmentstile und Strategien mit historisch niedriger Korrelation mischt.

Durch das Investment in einen Dachfonds ergeben sich auch Möglichkeiten für den Anleger, welche normalerweise einzelnen Investoren nicht mehr offen stehen. Viele der besten Hedge Fonds sind nicht nur für kleinere Anleger, sondern oft auch für jegliche neue Geldzuflüsse geschlossen. Hedge Fonds Manager wollen damit erreichen, dass bestehende Erträge ihrer Investoren durch weitere Investments verwässert werden, oder die Grenze der optimalen Kapazität nicht überschritten wird. Gute Beziehungen/Kontakte und langjährige Erfahrungen von Dachfondsmanagern ermöglichen aber auch hier Zugänge in dieses oft sehr lukrative Segment.^{3,4}

Ein Vorteil eines Dachfonds ist die interne und externe Transparenz. Wenngleich auch hier die Offenlegung der Subfonds nicht immer transparent ist, werden zumindest bei öffentlich registrierten Dachfonds einmal im Jahr im Zuge des Jahresberichtes die Investment bekannt gegeben. Ein Dachfonds wird aber auch, bedingt durch die im Vergleich zu einem durchschnittlichen Kunden viel höheren und langfristigeren Investitionen, wesentlich besser und intensiver von den Hedge Fonds Managern der Subfonds betreut und behandelt.

Dachfonds erleichtern mittel moderaten Investitionssummen auch den Einstieg in die Welt der Hedge Fonds. Im Gegensatz zu einem direkten Investment hat auch ein kleiner Investor im Bereich ab € 10.000,- durch den Dachfonds die Möglichkeit einer genügend breiten Diversifizierung.^{2,3,4,5}

¹ Sharpe Ratio, benannt nach William Sharpe, misst die Performance im Vergleich zum Risiko

² Vgl. FMA (2005), *Hedge Fonds*

³ Vgl. Fano-Leszczynski U. (2001), *Hedgefonds. Ein Praxishandbuch*, Wien, Manz

⁴ Vgl. Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

⁵ Vgl. Lhabitant F. (2006), *Handbook of Hedge Funds*, Weinheim, Wiley

Folgende Punkte fassen die Vorteile von Dachfonds zusammen:

- § **Professionelles Management**
- § **Effizientere Risikodiversifizierung**
- § **Zugang zu geschlossenen Hedge Fonds**
- § **Bessere interne und externe Transparenz**
- § **Erschwinglichkeit und Zugänglichkeit für kleiner Investoren**

4.4.2 Nachteile von Dachfonds

Die eben beschriebenen Vorteile ergeben systembedingt natürlich auch Nachteile, welche durch das Investment in einen Dachfonds berücksichtigt werden müssen. Dazu gehören vor allem die Gebühren. In Kauf genommen werden durch das Investment in einen Dachfonds bestehende Gebühren der Subfonds, aber auch zusätzlich die des Dachfonds, wodurch es zu sehr hohen Managementgebühren und Performancegebühren kommen kann. Gewinne und Erträge werden durch die entstehenden Kosten stark geschmälert.

Höher als bereits in den einzelnen Hedge Fonds Strategien vorhanden, ist das Liquiditätsrisiko. Erst wenn ein Dachfonds selbst seine Geldmittel in den Subfonds flüssig machen kann, kann der Investor sein Geld vom Dachfonds bekommen. Speziell in der aktuellen Finanzkrisensituation, war dies eines der größten Probleme für die institutionellen Anleger. Über Geldmittel konnte nicht frei verfügt werden und hohe Refinanzierungskosten sind durch nötige Kredite zur Zwischenfinanzierung entstanden.

Wie schon in den Vorteilen angesprochen, hat der Investor eines Dachfonds keinen Einfluss auf die Zusammenstellung der Subfonds. Sowohl die Entscheidung, als auch das Monitoring übernimmt der Manager des Dachfonds. Dadurch ist die Kontrolle der Risikostreuung ebenfalls nur in dieser Position. Je nach Qualität und Erfahrung des Dachfonds Managers kann dieser Vorteil auch in einen Nachteil übergehen.¹

¹Vgl. Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

Zusammenfassung der Nachteile eines Dachfonds:

- § **Doppelte/erhöhte Gebühren**
- § **Probleme der Liquidität – Liquiditätsrisiko**
- § **Fragliche Risikostreuung und keine Kontrolle aus Investoren-sicht**

4.5 Aufteilung der Volumina im Bereich Hedge Fonds

Seit Beginn der 1990er zeigen sich signifikante Verschiebungen in der Aufteilung des weltweiten Hedge-Fonds-Vermögens auf die einzelnen Strategien. Nach wie vor bildet Long/Short-Equity die größte Subgruppe mit einem Anteil von derzeit rund 25%.¹

Arbitragestrategien (Equity Market Neutral, Fixed Income und Convertible Arbitrage) sind seit 1991 am stärksten gewachsen und haben aktuell einen Anteil von 20%.

Global Macro hat hingegen an relativer Bedeutung eingebüßt: Waren 1991 noch knapp 20% in diesen Fonds veranlagt, sind es zwölf Jahre später nur noch 5%.

Gleiches gilt auch für Multi-Strategy-Fonds, was darauf hindeutet, dass sich Fondsmanager zunehmend auf einzelne Strategien spezialisieren – um eine Risikostreuung zu erzielen, werden von institutionellen Anlegern vermehrt Vermögensverwaltungs-Mandate an unterschiedliche Manager vergeben.^{2,3,4}

¹ Vgl.: FMA, CSFB/Tremont

² Vgl. Deutsche Bundesbank (2009) Finanzstabilitätsbericht, November 2009
<http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/finanzstabilitaetsberichte/finanzstabilitaetsbericht2009.pdf> (Abgefragt 23.08.2010)

³ Vgl. Credit Suisse (2010): H1 2010 Hedge Fund Industry Review
[http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/documents/H1%202010%20Hedge%20Fund%20Industr](http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/documents/H1%202010%20Hedge%20Fund%20Industry%20Review.pdf)
[y%20Review.pdf](http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/documents/H1%202010%20Hedge%20Fund%20Industry%20Review.pdf) (Abgefragt 23.08.2010)

⁴ Vgl. FMA (2005), *Hedge Fonds*

5 Risikobewertung der Hedge Fonds Strategien

Die Relevanz der einzelnen Risikoarten für die unterschiedlichen Hedge-Fonds-Strategien fasst die folgende Risikomatrix zusammen.

Risikomatrix

| | Markt- risiko | Kredit- risiko | Volatilitäts- risiko | Liquiditäts- risiko | Bewertungs- risiko |
|----------------------------------|------------------|-------------------|-------------------------|------------------------|-----------------------|
| Direktionale Hedge Fonds | | | | | |
| Long/Short Equity | hoch | gering | mittel | gering | gering |
| Global Macro | mittel | gering | gering | gering | gering |
| Managed Futures | mittel | mittel | mittel | gering | gering |
| Dedicated Short | hoch | gering | mittel | mittel | gering |
| Emerging Markets | mittel | mittel | gering | hoch | mittel |
| Marktneutrale Hedge Fonds | | | | | |
| Equity Market Neutral | gering | gering | gering | mittel | gering |
| Fixed Income Arbitrage | gering | gering | gering | gering | mittel |
| Convertible Arbitrage | mittel | gering | gering | mittel | mittel |
| Event Driven Hedge Fonds | | | | | |
| Merger Arbitrage | mittel | mittel | gering | gering | gering |
| Distressed Companies | mittel | mittel | gering | hoch | hoch |

Tabelle 1: Risikogehalt einzelner Hedge Fonds Strategien

Quelle: FMA 2005

Direktionale Hedge-Fonds-Strategien sind tendenziell risikoreicher bewertet, während Marktneutrale Hedge-Fonds geringere Risiken aufweisen.

Es stellt sich die Frage, inwieweit Hedge-Fonds-Investoren in der Lage sind, diese unterschiedlichen Risikoarten angemessen beurteilen zu können:

Während Markt-, Kredit- und Volatilitätsrisiken relativ einfach in modernen Risikomanagementsystemen abgebildet werden können, fehlen derzeit noch anerkannte Methoden zur Messung und zum Management von Liquiditäts- und Bewertungsrisiken. ¹

¹Vgl. FMA (2005), *Hedge Fonds*

Das operationelle Risiko fehlt aus gutem Grund in dieser Matrix, da dies generell auf alle Strategien zutrifft und bezogen ist, auf die Management Qualitäten der Hedge Fonds Gesellschaft an sich.

6. Risiken für den Finanzmarkt in Zusammenhang mit Hedge Fonds

Spätestens seit dem Zusammenbruch von Long-Term Capital Management¹ (LTCM) 1998 sind die Hedge Fonds ein Begriff in der breiteren Öffentlichkeit. Mit diesem massiven Ereignis ist auch den regulierenden Behörden klar geworden, dass der Finanzmarkt durch eine nahezu wenig regulierte und stark wachsende Anlageform wesentlich beeinflusst werden kann.

Nichts desto trotz darf aber nicht vergessen werden, dass der globale Investmentmarkt immer noch ein Zehnfaches Größer ist als die Summe aller in Hedge Fonds investierten Geldwerte. Dennoch sind die Hedge Fonds mit ihren hochkomplexen Strategien, welche ausgerichtet sind Unter- und Überbewertungen auszunützen oftmals ein nicht zu unterschätzender Faktor. Sie verstärken Markttrends durch die von ihnen angewandten hochspekulativen, teilweise automatisierten Methoden. Wobei hier ein zu rascher und intensiver Aufschwung ebenso ein Problem darstellen kann wie die Verstärkung eines Abschwunges der Märkte mit z.B. einem intensiven Entzug der Liquidität.

Dennoch ist seit der Jahrtausendwende und der Situation um LTCM nur unzureichend über mögliche Folgen der wachsenden Begeisterung an den alternativen Anlageformen nachgedacht worden. Grundsätzliche Regelungen auf Überregionaler Basis z.B. im Europäischen Wirtschaftsraum sind laufend durch einzelne Länder wie z.B. Irland und Großbritannien, welche traditionell starke Finanzmärkte beheimaten, wesentlich abgeschwächt worden.^{2,3,4}

¹ Situation um LTCM

² Vgl. Markus Sievers, Anlegen in Hedge Fonds S. 30ff

³ Vgl. FMA 2005, Hedge Fonds S.11f

⁴ Vgl. CAPCO (2003b) Valuation Issues and Operational Risk in Hedge Funds.

Gebeutelt durch die aktuelle Situation seit 2008 haben sich alle Gruppierungen intensiv Gedanken über die Abwendung einer Wiederholung dieser Krise gemacht. In der Anlage ist der aktuelle Entwurf der EU Kommission als Kompromissvorschlag zu finden, welcher die Umgebung und Bedingungen zur Zulassung eines Managers für alternative Investmentfonds (AIFM) vorgeben soll.

6.1 EU-Kommissionsrichtlinie - Verwalter alternativer Investmentfonds

Gerade im Hinblick auf die eben überstandene, oder im Abklingen befindliche Finanzkrise seit 2008, ist natürlich eine neutrale Betrachtung nicht ganz einfach. Nichts desto trotz sind Hedge Fonds auch als „Hechte im Karpfenteich“ zu sehen und somit eher eine Instanz am Finanzmarkt, welche durch ihre Aktivitäten unnatürlich hohe Preisunterschiede und Ineffizienzen ausgleicht.

Eine Regulierung der Hedge Fonds Gesellschaften sollte daher das Gleichgewicht zwischen der gewünschten Stabilität und einer unerwünschten Unbeweglichkeit berücksichtigen.

Aus diesem Grund versucht die EU Kommission mit einer neuen Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds die Risiken für die Stabilität des Finanzmarktes einzugrenzen. Speziell in der Richtlinie angesprochen und geregelt werden Systemische Risiken (Risiken auf der Makroebene), das innere Risikomanagement (Microebene), der Anlegerschutz, die Markteffizienz und –Integrität, sowie die Auswirkungen der Hedge Fonds Aktivitäten bei Firmenübernahmen und Gesellschaften, welche durch alternative Investment Fonds (AIF) beherrscht werden.

Dazu wird in der Richtlinie nicht die Gesellschaft an sich, sondern die Zulassung der Manager von alternativen Investmentfonds geregelt.

6.1.1 Inhalte der Richtlinie für AIFM der EU Kommission

Zweck dieser Richtlinie ist es, natürlichen und juristischen Personen, welche mit der Verwaltung und Administration alternativer Investmentfonds betreut sind, durch harmonisierte Anforderungen einen Bewegungsspielraum zu geben, der die Risiken im Sektor des globalen Finanzsystems minimiert. Die Definition der

angemessenen Regulierung und Aufsicht war dabei sicherlich die schwierigste Aufgabe, da die Standpunkte der einzelnen Mitgliedsländer unterschiedlicher nicht sein könnten. Die aktuelle Finanzkrise hat jedoch dazu beigetragen, dass dieser Versuch einer Regulierung neuen Schwung bekommt. Vorhergehende Versuche sind immer wieder am Veto einzelner Staaten gescheitert, oder sind soweit verschwommen gestaltet worden, dass das Ergebnis bei weitem zu keiner klaren Aussage oder Definition einer eindeutigen Regulierung kam.

Am Beginn des Vorschlages werden die Gründe der Einführung der Richtlinie nochmal konkretisiert¹:

(1) Die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) verwalten einen erheblichen Teil aller Anlagen in Europa, sind in beträchtlichem Umfang am Handel mit Finanzinstrumenten beteiligt und können die Märkte und Unternehmen, in die sie investieren, erheblich beeinflussen.

(2) Auch wenn die Märkte, auf denen AIFM operieren, zumeist von deren Tätigkeit profitieren, haben die jüngsten Schwierigkeiten auf den Finanzmärkten doch gezeigt, wie die Geschäfte von AIFM auch dazu beitragen können, Risiken über das Finanzsystem zu verbreiten oder zu verstärken. Unkoordinierte nationale Maßnahmen zur Eindämmung dieser Risiken erschweren ein wirksames Risikomanagement. Um in Bezug auf diese Risiken und deren Folgen für Anleger und Märkte in der Gemeinschaft ein kohärentes Vorgehen zu gewährleisten, sollen in dieser Richtlinie gemeinsame Anforderungen für die Zulassung und Beaufsichtigung von AIFM festgelegt werden.

(3) Die jüngsten Schwierigkeiten auf den Finanzmärkten haben gezeigt, dass viele Anlagestrategien der AIFM für Anleger, andere Marktteilnehmer und Märkte mit verschiedenen großen Risiken verbunden sein können.

¹ Auszug der ersten 3 Absätze aus: Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG

Zur Erreichung umfassender gemeinsamer Aufsichtsregelungen muss ein Rahmen geschaffen werden, mit dem diesen Risiken unter Berücksichtigung der unterschiedlichen AIFM-Anlagestrategien und -techniken entgegengewirkt werden kann. Diese Richtlinie sollte folglich für AIFM gelten, die das gesamte Spektrum der nicht unter die Richtlinie 2009/.../EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (Neufassung)fallenden Fonds verwalten und vertreiben, wobei keine Rolle spielt, in welcher rechtlichen oder vertraglichen Form ein AIFM mit dieser Aufgabe betraut ist. Eine Zulassung im Rahmen dieser Richtlinie sollte AIFM nicht dazu berechtigen, OGAW im Sinne der Richtlinie 2009/.../EG zu verwalten.

In den nachfolgenden Kapiteln des Vorschlages werden die Inhalte und Rahmenbedingungen der Richtlinie definiert. Als einfache Zusammenfassung sind nachfolgend die wesentlichen Punkte zusammengefasst. Die genauen Wortlaute können in dem, im Anhang befindlichen Vorschlag nachgelesen werden.¹

Allgemeine Bestimmungen

In den allgemeinen Bestimmungen werden die Gegenstände der Regelung, die Anwendungsbereiche der Richtlinie sowie die Begriffsbestimmungen dargelegt. Als gegenständlich für diese Richtlinie werden bezeichnet: die Zulassung, die laufende Tätigkeit und die Transparenz der Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM). Wobei im Anwendungsbereich definiert wird, dass die Richtlinie für alle Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) mit Sitz innerhalb der Gemeinschaft gilt, jedoch davon unabhängig der alternative Investmentfonds (AIF) nicht seinen Sitz innerhalb der Gemeinschaft haben muss. Auch nicht wesentlich ist, ob der AIFM seine Dienste direkt erbringt oder an einen Dritten weitergegeben/übertragen hat. Auch die rechtliche Struktur des AIFM ist nicht maßgebend.

¹Vgl. Europäische Kommission, Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTES UND DES RATES über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG

Sehr wichtig für die Anwendung der Richtlinie ist der Hintergrund, dass diese nicht geltend gemacht wird für AIFM, welche Vermögenswerte verwalten, die einschließlich Hebeleffekte einen Wert von insgesamt 100 Mio. EUR nicht überschreiten. Des Weiteren sind nicht hebelfinanzierte AIF bis zu 500 Mio. EUR ebenfalls nicht betroffen, wenn kein Kündigungsrecht in den ersten 5 Jahren nach Konstituierung besteht oder ausgeübt werden kann.

Weitere Gründe die gegen eine Anwendung dieser Richtlinie sprechen sind auch dann gegeben, wenn etwaige Gesellschaften oder Manager zwar einen Sitz in der Gemeinschaft haben, aber in der Gemeinschaft keinen Verwaltungsdienst für AIF erbringen oder keine AIF in der Gemeinschaft vertreiben.

In den Begriffsbestimmungen werden noch Einschränkungen und Querverweise zu bestehenden Definitionen und Richtlinien der Gemeinschaft vorgegeben. Ebenso erfolgt hier unter anderem die Klarstellung genauer Grenzen für professionelle Anleger oder Kleinanleger.¹

Zulassung eines AIFM

In diesem Abschnitt werden die Pflicht einer Zulassung, das Zulassungsverfahren mit den entsprechenden Voraussetzungen, sowie die Mitteilungspflicht einer Änderung beim Zulassungsumfang beschrieben. Auch der Verlust einer Zulassung durch Entzug ist definiert.

Die Zulassungspflicht gilt auch für AIFM, die nicht in dieser Richtlinie angesprochen werden (zu kleines Handels-Volumen), aber einen Sitz in der Gemeinschaft haben. Daher ist in solchen Fällen eine innerstaatliche Regelung im jeweiligen Mitgliedsstaat der Gemeinschaft erforderlich. Einschränkungen bezüglich Zulassung nach einzelnen, bestimmten Arten oder allen AIF sind unwesentlich und nicht relevant.¹

¹Vgl. Europäische Kommission, Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTES UND DES RATES über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG

Des Weiteren kann ein Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) auch gleichzeitig als Verwaltungsgesellschaft oder Investmentgesellschaft auftreten und dementsprechend in der Gemeinschaft nach OGAW¹ Richtlinien zugelassen sein.

Im Zuge des Zulassungsverfahrens muss der beantragende AIFM die Namen der Gesellschafter und Anteilseigner mit den Höhen der Beteiligungen mitteilen. Wobei hier nicht relevant ist, ob direkte oder indirekte Beteiligungen bestehen oder die Eigner und Gesellschafter natürliche oder juristische Personen sind.

Ebenso wird ein Geschäftsplan/Businessplan eingefordert, der auch Informationen über die Art der Erfüllung der AIFM Pflichten in Bezug zu Verhaltensregeln und Transparenz beinhaltet. Bezüglich der betreuten und zu vertreibenden AIF werden Daten zu den Charakteristika und Satzungen abgefragt, die daraufhin auch Aufschlüsse geben müssen, wie die Vermögenswerte der AIF verwahrt werden. Vereinbarungen mit Dritten über die Übertragung von Verwaltungsdiensten sind genauso zu erbringen.

Die Prüfung des Antrages auf die Zulassung erfolgt im jeweiligen Herkunftsmitgliedstaat und die danach erteilte Zulassung gilt im gesamten Bereich aller Mitgliedstaaten. Nach erfolgter Zulassung ist die Erbringung der Leistung ohne zeitliche Verzögerung möglich. Wie die genaue Beurteilung erfolgt, ob der AIFM in der Lage ist, die Bedingungen der Richtlinie zu erfüllen ist nicht definiert.

Lediglich erfolgt keine Zulassung, wenn eine wirksame Wahrnehmung der Aufsichtsfunktion des Herkunftsmitgliedstaates verhindert wird. Durch Rechtsvorschriften oder durch Umsetzungsprobleme der Vorschriften in einem Drittland, welches für einen Anteilseigner oder direkt für den AIFM zuständig ist, könnte dies eintreten.

Änderungen jeglicher Art gegenüber dem Antrag im ursprünglichen Zulassungsverfahren müssen im Vorfeld vom AIFM an die Behörden in seinem Herkunftsmitgliedstaat herangetragen werden.

¹ VGL. Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)

Natürlich kann die Zulassung auch entzogen werden, wenn der AIFM systematisch oder schwerwiegend gegen die Bestimmungen zur Umsetzung der Richtlinie verstößt. Falsche Angaben oder der Wegfall von Kriterien des Antragstellers sind ebenfalls Gründe zum Entzug der Zulassung.

Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit

Zu den Bedingungen für die Ausübungen werden die Wohlverhaltensregeln, Eigenkapital- sowie organisatorische Anforderungen und das Übertragen von AIFM Aufgaben gezählt.

Unter dem Begriff Wohlverhaltensregeln werden vor allem die AIFM aufgefordert im Interesse der AIF Anleger zu handeln und die Satzungen der AIF einzuhalten. Weiterführende Durchführungsbestimmungen, welche von der Kommission noch festgelegt werden, enthalten Kriterien für zuständige Behörden zur besseren Kontrolle der AIFM Verhaltensregeln. Ein wesentlicher Punkt der Bedingungen zur Ausübung der Tätigkeit ist die Vermeidung aber auch der Umgang mit Interessenskonflikten von AIFM und deren Mitarbeitern, wenn dieser nicht vermeidbar erscheint. Auch hier werden die Richtlinien noch von zusätzlichen Durchführungsbestimmungen ergänzt. Da offenbar damit gerechnet wird, dass Interessenskonflikte auftreten, ist die systematische Offenlegung dieser Problematik gegenüber den Anlegern wesentlich für die Kommission.

Im Bereich des Risikomanagements fordert die Kommission in der Richtlinie eine klare Trennung zum Portfoliomanagement. Gefordert werden im Bezug zum Risikomanagement auch entsprechend angewandte Systeme, die jährlich überprüft und den Anlagestrategien und dem Risikoprofil des AIF angepasst sein müssen. Dazu werden regelmäßig dokumentierte Due Diligence-Prüfungen^{1,2} gefordert.³

¹ **Due Diligence (DD)**, bekannt als „Sorgfaltspflicht“ (z.B. von Banken), bezeichnet die „gebotene Sorgfalt“, mit der beim Kauf bzw. Verkauf von Unternehmensbeteiligungen oder Immobilien oder einem Börsengang das Objekt im Vorfeld der Akquisition oder des Börsengangs geprüft wird. **Due-Diligence-Prüfungen** analysieren Stärken und Schwächen des Objekts sowie die Risiken des Kaufs oder Börsengangs, und sie bewerten das Objekt

²Vgl. Hölscher, L./Nestler, A./Otto, R.(2007) : *Handbuch Financial Due Diligence*, Weinheim,Wiley

³Vgl. Europäische Kommission, Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG

Im Zuge des Risikomanagements sind auch laufende, dem Risikoprofil entsprechende Stresstests¹ durchzuführen und zu dokumentieren.

Solche Stresstests werden auch im Bereich des Liquiditätsmanagements gefordert, die in ein System zur Darlegung des notwendigen Bedarfes im Rahmen von normalen aber auch außergewöhnlichen Liquiditätsbedingungen münden sollen. Die jeweiligen Anforderungen im Risiko- und Liquiditätsmanagement werden speziell für AIF benötigt, welche häufiger als im sechs monatigen Rhythmus Anteile zurücknehmen. Als zentraler Punkt in den Bedingungen für die Ausübung wird die Eigenkapitalausstattung gesehen. Eigenmittel von mindestens 125.000,- EUR sind notwendig um als AIFM aktiv zu werden. Sollten die Werte im AIF-Portfolio des AIFM 250 Mio. EUR übersteigen, so sind für die Werte über 250 Mio. EUR 0,02% des Betrages zu den Eigenmitteln zusätzlich eingebracht werden². Organisatorisch muss der AIFM dafür sorgen, dass genügend Ressourcen zur Erbringung der Verwaltungstätigkeiten zur Verfügung stehen. Hervorgehoben werden dabei die Bewertung der vermögenswerte und die Berechnung des Nettoinventarwertes. Wobei hier die geltenden Vorschriften des Landes zu berücksichtigen sind, in dem der AIF seinen Sitz hat. Als geeignete Verwahrstelle, zur Entgegennahme und Verbuchung sämtlicher Zahlungen definiert die Kommission ein Kreditinstitut mit Sitz in der Gemeinschaft.^{3,4}

¹ Durch Stresstests soll ermittelt werden, mit welcher Wahrscheinlichkeit ein vorher festgelegter Verlust oder Gewinn in Portfolios eintritt, mit welcher Wahrscheinlichkeit ein Unternehmen insolvent wird (siehe Deterministische Simulationsmodelle als Insolvenzprognoseverfahren) und/oder in welchem Umfang das Unternehmen Eigen- oder Geldmittel bereithalten muss, um etwaige Auszahlungen gewährleisten zu können.

Vgl. Mark Schieritz: Restrisiko Staatspleite. - *Der Stresstest zeigt: Europas Banken sind sicher, solange die Pleite eines Landes verhindert wird*, Zeit online. 07/ 2010.

² Unbeschadet der in Unterabsatz 1 und 2 festgelegten Anforderungen müssen AIFM stets über Eigenmittel in Höhe von mindestens dem in Artikel 21 der Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten (Neufassung) geforderten Betrag verfügen.

³ Vgl. ABI L 177 vom 30.6.2006, S.201

⁴ Vgl. Europäische Kommission, Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTES UND DES RATES über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG

Wobei auch eine klare Trennung zwischen den Aufgaben des AIFM und der Verwahrstelle vorgegeben ist.

Möchte der AIFM Aufgaben an Dritte übertragen, so sind Bedingungen bezüglich Kreditwürdigkeit oder eben auch eine Zulassung als AIFM zu erfüllen. Ein Übertrag der Aufgaben bedingt auch eine vorherige Zustimmung der betreffenden Behörde des Herkunftsmitgliedstaats.

Transparenz Anforderungen

Einer der problematischsten Punkte im Bereich der Themen rund um die Hedge Fonds ist die fehlende oder unzureichende Transparenz. In der Richtlinie werden in den Artikeln 19-21 zumindest Grundregeln zu einer systematischen Offenlegung der Aktivitäten eines AIFM rund um die von ihm verwalteten AIF definiert. So wird pro verwaltetem AIF im Geschäftsjahr ein Jahresbericht gefordert, der eine Bilanz mit weiterführenden Aufstellungen zu Erträgen, Aufwendungen und einen umfassenden Bericht über die Tätigkeiten beinhalten muss. Dazu hat der AIFM vier Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres Zeit. Auch ist eine Prüfung der gegebenen Berichte definiert.

Gegenüber den Anlegern ist auch vorgesehen, dass vor der Investition in einen AIF Erläuterungen über die Anlagestrategie und Ziele des AIF gegeben werden müssen. Im Zuge dieser Erläuterungen sind auch die Verwahrstelle, die Möglichkeiten zur Änderung der Strategie, aber auch Vergaben der Aufgaben an Dritte zu nennen. Neben den anfallenden Kosten sollen auch Ungleichbehandlungen, sofern vorhanden¹, erläutert und dem Anleger zur Kenntnis gebracht werden. Wichtig ist dabei auch die laufende Information über die Regelungen zur Liquidität der AIF – Anlagen und deren Schwere bezüglich einer möglichen Liquidierung dieser. Ebenso muss das Risikoprofil laufend angepasst und mitgeteilt werden.

¹ Grundsätzlich darf kein Anleger eine Vorzugsbehandlung erhalten, es sei denn, diese ist in den Vertragsbedingungen oder in der Satzung des AIF vorgesehen. Artikel 10 S.27.
Vgl. Europäische Kommission, Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG

Der AIFM hat die Verpflichtung die zuständigen Behörden seines Herkunftsmitgliedstaates regelmäßig über die wichtigsten Märkte und Instrumente zu unterrichten, auf bzw. mit denen er im Namen des von ihm verwalteten AIF handelt. Zusammengefasste Informationen zu den wichtigsten Instrumenten, mit denen der AIFM handelt, sind zu liefern. Ähnlich den Berichten für die AIF Anleger sind Risikoprofile zu erstellen und laufend, zumindest aber mindestens vier Monate nach Geschäftsjahresabschluss zu übergeben.

Pflichten von AIFM, die bestimmte Arten von AIF verwalten

In diesem Abschnitt der Richtlinie wird speziell auf AIFM eingegangen, die AIF verwalten, welche entweder Hebel-finanziert sind oder durch einen oder mehrere AIF mehr als 30% eines Emittenten oder eines nicht börsennotierten Unternehmens mit Sitz in der Gemeinschaft erwerben.

Auch dieser Abschnitt beschäftigt sich insbesondere mit der Transparenz gegenüber den Anlegern und den Behörden. Hebel-finanzierte Geschäftsfälle müssen klar deklariert werden und der Umfang, die gegebenen Garantien als auch die mögliche Wiederverwendung von Finanzsicherheiten im Rahmen der Hebel-finanzierungen sind detailliert auch gegenüber den Behörden offen zu legen. Die Mitgliedsstaaten haben sicher zu stellen, dass die gegebenen Informationen auch anderen zuständigen Behörden in anderen Mitgliedsstaaten, im Falle einer notwendigen aufsichtsbehördlichen Zusammenarbeit, zugänglich gemacht werden. Dadurch soll sichergestellt werden, dass notwendige Maßnahmen rasch getroffen werden können, die die Stabilität und Integrität des Finanzsystems gewährleisten. In Ausnahmefällen ist es den Mitgliedsstaaten erlaubt, kurzfristig Begrenzungen der Hebel-finanzierungen eines AIFM einzusetzen.

Neben den Hebel-finanzierungen wird auch der Umgang mit AIFM mit beherrschendem Einfluss auf Unternehmen angesprochen. Dabei ist vor allem die Mitteilung des Erlangens des Einflusses (mit den entsprechenden Stimmrechten) aber auch die Informationspflicht gegenüber dem Emittenten im Focus der Richtlinie. Inhaltlich werden speziell Interessenskonflikte angesprochen und genaue Informationen über den AIFM oder die AIFM (sollte eine gemeinsame Vereinba-

rung mit anderen AIFM zur Übernahme von mehr als 30% der Anteile getroffen worden sein).

Erbringung von verwaltungs- und Vertriebsdiensten durch AIFM

Nach Erlangung einer Zulassung kann ein AIFM Anteile eines AIF im Herkunftsmitgliedstaat an professionelle Anleger vertreiben, wenn er über den AIF die nötigen Informationen in einem Meldeschreiben zukommen lässt. Die zuständige Behörde erteilt im Falle einer entsprechenden Einreichung die Zulassung für diesen speziellen AIF. Demnach muss für jeden AIF eine separate Meldung erfolgen. Zur Zulassung an Kleinanleger kann es kommen, wenn die Behörden eines Mitgliedstaates dies ermöglichen. Eine generelle Zulassung über die gesamte Gemeinschaft ist nicht vorgesehen. Möchte der AIFM nicht nur in seinem Herkunftsland den Vertrieb an professionelle Anleger oder Kleinanleger beantragen, so durchläuft er das Prozedere pro Staat erneut.

Der Wunsch zur Erbringung von Verwaltungsdiensten in einem Staat der Gemeinschaft ist nicht an eine Zweigniederlassung gebunden, bedarf aber wiederum eines separaten Antrages in dem betreffenden Staat der Gemeinschaft, sowie sofortiger Mitteilung einer möglichen Veränderung der Einreichunterlagen. Gesonderte Auflagen zu den Verwaltungsdiensten sind nicht vorgesehen, jedoch muss der AIFM natürlich in seinem Herkunftsland diese Dienstleistung erbringen dürfen.

Spezifische Vorschriften in Bezug auf Drittländer

Sollte der AIFM Anteile eines AIF mit Sitz in einem Drittland, außerhalb der europäischen Gemeinschaft, vertreiben wollen, so ist dies nur möglich, wenn dieser Staat eine Vereinbarung unterzeichnet hat, die den Normen gemäß des Artikels 26 des OECD- Musterabkommens¹ entspricht.

¹ Vgl. OECD Homepage:

http://www.oecd.org/document/29/0,3343,de_34968570_34968855_42362141_1_1_1_1,00&&en-USS_01DBC.html

Vgl. Europäische Kommission, Vorschlag für eine RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG

Gleichlaufend werden Regelungen definiert, die regeln, wie ein AIFM administrative Tätigkeiten, oder Bewertungsaufgaben an Unternehmen in Drittändern weitergeben kann. Die Voraussetzung ist jeweils das Vorhandensein einer entsprechenden Vereinbarung mit dem Herkunftsland des AIFM und die nötige Kontrolle durch entsprechende Behörden, welche zumindest einen gleichwertigen Standard bieten.

Im Zuge der Übertragung von Verwahrungsaufgaben eines AIF mit Sitz in einem Drittland werden zusätzliche Auflagen definiert, die sicherstellen, dass eine gleichwertige Absicherung bezüglich Haftung und Verhinderung von Geldwäsche oder Terrorismus gewährleistet sind.

Einer Zulassung eines AIFM mit Sitz in einem Drittland ist ebenfalls möglich, jedoch sind hier zusätzliche Vorgaben in Bezug auf effektiven Marktzugang für AIFM aus den Mitgliedsstaaten definiert. Auch der Informationsfluss über den AIFM im Drittland ist vorgegeben, so dass im Sinne des Anlegerschutzes die notwendigen und vor allem gleichwertigen Kontrollen durch die Behörden ermöglicht werden.

Zuständige Behörden

Wie schon speziell in den Bereichen für die Zulassung der AIFM und der Zulassung für den Vertrieb der Anteile von AIF beschrieben, sind die nötigen Behörden der Mitgliedstaaten ein wesentlicher Teil dieser Richtlinie. Die zuständigen Behörden sind zu benennen und über deren jeweiligen Befugnisse oder Zuständigkeiten ist zu berichten. Wesentlich ist dabei die klare Definition der Befugnisse und der möglichen Sanktionen, welche im Falle eines Verstoßes notwendig werden und umgesetzt werden müssen.

Dass die Finanzwelt und deren Teilnehmer grundsätzlich länderübergreifend tätig sind und entsprechend rasch auch Möglichkeiten zu grenzüberschreitenden Angeboten von AIF entwickelt haben, ist keine Neuigkeit, welche durch die Finanzkrise aufgekommen ist.

Daher ist die Zusammenarbeit der verschiedenen Behörden, welche in der Richtlinie definiert werden, umso wichtiger. Der rasche Austausch der Informationen

mit Bezug auf potentielle systemische Gefahren ist essentiell und einer der wichtigsten Punkte dieser Kommissions-Richtlinie. Eine Möglichkeit die hier geschaffen wurde: ein direkter Zugang der ersuchenden Behörde aus einem Mitgliedstaat in die Ermittlung betreffend der Geschäfte eines AIFM, bis hin zur Übernahme dieser Überprüfung ist generell positiv zu sehen. Dadurch ist gewährleistet, dass Informationen rasch den ermittelnden Behörden zukommen und dementsprechende Maßnahmen unmittelbar getroffen werden können.

Sollte unter den Behörden Uneinigkeit bezüglich der Vorgehensweise oder den Sanktionen herrschen, so ist ein Schlichtungsverfahren der europäischen Wertpapierregulierungsbehörde (CESR¹) einzuleiten.

Übergangs und Schlussbestimmungen

In den Schlussbestimmungen werden noch festgehalten: eine zweijährige Frist, nach der die Richtlinie evaluiert werden soll und die Kommission die Anwendung und Geltungsbereiche überprüft. Folgend wird bestimmt, dass bereits bestehende AIFM, welche zum Zeitpunkt der Umsetzung der Richtlinie bereits aktiv sind, innerhalb eines Jahres den Inhalten der Richtlinie nachkommen müssen und einen Antrag auf Zulassung stellen müssen.

Die Mitgliedstaaten entsprechende Rechts- und Verwaltungsvorschriften in Kraft setzen, wodurch die Inhalte der Richtlinie umgesetzt werden können.

6.1.2 Regulierungsbestrebungen in den Vereinigten Staaten von Amerika

In einem telefonischen Interview mit einem Mitarbeiter von HSBC², Joel S. NYC wurden die Regulationsbestrebungen der SEC³ in Bezug auf die Richtlinien der EU Kommission hinterleuchtet. Im Gegensatz zu den europäischen Bestrebungen zielen die Ansätze der amerikanischen Regulierungsbehörden

¹ CESR, ein unabhängiges Komitee der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden, <http://www.cesr-eu.org/>

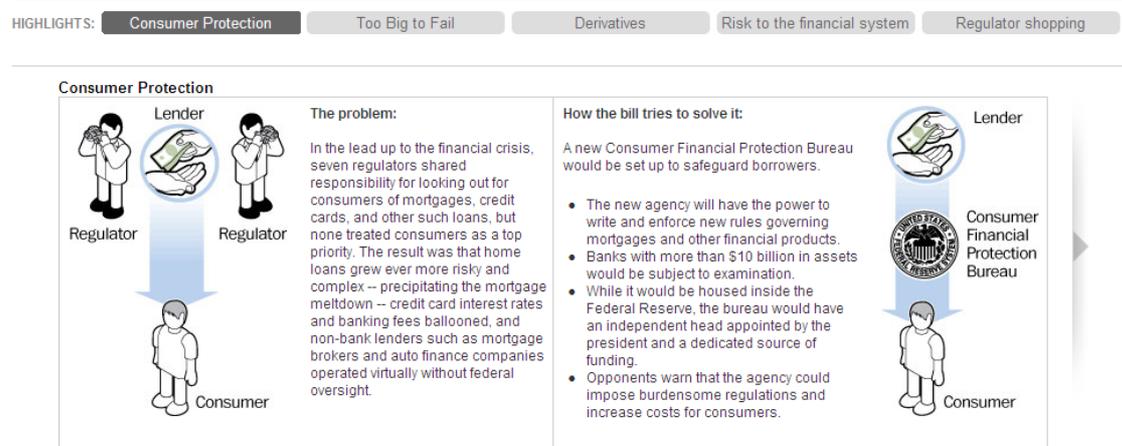
² HSBC, Vgl. <http://www.hsbc.com/1/2/about>

³ SEC (U.S. Securities and Exchange Commission): Vgl. <http://www.sec.gov/index.htm>

nicht auf die Einführung von Richtlinien für Verwalter alternativer Investmentfonds ab, sondern versuchen in erster Linie die Sicherheit der Finanzmarktteilnehmer zu gewähren.

In diesem Sinne sind auch die sehr vereinfachten Erklärungen der Washingtoner Post zu sehen, welche in einzelnen Schritten den Umfang der Regulierung erklären sollen.

Consumer Protection¹



SOURCE: Staff Reports; Graphic by Alberto Cuadra and Sisi Wei - The Washington Post, May 21, 2010

© 2010 The Washington Post Company

Abbildung 1: Consumer Protection

Quelle: Washington Post Homepage

Hierbei soll die Vereinheitlichung der Kontrollorgane in eine neue Organisation, dem Consumer Financial Protection Bureau, eine unabhängige und schlagkräftige Einheit bilden, welche die Prüfung der Finanzmarktteilnehmer übernimmt.

Too Big to fail¹

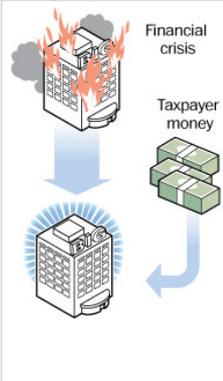
Eine Problematik, welche weltweit intensiv diskutiert wird und eines der größten Probleme im Umgang mit Unternehmen in Finanzkrisen darstellt. Durch die

¹Vgl. Washington Post Company (2010), Reinventing financial regulation

Einbindung der Federal Deposit Insurance Corp. erhofft man sich eine Rückfalls ebene, welche eine gezielte Behandlung der Finanzproblematiken ermöglicht und auch im Falle einer Liquidierung des Unternehmens regulierend eingreift. Zusätzlich werden höhere Grenzen zur Definition einer Mindesteigenkapitalquote eingeführt.

HIGHLIGHTS: Consumer Protection **Too Big to Fail** Derivatives Risk to the financial system Regulator shopping

Too Big to Fail

| | | |
|--|---|--|
|  | <p>The problem:</p> <p>When large financial firms began to falter in 2008, federal officials faced an unenviable choice: let these companies fall into a messy and drawn-out bankruptcy, which would upend markets around the world, or use taxpayer money to bail them out. Lehman Brothers was allowed to fail and the result was nearly a worldwide depression, while American International Group was bailed out by the government with nearly \$200 billion in loans, investments and guarantees.</p> | <p>How the bill tries to solve it:</p> <ul style="list-style-type: none"> • The government will be given the power to seize and close down large failing firms in an orderly fashion, just as the Federal Deposit Insurance Corp. can shut down ordinary banks that run into trouble. • The Treasury, FDIC and the Fed would agree to seize and liquidate a faltering company, and the FDIC would close it down. • Shareholders and unsecured creditors would bear losses, and management would be removed. • In addition, a new council of regulators could recommend that large, complex companies hold more capital to cover potential losses. |
|--|---|--|

SOURCE: Staff Reports; Graphic by Alberto Cuadra and Sisi Wei - The Washington Post, May 21, 1010

© 2010 The Washington Post Company

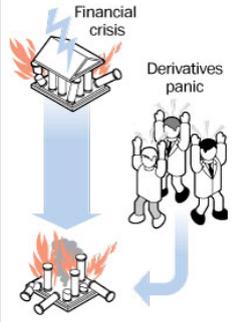
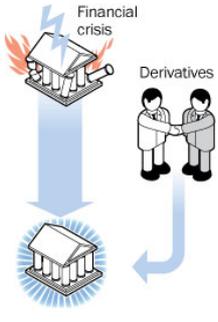
Abbildung 2: Too Big to Fail

Quelle: Washington Post Homepage

Derivatives ¹

Eingeführt wird dazu eine Clearinggesellschaft, welche den Handel mit den Derivaten kontrollieren soll. Die Abwicklung von Finanzgeschäften über eine zentrale Clearinggesellschaft hat verschiedene Gründe. So kann diese zentrale Gesellschaft nicht nur Aufträge bündeln und so Kosten reduzieren, sondern soll vor allem zur Risikominimierung beitragen. Dazu wird von Clearinghäusern ein stark ausgeprägtes Risikocontrolling betrieben.

¹Vgl. Washington Post Company (2010), Reinventing financial regulation

| Derivatives | |
|---|---|
|  | <p>The problem:</p> <p>The market for financial derivatives -- essentially bets on the future price of something else -- exploded in recent years, growing into a \$600 trillion industry largely without federal oversight. When the financial crisis hit, investors panicked because they didn't know whether parties on the other side of the bets would be able to pay. This uncertainty amplified the upheaval, because thousands of firms were bound together in a disastrous web of potential defaults.</p> |
|  | <p>How the bill tries to solve it:</p> <ul style="list-style-type: none"> Nearly all derivatives deals will have to be conducted through central clearinghouses, so investors can be confident about settling their bets, and firms will have to raise money to cover any unexpected losses. In addition, most derivatives would be traded on public exchanges, not in private side deals. A few exceptions would be granted for special derivatives contracts. Large Wall Street banks will have to spin off some of their trading of derivatives. |

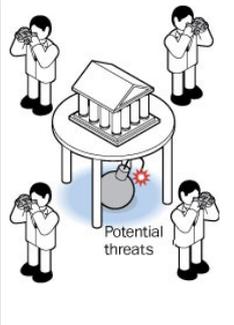
SOURCE: Staff Reports; Graphic by Alberto Cuadra and Sisi Wei - The Washington Post, May 21, 1010

© 2010 The Washington Post Company

Abbildung 3: Derivatives

Quelle: Washington Post Homepage

Risk to the financial system¹

| Risk to the global financial system | |
|---|---|
|  | <p>The problem:</p> <p>Ahead of the crisis, there was no agency in the government responsible for monitoring the financial system as a whole and looking for potential threats to its health. So officials were largely blind to potential time bombs such as insurance giant AIG, which had grown so large and interconnected with other companies that its collapse in September 2008 put the global economy in jeopardy.</p> |
|  | <p>How the bill tries to solve it:</p> <ul style="list-style-type: none"> A Financial Services Oversight Council, composed of a handful of existing regulators and chaired by the Treasury secretary, will be set up as an early warning system. The council will seek to identify systemic risks posed by large, complex financial firms, as well as focus attention on certain practices and products that magnify risks facing multiple companies. It could also encourage regulators to tighten rules for companies that grow so big or interconnected that they threaten the nation's financial stability. |

SOURCE: Staff Reports; Graphic by Alberto Cuadra and Sisi Wei - The Washington Post, May 21, 1010

© 2010 The Washington Post Company

Abbildung 4: Risk to the financial system

Quelle: Washington Post Homepage

Diese Frühwarneinrichtung soll systemische Risiken ehestmöglich erkennen und

¹Vgl. Washington Post Company (2010), Reinventing financial regulation

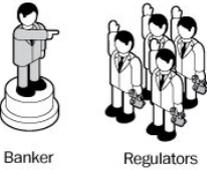
zusätzlich eine Überwachungseinheit für zu schnell wachsende und vernetzte Finanzunternehmen darstellen. Spezielle Praktiken, wie Leerverkäufe (so genanntes „Short selling“) sind durch diese Einheit zu überwachen. Beim Erkennen eines erhöhten Risikos für die Stabilität des Finanzmarktes ist es ebenso eine Aufgabe dieses Kontrollorgans, regulierend einzuschreiten und Vorkehrungen gegen negative Auswirkungen zu treffen.

Regulator shopping¹

Eine in anderen Staaten unübliche Gebräuchlichkeit in den Vereinigten Staaten war, dass die Finanzunternehmen eine Wahl treffen konnten, durch welche Behörde eine Prüfung und Kontrolle erfolgte. Durch eine bessere Abtrennung der Aufgaben der einzelnen Prüf- und Kontrollbehörden sollten durch die neue Regulierung nun klare Zuständigkeiten geschaffen worden sein. Eine Suche nach dem besten Prüfer, gesteuert durch das jeweilige Unternehmen wäre dadurch also nicht mehr möglich und eine konstante Prüfungsqualität gewährleistet.

HIGHLIGHTS: Consumer Protection Too Big to Fail Derivatives Risk to the financial system **Regulator shopping**

Regulator shopping

| | | |
|---|---|--|
|  <p>Banker</p> <p>Regulators</p> | <p>The problem:</p> <p>Financial firms have been able to shop around for a regulator that gives them the best deal. This practice, called regulatory arbitrage, has been possible because of a patchwork system of agencies with overlapping jurisdiction. In some cases, regulators don't have the expertise or staffing to keep tabs on the firms they end up with. These failings have been most visible with the Office of Thrift Supervision, which sought to recruit banks under its umbrella and then suffered some of the largest bank failures of the financial crisis.</p> | <p>How the bill tries to solve it:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Clearer lines of responsibility would be established, reducing the chance for arbitrage. • The Fed, FDIC and Office the Comptroller of the Currency would each have jurisdiction over different types of banks, with the FDIC, for instance, regulating state banks while the OCC would be responsible for national ones. • The Office of Thrift Supervision will be eliminated. • Opponents warn, however, that confusion will continue because the number of regulators was streamlined further.  <p>One regulator</p> <p>Banker</p> |
|---|---|--|

SOURCE: Staff Reports; Graphic by Alberto Cuadra and Sisi Wei - The Washington Post, May 21, 1010

© 2010 The Washington Post Company

Abbildung 5: Regulator shopping

Quelle: Washington Post Homepage

¹Vgl. Washington Post Company (2010), Reinventing financial regulation

Generell versuchen die Vereinigten Staaten von Amerika bestehende Lücken in ihrem Überwachungssystem zu schließen. Organisatorisch wurde die amerikanische SEC durchleuchtet und an die heutigen Anforderungen angepasst. Durch die erweiterten Möglichkeiten und den zusätzlichen Mitteln, welche nach der Finanzkrise bereitgestellt wurden, konnte die nationale Behörde auch neue Einheiten/Divisionen gründen. Mit der neuen Einheit für Risk, Strategy and Financial Innovation werden langfristige Wirtschaftsanalysen und Risikobewertungen durchgeführt, welche der SEC dann zur weiterfolgenden Identifizierung von problematischen Trends und Entwicklungen verhelfen soll. Bedingt durch diese, in der Vergangenheit oftmals übersehenen Bewegungen am Finanzmarkt konnten die Behörden nicht rechtzeitig regulierend eingreifen. Systemische Risiken¹ wurden nahezu gänzlich ignoriert, da nach dem Fall LTCM, welcher oft in der Literatur als beispielhaft für das systemische Risiko beschrieben wird, die Finanzwelt und deren Regulierungsbehörden eine Wiederholung ausgeschlossen haben. Aus Sicht des amerikanischen Bankensektors gehen diese Regulierungen und Bestrebungen zur besseren Kontrolle des Finanzmarktes am Sinn einer freien Marktwirtschaft und einer dementsprechenden Selbstregulierung vorbei. Speziell der Ansatz, dass die Eigenkapitalquote der Banken angehoben und die Spekulation mit alternativen Investments mittels Prozentsätzen zum Eigenkapital begrenzt werden soll, stößt auf Unverständnis und massiven Widerstand. Parallel dazu werden schon neue Konstrukte mit Lebensversicherungen generiert, welche eine sehr ähnliche Systematik, verglichen zu den Immobilien ausweisen und wiederum in einer ähnlichen Blase enden können.

¹ Systemisches Risiko – Vgl.: OECD April 2003, "Emerging Risks in the 21st Century" ISBN:9789264101227

6.1.3 Hedge-/ Investmentfonds – Gesellschaften

Hierbei wurde in Vertretung der Hedge Fonds Gesellschaften, Herr Mag. Markus Weigl¹, leitender Manager der Fa. Superfund in Österreich am 19. Juli 2010 im Büro der Superfund-Vertretung in Wien interviewt.

Inhaltliche Zusammenfassung des Gesprächs:

Generell sehen die Hedge Fonds Gesellschaften die Ansätze zur besseren Regulierung der alternativen Investitionsformen positiv. Daher auch die sehr aktive Beteiligung an der Diskussion um die Inhalte der Richtlinien. Dennoch ist das Ziel, ein Verhindern einer neuerlichen Finanzmarktkrise in vergleichbarem oder noch größerem Ausmaß als in den Jahren 2007-2010, nicht nur durch die Umsetzung dieser neuen Richtlinie erreicht. Speziell das Informationsmanagement und das Wissensmanagement über die Geschehnisse am Finanzmarktsektor sind noch zu wenig im Fokus der EU Kommission.

Die einzelnen Strategien der Hedge Fonds Manager werden in Zukunft nicht wesentlich leichter zu durchleuchten sein. Zusätzlich würde von den Managern versucht werden, durch Evolutionen der bestehenden Einsatzmöglichkeiten und Neuentwicklungen von weiteren Strategien, sowie hinzukommenden Mischformen die bestehende Undurchsichtigkeit zu erhalten. Denn, sollten die Strategien einfach zu durchschauen sein, wäre der Wettbewerbsvorteil der Gesellschaft in Gefahr.

Der Ansatz der Gesellschaften ist eher so zu sehen, dass die beteiligten institutionellen Anleger, wie auch die Kleinanleger mehr über die grundsätzliche Systematik der alternativen Investitionsformen, den Hedge Fonds und den bestehenden Möglichkeiten am Finanzsektor mit einem anderen, niedrigeren Risikofaktor nahezubringen ist. Aus dem Blickwinkel der alternativen Investmentmanagern ist die Finanzkrise nicht aufgrund der hochrisikoreichen Hedge Fonds eingetreten. Vielmehr aufgrund dessen, dass die Investoren durch

¹ Mag. Markus Weigl, Superfund wurde im Jahr 2008 als Vertreter der Fondsgesellschaften in die Expertenkommission Financial Education der EU gewählt, Vgl. <http://www.superfund.at/hp07/News.aspx?Id=68245&ParentId=68220&Menu=2&Sub=1&Third=1&NewsId=68381>

die viel zu lang andauernde Hausse¹ am Finanzmarkt und dem Immobilienmarkt die natürlichen Auf- und Ab-Bewegungen des Systems ignoriert haben. Keiner der Anleger hat sich Gedanken über die mit Sicherheit einzutretenden Folgen einer Baisse² gemacht und war durch die schon länger angekündigte, platzende Immobilien-Blase 2007³ am amerikanischen Immobilienmarkt überrascht. Nicht unwesentlicher Auslöser für die Finanzkrise waren aus Sicht der Hedge Fonds Manager nicht nur die schwarzen Schafe der Branche (Madoff⁴ und co.) sondern auch die blind an immer steigende Renditen glaubende Masse an institutionellen Anlegern, welche Vermögenswerte jenseits der empfohlenen maximal 25% des verfügbaren Kapitals investiert hatten, so dass das Risikomanagement schon längst hätte eingreifen müssen. Um diesen Effekt zu verhindern und eine Wiederholung wirklich auszuschließen ist mehr Bewusstsein in Zusammenhang mit dem agieren am Finanzmarkt nötig. Die unbestätigte Aussage eines, trotz der einbrechenden Kurse an der Wall Street, erfolgreichen Börsenhändlers im Jahr 1929: „Wenn Hausfrauen beginnen an der Börse zu Spekulieren ist es Zeit auszusteiigen!“ gilt also offenbar noch immer.

Im Zuge der Tätigkeit als Teil der Expertengruppe, welche insgesamt 25 Vertreter von Banken, Aufsichtsbehörden, Fondsgesellschaften, Ministerien und NGOs aus 16 Staaten der EU umfasst (Die OECD ist darin genauso vertreten wie die Bank of Italy oder die britische Aufsichtsbehörde FSA) wird sich Herr Mag. Weigl für die intensive Aus- und Fortbildung der Anleger einsetzen und

¹ Hausse: Nachhaltiger Anstieg der Wertpapierkurse einzelner Marktbereiche oder des Gesamtmarktes über einen mittleren bis längeren Zeitraum. Die Hausse ist von einer "freundlichen Kursentwicklung", die nur von kurzer Dauer ist, nicht exakt abzugrenzen
Vgl. <http://boersenlexikon.faz.net/hausse.htm>

² Baisse: Phase anhaltender starker Kursrückgänge an der Börse, auch Bear-Market genannt.
<http://boersenlexikon.faz.net/baisse.htm>

³ Economist 2005: The hare and the tortoise; Sep 22nd 2005; From The Economist print edition

⁴ Bernard Madoff: Queens, New York City US-amerikanischer Milliardenbetrüger und ehemaliger Finanz- und Börsenmakler. Er war Vorsitzender der Technologiebörse NASDAQ. Verhaftung 2008; Schadenssumme ca. 50Mrd. Dollar durch Schneeballsystem;
Vgl.:Wallstreet-Journal-
http://s.wsj.net/public/resources/documents/st_madoff_victims_20081215.html

dadurch versuchen, mehr Wissen über die Aktivitäten am Finanzmarkt zu erzeugen.

6.1.4 Sicht der Österreichischen Behörden

Zusammenfassung eines Gespräches am 16.08.2010 mit Herrn Dr. Samonig, Klubsekretär für Budget, Finanzen, Wirtschaft und Tourismus, Parlamentsklub der Österreichischen Volkspartei.

Seitens der österreichischen Behörden sind die Ansätze der EU Kommission zur Verfassung von Richtlinien für Verwalter alternativer Investmentfonds ausreichend. Generell wird verstanden, dass eine reine Regelung zur Kontrolle der europäischen Fonds Manager nur eine weitere Abwanderung der betroffenen Personen und Gesellschaften in Offshore Domizile auslösen würde.

Daher wird verstärkt die Zusammenarbeit mit den betroffenen Gesellschaften und der Investoren gesucht, welche Grundregeln zur erfolgreichen Zusammenarbeit definieren, aber die nötigen Bewegungsspielräume für beide Seiten möglichst erhalten sollen. Ein Pool an Experten aus den Finanzmarktaufsichtsorganen der Länder soll diese Zusammenarbeit leiten und führen.

Als wesentlich für die zukünftige Entwicklung der Finanzmärkte werden eben diese Finanzmarktaufsichtsorgane gesehen, welche zurzeit auf europäischer Ebene erst in den ersten Entstehungsprozessen sind. Diese Aufsichtsorgane sollen, ausgestattet mit den notwendigen Befugnissen, autark die Kontrolle ausüben und die weitere Vorgehensweise in diesem Bereich definieren. So soll zumindest ab diesem Punkt die stetige Weiterentwicklung des Finanzmarktes im Auge behalten und eine Wiederholung der Situation der letzte drei Jahre vermieden werden.

7 Zusammenfassung und Sicht des Verfassers

Das Thema der alternativen Investmentfonds, sogenannten Hedge Fonds ist durch die, je nach Auffassung des jeweiligen Verfassers, eben durchgestandene Finanzkrise in aller Munde. Wenn jedoch die Diskussion tiefer in die Materie eintaucht, sind nur mehr wenige Experten am Tisch und können mit Wissen über die Aktivitäten und bereits bestehenden Regulierungen sprechen.

Nahezu 2 Billionen Euro investiert in fast zehntausend Hedge Fonds, das war die Ausgangslage vor der Finanzkrise. Trotz der darauf folgenden Umstrukturierungen, Auflösungen und auch Auslöschungen diverser Portfolios ist dennoch noch einiges zu tun. Die EU Kommission ist bestrebt eine Richtlinie für Manager/Verwalter alternativer Investmentformen zu entwerfen, die amerikanischen Behörden versuchen in einer tausend Seiten umfassenden Regelung mehr Kontrolle und Sicherheit auf ihrem Finanzmarkt zu generieren. Der ganze Markt ist also weiterhin noch nicht viel besser geregelt als vor drei Jahren, dennoch sind viele Experten der Meinung, dass eine Finanzkrise solchen Ausmaßes nicht mehr eintreten kann. Die Frage ob eine Regelung grundsätzlich möglich ist, erscheint daher angebracht.

Hedge Fonds sind ausgerichtet hohe Erträge zu erzielen, wobei den Managern erlaubt wird höhere Risiken einzugehen. Dazu werden Strategien entworfen, welche auch Mittel einsetzen, die für den normalen Investmentbanker nicht gebräuchlich, teilweise auch verboten sind. Leerverkäufe und der Einsatz von Fremdkapital zur Erhöhung der Gewinnspanne sind dabei an der Tagesordnung und in diesem Segment genau kalkuliert.

Eine Betrachtung des Rendite/Risiko-Profiles ist neben der grundsätzlichen Zuordnung zu den möglichen Anlagestrategien ein unbedingt notwendiger Schritt bevor eine Investition getätigt werden soll. Spezielle Risiken, welche besonders bei Hedge Fonds zutreffen sind ebenso im Bewusstsein zu verankern, als auch der Umstand, dass sich diese Manager nicht in die Karten sehen lassen und somit ihre Strategien vor einer zu leichten Nachahmung schützen wollen. Dies wird auch dadurch ersichtlich, dass verlässliche Zahlen über die Größe des Hedge Fonds Marktes nicht existieren und nur der Zwischenschritt über Schätzungen

und Hedge Fonds Indexes einigermaßen Aufschluss gibt über die Investitionssummen und der Anzahl der angebotenen Fonds.

Diese fehlende Transparenz gegenüber den Anlegern und Kontrollorganen ist für die Behörden ein Grund mehr, sich über Richtlinien zur besseren und einfacheren Regelung dieses Finanzmarktsektors Gedanken zu machen.

Der Ansatz, dass die Richtlinien allein zukünftige Ereignisse, ähnlich der aktuellen Krise verhindern können, erscheint nach Durchsicht der Unmenge an Daten und Materialien über Strategien und Risiken in Zusammenhang mit Hedge Fonds als unmöglich.

Mehr wächst die Überzeugung, dass den Kleinanlegern und den institutionellen Gesellschaftern bewusst werden muss, inwiefern das eingegangene oder beabsichtigte Geschäft mit den Hedge Fonds ein Risiko für die eigene Situation darstellt. Somit stellt aus Sicht des Verfassers die Aus- und Fortbildung der Beteiligten am Finanzmarktgeschehen eher ein Kriterium dar, als die sicherlich auch notwendige Regulierung. Kreditinstitute und Versicherungsunternehmen, die in Hedge-Fonds investieren, müssen die Risiken vor Eingehen des Geschäftes kennen.

Folgende Maßnahmen sollten ausreichen um zukünftige Probleme frühzeitig aufzuzeigen und Krisensituationen zu verhindern:

Risiken sind kontinuierlich zu beobachten und in das bestehende Risikomanagementsystem zu integrieren. Beim Erreichen vorher definierter Limits sind risikobegrenzende Maßnahmen zu setzen. Spezielle Anforderungen sind an die Due Diligence Prüfungen eines Hedge-Fonds und die Aggregation von Risiken zu stellen. Ein regelmäßiger Dialog mit den Aufsichtsbehörden zur Angleichung der Wissensstände ist laufend notwendig.

Gleich einem Gang in das Casino zum Roulette-Tisch muss bei einem Spiel auf beide Farben mit der grünen Null gerechnet werden. Absolute Sicherheit ist nicht gegeben und auch nicht nötig, wenn der Umgang mit dem Risiko bewusst erfolgt.

8 Literatur

Eichengreen, B., Mathieson, D. (1998) *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*: Washington DC, International Money Fund

Fano-Leszczynski U. (2001), *Hedgefonds. Ein Praxishandbuch*, Wien, Manz

Kaiser, G. (2004): *Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlageklasse*, Wiesbaden, Dr. Th. Gabler

Fano-Leszczynski U. (2005): *Hedgefonds für Einsteiger*, Berlin, Springer

Hilpold, S./Kaiser, D. G. (2005) *Alternative Investment-Strategien. Einblick in die Anlagetechniken der Hedgefonds-Manager*. Weinheim, Wiley

Sievers, M. (2006): *Anlegen in Hedge Fonds*, München, FinanzBuch Verlag GmbH

Hölscher, L./Nestler, A./Otto, R. (2007): *Handbuch Financial Due Diligence*, Weinheim, Wiley

Credit Suisse (2010) *Hedge Fund Update: Staying the Course*

[https://www.credit-](https://www.credit-suis-)

[suis-](https://www.credit-suis-)

[se.com/asset_management/global_includes/alternativeinvestments/doc/q12010_hedge_fund_update.pdf](https://www.credit-suisse.com/asset_management/global_includes/alternativeinvestments/doc/q12010_hedge_fund_update.pdf) (Abgefragt 15.08.2010)

Credit Suisse (2010): *Global Macro – A Bridge Over Troubled Water?*

<https://www.credit->

[suisse.com/asset_management/global_includes/alternativeinvestments/doc/wp_global_marco.pdf](https://www.credit-suisse.com/asset_management/global_includes/alternativeinvestments/doc/wp_global_marco.pdf) (Abgefragt 16.08.2010)

Credit Suisse (2010): *H1 2010 Hedge Fund Industry Review*

[http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/documents/H1%202010%20Hedge%20Fund%20Industr](http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/documents/H1%202010%20Hedge%20Fund%20Industry%20Review.pdf)
[y%20Review.pdf](http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/documents/H1%202010%20Hedge%20Fund%20Industry%20Review.pdf) (Abgefragt 23.08.2010)

Deutsche Bundesbank (2009) *Finanzstabilitätsbericht*, November 2009

[http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/finanzstabilitaetsberichte/finanzstabilitaetsbe](http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/finanzstabilitaetsberichte/finanzstabilitaetsbericht2009.pdf)
[richt2009.pdf](http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/finanzstabilitaetsberichte/finanzstabilitaetsbericht2009.pdf) (Abgefragt 23.08.2010)

Deutsch Bank Research, 2010

http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000255965.pdf
(Abgefragt 25.08.2010)

Chan, N., Getmansky, M., Haas, S. M. und Lo, A. W. (2005) *Systemic Risk and Hedge Funds*,

<http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/jcbrconf4/Getmansky.pdf> (Abgefragt 15.08.2010)

Alternative Investment Management Association (2008)

<http://www.aima.org/en/announcements/aima-statement-on-us--financial-reform.cfm> (Abgefragt 20.07.2010)

<http://www.hedgefundmatrix.com/en/the-matrix.cfm> (Abgefragt 20.07.2010)

CAPCO (2005) *Understanding and Mitigating Operational Risk in Hedge Fund Investments.*

<http://www.castlehallalternatives.com/upload/resources/Understandingmitigatinghedgefund.pdf>
(Abgefragt 28.07.2010)

CAPCO (2003b) *Valuation Issues and Operational Risk in Hedge Funds.*

http://www.capco.com/files/pdf/74/02_RISKS/04_Valuation%20issues%20and%20operational%20risk%20in%20hedge%20funds.pdf (Abgefragt 15.08.2010)

CEIOPS (2005) *Report on the Possibility for Insurance Companies to Use Hedge Funds.*

https://www.risknet.de/fileadmin/template_risknet/dokumente/Solvency2/Solvency2-Report-0512-Hedgefunds.pdf (Abgefragt 18.08.2010)

Counterparty Risk Management Policy Group (2005) *Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective.*

http://www.isda.org/educat/pdf/CRMPGII_7-22-05_FINAL_v6_wcover.pdf (Abgefragt 23.09.2010)

Danielsson, J., Taylor, A. und Zigrand, J. P. (2005) *Highwaymen or Heroes: Should Hedge Funds be Regulated?* <http://www.regattapress.com/ShouldHedgeFundsbeRegulated.pdf> (Abgefragt 24.09.2010)

Österreichische Nationalbank, *Finanzmarktstabilitätsbericht 19*, Juni 2010

http://www.oenb.at/de/img/fmsb_19_tcm14-195707.pdf (Abgefragt 25.09.2010)

Europäische Kommission, *OGAW Richtlinie 85/611/EWG*

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31985L0611:DE:HTML> (Abgefragt 15.10.2010)

http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_banking/l24036a_de.htm (Abgefragt 15.10.2010)

Financial Services Authority (2010), *Assessing possible sources of systemic risk from hedge funds* http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/hedge_funds.pdf (Abfrage 15.10.2010)

Banque de France (2007), *Financial Stability Review – Special issue on hedge funds* http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/rsf/2007/etud2_0407.pdf (Abgefragt 16.10.2010)

Financial Services Authority (2005) *Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement*. http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp05_04.pdf (Abgefragt 15.09.2010)

KPMG (2005) *Hedge Funds: A Catalyst Reshaping Global Investment*.
http://us.kpmg.com/microsite/FSLibraryDotCom/docs/HedgeFundReport_05_WEBVersion.pdf
(Abgefragt 24.09.2010)

CSFB/Tremont (2007): *Blue Chip Investable Hedge Fund Index Year-End Highlights*
<http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/documents/01-17-07%20Year-End%20Highlights%20Final.pdf> (Abgefragt 15.10.2010)

Schieritz, M.(2010) : *Restrisiko Staatspleite. - Der Stresstest zeigt: Europas Banken sind sicher, solange die Pleite eines Landes verhindert wird*, <http://www.zeit.de/wirtschaft/2010-07/stresstest-kommentar> (Abgefragt 16.10.2010)

Wallstreet-Journal (2008) *Madoff Victims*
http://s.wsj.net/public/resources/documents/st_madoff_victims_20081215.html
(Abgefragt 23.09.2010)

Washington Post Company (2010), *Reinventing financial regulation*
<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/graphic/2010/05/20/GR2010052004992.html>
SOURCE: Staff reports | Brady D. / Cuadra A. /The Washington Post (2010)
(Abgefragt 13.08.2010)

9 Anlagen

Anlage 1 EU Kommission fund_managers_proposal_DE Stand 20.07.2010