

# Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main

Hanno Berger / Kai-Uwe Steck

**Regulierung von Hedge Fonds  
in Deutschland**  
**Bestandsaufnahme, praktische Erkenntnisse  
und Ausblick**

Nr. 114



**Institut für Bankrecht**

Arbeitspapiere

# **Regulierung von Hedge Fonds in Deutschland**

## **Bestandsaufnahme, praktische Erkenntnisse und Ausblick**

Zugleich ein rechtsvergleichender Blick auf die USA, Luxemburg und die Schweiz

*von Hanno Berger<sup>\*)</sup> und Kai-Uwe Steck<sup>\*\*)</sup>*

---

<sup>\*)</sup> Dr. jur., Rechtsanwalt und Steuerberater in Frankfurt am Main.

<sup>\*\*)</sup> Dr. jur., Rechtsanwalt in Frankfurt am Main.

<b>INHALT</b>	<b>SEITE</b>
I. Einleitung.....	1
II. Teil 1: Bestandsaufnahme.....	1
1. Hintergrund und Begrifflichkeiten.....	1
1.1. Ursprung der Hedge Fonds .....	1
1.2. Begriffsbestimmung.....	2
1.3. Anlagestrategien .....	3
2. Regulierung von Hedge Fonds.....	4
2.1. Rechtslage in Deutschland (Status quo) .....	4
2.1.1 Deutsche KAGen und Hedge Fonds-Sondervermögen .....	4
2.1.2 Optionales Aufsichtsrecht.....	7
2.1.3 Auslandsinvestmentgesetz.....	9
2.1.4 Zwischenergebnis .....	12
2.2. Alternative Gestaltungen .....	12
2.2.1 Indexzertifikate .....	13
2.2.2 Anwendbarkeit des AusInvestmG .....	14
III. Teil 2: Ausländische Regelungsansätze.....	17
1. Rechtslage in den USA .....	17
2. Rechtslage in Luxemburg.....	18
3. Rechtslage in der Schweiz .....	19
IV. Teil 3: Analyse und Ausblick auf eine deutsche Regulierung.....	20
1. Keine materielle Produktregulierung.....	20
2. Qualität und Transparenz.....	21
3. Zugang für private und institutionelle Anleger.....	22
4. Rechtsformen: KAG und Investment-AG .....	22
5. Vertrieb .....	24
V. Fazit.....	26

## I. Einleitung

Die alternative Kapitalanlage über Hedge Fonds gewinnt in Deutschland zunehmend an Bedeutung. In der jüngsten Vergangenheit wurde dieses Thema daher auch in der rechtswissenschaftlichen Literatur aufgegriffen, was zu mehr Transparenz geführt hat. Allerdings ist das deutsche Investmentrecht und insbesondere der Spezialbereich "Hedge Fonds" nach wie vor eine Praktikerdomäne. Deshalb soll im Folgenden zunächst eine Bestandsaufnahme erfolgen. Darüber hinaus werden aktuelle Entwicklungen beschrieben. Dabei lassen die Verfasser ihre praktischen Erkenntnisse einfließen. Vor diesem Hintergrund wird anschließend die vom Gesetzgeber für Anfang 2004 geplante Hedge Fonds-Regulierung gewürdigt.

## II. Teil 1: Bestandsaufnahme

### 1. Hintergrund und Begrifflichkeiten

#### 1.1. Ursprung der Hedge Fonds

Der erste Hedge Fonds wurde 1949 durch einen von *Alfred Winslow Jones* aufgelegten Eigenkapital-Fonds gegründet.<sup>1</sup> Die Grundidee war, unterbewertete Aktien zu kaufen (Long-Position) und im gleichen Umfang überbewertete Aktien "leer" zu verkaufen (Short Position).<sup>2,3</sup> Jones gründete dieses Hedge Fonds Modell zunächst als *limited partnership* und verwandelte diese Rechtsform einige Jahre später in eine *general limited partnership*.<sup>4</sup>

Ab 1960 erfuhr die Hedge Fonds Industrie durch die Börsenhausse einen raschen Zuwachs. Dieser konnte sich aber nicht ununterbrochen fortsetzen. Aufgrund der Baissen von 1969-1970 und 1973-1974 erlitten zahlreiche Hedge Fonds hohe Verluste und einen starken

---

<sup>1</sup> *Eichengreen/Mathieson*, Hedge Funds and Financial Market Dynamics, International Monetary Fund Occasional Paper 4, 1998, S. 5; *Ledermann*, Securities Regulation of Domestic Hedge Funds, Practising Law Institute, Corporate Law and Practice Course Handbook, 2000, S. 401, 406.

<sup>2</sup> Unter "Leerverkauf" wird der Verkauf von z. B. Wertpapieren verstanden, die sich zum Zeitpunkt des Verkaufs nicht im Portfolio des Verkäufers befinden; dazu ausführlich unter II.1.3.

<sup>3</sup> *Dailey*, Prime Brokerage, in Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor, S. 233. Als Leerverkäufe bezeichnet man den Verkauf von Wertpapieren, die sich nicht im Anlagevermögen befinden und deshalb zur Erfüllung des Geschäfts gegebenenfalls noch anzuschaffen sind, ausführlich dazu unten II.1.3; *Crerend*, Fundamentals of Hedge Fund Investing 1998, S. 1.

<sup>4</sup> *Crerend*, Fundamentals of Hedge Fund Investing, 1998, S. 1. *Pichl*, Hedge Funds: Eine praxisorientierte Einführung, 2001, S. 2; *Kayser/Steinmüller*, FR 2002, 1269, 1270. Die *general limited partnership* ist vergleichbar mit einer GmbH & Co. KG nach deutschem Recht.

Rückgang von Anlegern.<sup>5</sup> Erneut in Diskussion gerieten Hedge Fonds wieder ab 1980. Neue Hedge Fonds entstanden, die im Zuge ihrer Erfolge ihre Anlagestrategien diversifizierten. Sie entfernten sich zunehmend vom ursprünglichen Zweck eines Hedge Fonds, der Absicherung von Wertpapiergeschäften.<sup>6</sup> Infolge instabiler Marktbewegungen haben Hedge Fonds nicht nur angesichts des *Long Term Capital Management* Debakels<sup>7</sup> in der letzten Zeit intensive Kritik erfahren.<sup>8</sup>

## 1.2. Begriffsbestimmung

Eine allgemeingültige Begriffsbestimmung für Hedge Fonds kann nicht gelingen. Auch das Wort "hedge" im Sinne von "absichern" sorgt – insbesondere bei den Privatanlegern – für mehr Verwirrung als Klarheit, da es den Anschein einer risikoarmen Anlageform hervorruft.<sup>9</sup> Vielmehr handelt es sich um einen Begriff, der verschiedene Anlagestrategien beschreibt und das Ziel formuliert, einen raschen Vermögenszuwachs unabhängig von einer bestimmten Marktentwicklung zu erzielen (absolute return).<sup>10</sup> Die Fondsmanager bedienen sich bei ihren Investmententscheidungen spekulativer Anlageformen. Sie betreiben u. a. Arbitragegeschäfte<sup>11</sup>, setzen Derivate<sup>12</sup> ein, nutzen einen Leverage-Effekt<sup>13</sup> und nehmen Leer-

---

<sup>5</sup> *Lederman*, Domestic Hedge Funds, Practising Law Institute/Corporate Law, February 2001, S. 769.

<sup>6</sup> *Ledermann* (Fn. 5), S. 769.

<sup>7</sup> Long Term Capital Management (LTCM) war ein Hedge Fonds, der 1998 das Welt-Finanzsystem an den Rand des Zusammenbruchs brachte. Die Krise konnte nur durch einen Notkredit in Höhe von 3,6 Mrd. Dollar abgewendet werden, siehe dazu *Beck*, Saving Long-Term Capital on Short Deadline, *American Law Review*, Nov. 1998, S. 28; *Gatsik*, Hedge Funds: The Ultimate Game of Liar's Poker, *Suffolk University Law Review*, 2001, S. 591 ff.; *Lowenstein*, When Genius Failed, 2000, S. 20 ff.; *Steck*, Regulierung von US-amerikanischen Investmentgesellschaften (Investment Companies), 2000, S. 190.

<sup>8</sup> The Presidents Working Group on Financial Markets, Report on Hedge Funds, and the Lessons of Long-Term Capital Management, 1999, S. 1; *Gatsik* (Fn. 7), S. 597ff.

<sup>9</sup> *Single*, ZKredW 2001, 240; *Oho/Rommel*, BB 2002, 1449.

<sup>10</sup> *Luttermann/Backmann*, ZIP 2002, 1017; *Kayser/Steinmüller* (Fn. 4), 1270; *Gerke/Mager/Kiehn*, ZBB 2002, 479, 480.

<sup>11</sup> Ein Handel, bei dem minimale Preisunterschiede bei Devisen, Rohstoffen oder Aktien an verschiedenen Handelsplätzen ausgenutzt werden.

<sup>12</sup> Darunter versteht man Termingeschäfte, deren Preis abhängig ist vom Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Waren oder Edelmetallen, von Devisenkursen oder Rechnungseinheiten sowie von Zinssätzen oder anderen Erträgen, vgl. § 1 Abs. 11 KWG.

<sup>13</sup> Leverage bedeutet den Einsatz von Fremdkapital für Wertpapiertransaktionen oder zum Kauf von Finanztiteln, wie Terminkontrakten oder Anleihen, bei dem die Titel selbst als Sicherheit dienen.

verkäufe<sup>14</sup> vor. Zwecks steuerlicher Optimierung werden Hedge Fonds überwiegend als so genannte *Off-Shore* Funds gestaltet. Als Unternehmenssitz werden regelungsarme Finanzplätze, wie z. B. Cayman Islands und Bermuda bevorzugt.<sup>15</sup> Zwar bieten Hedge Fonds die Chance auf eine verhältnismäßig hohe und marktunabhängige Rendite, bergen aber gleichzeitig für den Anleger ein gesteigertes Kapitalverlustrisiko.

### 1.3. Anlagestrategien

Zu den wichtigsten von Hedge Fonds verfolgten Anlagestrategien zählt der Leerverkauf. Als Leerverkauf wird der Verkauf von Wertpapieren bezeichnet, die sich nicht im Besitz des Verkäufers befinden.<sup>16</sup> Es werden vermeintlich überbewertete Aktien beispielsweise von einem Großanleger gegen Gebühr ausgeliehen<sup>17</sup> und ausschließlich am Markt verkauft. Ziel dieser Strategie ist es, zu einem späteren Zeitpunkt gleichartige Aktien zu einem geringeren Preis am Markt zu erwerben und diese dann an den Großanleger zurückzugeben. In dieser Weise wird eine Short-Position aufgebaut. Kauft der Hedge Fonds Manager hingegen eine Aktie, die aus fundamentaler Sicht als aussichtsreich gilt, wird dadurch eine Long-Position gebildet.

Daneben versuchen Hedge Fonds, Fehlbewertungen an den Kapitalmärkten auszunutzen.<sup>18</sup> Hierzu zählt insbesondere die Ausnutzung regionaler Preisunterschiede zwischen einzelnen Börsen (Arbitrage).

Schließlich spekulieren Hedge Fonds Manager auf Kursbewegungen infolge spezieller Ereignisse wie Fusionen, Umstrukturierungen, Übernahmen, Liquidationen oder Insolvenzen (Event-Driven).<sup>19</sup>

Vor dem Hintergrund dieser Anlagestrategien, die lange nicht die gesamte Bandbreite abbilden,<sup>20</sup> sollen im Folgenden die Rechtsfragen

---

<sup>14</sup> Dazu sogleich unter II.1.3.

<sup>15</sup> *Luttermann/Backmann* (Fn.10 ), 1018; *Paul/Päsler*, Das deutsche Investmentrecht, 2003, Rdn. 141; *Schell*, Private Equity Funds – Business Structures and Operations, 2001, § 1.05, S. 24f.

<sup>16</sup> *Baur*, Investmentgesetze, Kommentar, 1. TB, 2. Aufl., 1997, Einl. I, Rdn. 52; *Gerke/Mager/Kiehn* (Fn. 10), 480.

<sup>17</sup> Gemeinhin wird insofern von Wertpapierleihe gesprochen, obgleich es sich streng genommen um ein Sachdarlehen gem. § 607 Abs. 1 i. V. m. § 91 BGB handelt.

<sup>18</sup> *Kayser/Steinmüller* (Fn.4 ), 1272; *Gerke/Mager/Kiehn* (Fn. 10), 480.

<sup>19</sup> *Kayser/Steinmüller* (Fn.4 ), 1272; *Gerke/Mager/Kiehn* (Fn. 10), 480.

aufgegriffen werden, die sich im Zusammenhang mit Hedge Fonds stellen.

## 2. Regulierung von Hedge Fonds

### 2.1. Rechtslage in Deutschland (Status quo)

#### 2.1.1 Deutsche KAGen und Hedge Fonds-Sondervermögen

Gesetzlicher Anknüpfungspunkt für Hedge Fonds in Deutschland ist das Kapitalanlagegesellschaftsgesetz (KAGG). Dieses Gesetz bildet die Rechtsgrundlage für die Geschäftstätigkeit deutscher Kapitalanlagegesellschaften. Es stellt sich daher die Frage, ob Hedge Fonds *de lege lata* nach den Vorschriften des KAGG aufgelegt werden können.

Ausgangspunkt der Überlegung ist § 1 Abs. 1 KAGG. Danach sind Kapitalanlagegesellschaften (KAGen) Spezialkreditinstitute, deren Geschäftstätigkeit darauf gerichtet ist, bei ihnen eingelegtes Geld im eigenen Namen für gemeinschaftliche Rechnung der Einleger (Anteilhaber) nach dem Grundsatz der Risikomischung in den zugelassenen Vermögensgegenständen gesondert vom eigenen Vermögen in Form von Sondervermögen anzulegen und über die sich hieraus ergebenden Rechte der Anteilhaber Urkunden (Anteilscheine) auszustellen.<sup>21</sup> Entspricht eine Aktiengesellschaft (AG) oder Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) dieser Legaldefinition, ist das KAGG anwendbar. In der Konsequenz untersteht die Gesellschaft der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).<sup>22</sup> Eine KAG genießt u. a. einen firmenrechtlichen Schutz<sup>23</sup> und kann hinsichtlich der von ihr

---

<sup>20</sup> Ausführlich dazu bereits *Gerke/Mager/Kiehn* (Fn. 10), 480 f; *Kaysner/Steinmüller* (Fn. 4) 1272 f., *Cottier*, Hedge Funds and Managed Futures, 1997, S. 17 ff.

<sup>21</sup> Mit Inkrafttreten des 1. Finanzmarktförderungsgesetzes am 22.02.1990 wurde der Wortlaut der Definition durch die Aufzählung der zulässigen Sondervermögen ergänzt.

<sup>22</sup> Nach § 2 Abs. 1 KAGG übt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht die Aufsicht über die Kapitalanlagegesellschaften und Depotbanken nach den Vorschriften dieses Gesetzes und des Gesetzes über das Kreditwesen aus.

<sup>23</sup> Nach § 7 Abs. 1 S. 1 KAGG dürfen die Bezeichnung "Kapitalanlagegesellschaft" oder "Investmentfonds" oder "Investmentgesellschaft" oder eine Bezeichnung, in der diese Begriffe allein oder in Zusammensetzungen mit anderen Worten vorkommen, in der Firma, als Zusatz zur Firma, zur Bezeichnung des Geschäftszweckes oder zu Werbezwecken nur von Kapitalanlagegesellschaften und von ausländischen Investmentgesellschaften, Verwaltungsgesellschaften und Vertriebsgesellschaften geführt werden.

verwalteten Sondervermögen die steuerlichen Vorteile nach den Vorschriften der §§ 37n ff. KAGG<sup>24</sup> in Anspruch nehmen.

Für Gesellschaften, die den Begriffsmerkmalen der KAG insgesamt nicht entsprechen, gilt das KAGG nicht.<sup>25</sup> Sie genießen folglich weder dessen Vorteile noch wirken sich die Beschränkungen des Gesetzes aus. Es ist damit zwar nicht zugleich verboten, in Deutschland Gesellschaften zu gründen, die der passiven Kapitalanlage dienen und die in § 1 Abs. 1 KAGG genannten Begriffe nicht erfüllen. Auf solche Gesellschaften findet das KAGG jedoch keine Anwendung.

Um eine KAG handelt es sich immer nur, wenn die Gesellschaft die nach dem KAGG zugelassenen Vermögensgegenstände in Form von enumerativ aufgeführten Sondervermögen verwaltet.<sup>26</sup> Die Tätigkeit einer KAG zeichnet sich also durch die Auflegung von Sondervermögen aus. Bei einem Sondervermögen handelt es sich um eine nichtrechtsfähige Vermögensmasse.<sup>27</sup> Neuerdings wurde die Frage aufgeworfen, ob eine Auflegung von Hedge Fonds-Sondervermögen möglich ist oder ob zumindest eine analoge Anwendung des KAGG geboten ist.<sup>28</sup>

Die für Sondervermögen zulässigen Vermögensgegenstände sind vornehmlich in den Besonderen Vorschriften für Wertpapier-Sondervermögen der §§ 8 bis 9e KAGG geregelt. Für die aufgeworfene Frage ist vor allem § 9 Abs. 5 KAGG maßgeblich, wonach der Verkauf von Wertpapieren, die zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zum Sondervermögen im Sinne des § 6 KAGG gehören, verboten ist. Die Möglichkeit, Leerverkäufe zu tätigen, ist bei Hedge Fonds aber unverzichtbare Voraussetzung für die Umsetzung einer "Short-Strategie".

---

<sup>24</sup> Baur (Fn. 16 ), KAGG, § 1, Rdn. 10; Zeller in Brinkhaus/Scherer, KAGG, 2003, § 1 Rdn. 7.

<sup>25</sup> Baur (Fn. 16 ), KAGG, § 1, Rdn. 4.

<sup>26</sup> Die Anlage hat "in den nach diesem Gesetz zugelassenen Vermögensgegenständen (...) in Form von Geldmarkt-, Wertpapier-, Beteiligungs-, Investmentfondsanteil-, Gemischten Wertpapier- und Grundstücks- oder Altersvorsorge Sondervermögen zu erfolgen"; vgl. § 1 Abs. 1 KAGG; s. dazu Köndgen in Bankrechts-Handbuch, 2. Aufl., 2001, Bd. III, § 113, Rdn. 55

<sup>27</sup> Geßler, WM 1957, Sonderbeilage Nr. 4, S. 15, vertiefend Köndgen (Fn. 26), Rdn. 61 ff. Zwar kann eine KAG nach § 9 Abs. 1 KAGG im eigenen Namen über das Sondervermögen verfügen, doch wirtschaftlich gehört dieses zum Vermögen der Anleger und nicht der KAG. Dabei kann ein Sondervermögen im unmittelbaren Miteigentum der Anleger oder im Treuhand Eigentum der KAG stehen (§ 6 Abs. 1 S. 2 KAGG).

<sup>28</sup> Gerke/Mager/Kiehn (Fn. 10), 481 ff.

Damit verbietet § 9 Abs. 5 Satz 1 KAGG der KAG eine für Hedge Fonds charakteristische Anlagestrategie.<sup>29</sup> Denn bei einem Leerverkauf befindet sich das Wertpapier, das Gegenstand des Verkaufs sein soll, zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht im Eigentum des Verkäufers. Grund dieses Verbots im KAGG ist der spekulative Charakter von Wertpapierleerverkäufen. Sie können unter Umständen zu hohen Verlusten führen.<sup>30</sup>

Ferner steht § 10 Abs. 2 KAGG einem Hedge Fonds-Sondervermögen entgegen, wonach eine Verbindlichkeit für das Sondervermögen nicht begründet werden kann, und zwar unabhängig davon, ob die Verbindlichkeit für eigene Rechnung oder für Rechnung der Anteilinhaber eingegangen werden soll.<sup>31</sup> Damit steht das KAGG der Verwendung des Sondervermögens als Sicherungsmittel für kreditfinanzierte Wertpapiertransaktionen entgegen.

Weiter könnte § 9 Abs. 4 Satz 1 KAGG die Auflegung von Hedge Fonds-Sondervermögen beschränken. Nach dieser Vorschrift dürfen kurzfristige Kredite für inländische Publikumsfonds nur bis zur Höhe von 10 % des Sondervermögens aufgenommen werden. Hedge Fonds zeichnen sich jedoch gerade durch ihre finanzielle Flexibilität aus. Häufig greifen Manager von Hedge Fonds auf Fremdkapital zurück oder setzen Derivate ein, um ihre Anlagepositionen zu optimieren.

Ferner regeln die §§ 8 bis 8k KAGG sachbezogene und betragsmäßige Grenzen sowie Verbote von Anlagen. Sinn dieser Regelungen ist es, das Risiko eines Investmentfonds für die Anleger zu minimieren.

Entsprechende Regelungen enthält auch die Urform der sogenannten OGAW-Richtlinie.<sup>32</sup> Diese Richtlinie wurde durch eine Änderung des KAGG in nationales Recht umgesetzt. Nach Art. 42 der Richtlinie sind Leerverkäufe untersagt. Art. 36 der Richtlinie begrenzt Kreditaufnahmen bis zu einer Höhe von maximal 15 % des Fondsvermögens.

---

<sup>29</sup> Für Leerverkäufe im Bereich der Derivate ist insbesondere die Spezialvorschrift des § 8f Abs. 1 KAGG beachtlich; *Scherer* in Brinkhaus/Scherer, KAGG, § 8f, Rdn. 1.

<sup>30</sup> Ein Verstoß gegen das Leerverkaufsverbot führt zwar nicht zur Unwirksamkeit des Geschäfts. Jedoch entsteht zu Gunsten der Anteilinhaber ein Schadensersatzanspruch nach § 823 Abs. 2 BGB, da es sich bei § 9 Abs. 5 KAGG um ein Schutzgesetz i. S. v. § 823 Abs. 2 BGB handelt, *Baur* (Fn. 16), § 9, Rdn. 35; *Scherer* in Brinkhaus/Scherer (Fn. 29), § 9, Rdn. 31.

<sup>31</sup> Vgl. *Luttermann/Backmann* (Fn. 10), 1019.

<sup>32</sup> Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften in Bezug auf bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), Abl. Nr. L 375 vom 31.12.1985, S. 3-18.

Daran hat sich auch durch die jüngste Änderung der OGAW-Richtlinie nichts Grundlegendes geändert.<sup>33</sup>

### 2.1.2 Optionales Aufsichtsrecht

Das KAGG steht der Auflegung inländischer Hedge Fonds-Sondervermögen zwar entgegen. Aber das Gesetz stellt lediglich ein optionales Aufsichtsrecht dar. Ein Fondsiniciator hat somit die Wahl, ob er sich mit seinem Produkt (Fonds) den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des KAGG mit allen Vor- und Nachteilen unterwerfen will. Insofern hat der Gesetzgeber bewusst einen Regelungsansatz gewählt, der für ein Fondsgesetz zum Schutz von Kapitalanlegern im internationalen Vergleich ungewöhnlich ist.<sup>34</sup> Beispielsweise wird in den USA zunächst jede Gestaltung, die auch nur im Entferntesten gewollt oder ungewollt als Kapitalsammelstelle fungiert und für die passive Kapitalanlage in Betracht kommt, vom dortigen Investmentfondsgesetz (Investment Company Act von 1940) erfasst.<sup>35</sup> Gegebenenfalls werden dann ungewünschte Regulationsergebnisse über Ausnahmen und Befreiungen korrigiert.<sup>36</sup> Dies vermittelt einen umfassenden Anlegerschutz im Investmentfondsbereich, denn es können sich ohne den Willen des Gesetzgebers oder der Aufsichtsbehörde keine Fondsstrukturen im grauen Kapitalmarkt entwickeln.

Im Lichte des liberalen Regelungsansatzes des deutschen KAGG stellt sich die Anschlussfrage, ob eine deutsche Hedge Fonds-Gestaltung bereits nach derzeitiger Rechtslage zulässig ist, die sich außerhalb des Regelungsbereichs des KAGG bewegt. Beispielsweise verbietet das KAGG nicht, eine GmbH zu gründen, die mittelbar über ausländische Sub-Fonds oder unmittelbar selbst Hedge Fonds-Strategien aller Art

---

<sup>33</sup> Richtlinie 2001/108/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Januar 2002 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) hinsichtlich der Anlagen der OGAW ABl. Nr. L 041 vom 13.02.2002, S. 35-42. Nach dieser Richtlinie (sog. Produktrichtlinie) verbleibt es bei der ursprünglichen Beschränkung der Kreditaufnahme und beim Leerverkaufsverbot. Letzteres wurde in Artikel 42 n. F. auf nunmehr zulässige Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate und andere Anlagegegenstände erweitert; s. dazu *Köndgen*, ZBB 2002, 240; *Paul/Päsler* (Fn. 15), Rdn. 169 ff.

<sup>34</sup> S. dazu den schriftlichen Bericht des Ausschusses für Geld und Kredit, BT-Drucksache II/2973 (neu), S. 2 f.; vgl. *von Caemmerer*, Kapitalanlage- oder Investmentgesellschaften, JZ 1958, 41, 45; *Baur* (Fn. 16), § 1 Rdn. 4 und vor § 1 Rdn. 16 ff.

<sup>35</sup> *Gatsik* (Fn. 7), S. 605; vgl. auch 15 U.S.C. § 80a-3(a)(1)(A).

<sup>36</sup> *Gibson*, Is Hedge Fund Regulation Necessary?, Temple Law Review, 2000, S. 688 ff.; *Gatsik* (Fn. 7), S. 602 ff.; *Dunbar*, Investing Money, 2000, S. 120; *Steck*, (Fn. 7), S. 192.

verfolgt.<sup>37</sup> Die Geschäftsführung und damit das Fondsmanagement würde in Deutschland keinen aufsichtsrechtlichen Beschränkungen unterliegen. Die Anleger könnten sich entweder über GmbH-Anteile oder über von der GmbH ausgegebene Wertpapiere (z. B. Genussscheine) beteiligen. Selbst wenn steuerliche Erwägungen im Einzelfall – z. B. bei Fehlen eines sog. Schachtelprivilegs nach einem Doppelbesteuerungsabkommen – gegen eine solche Konstruktion in Deutschland sprechen, zeigt dieses Beispiel den beträchtlichen Regelungsfreiraum, den das KAGG im (grauen) Fondsbereich belässt. Ob dies im Sinne eines effektiven Anlegerschutzes gewollt ist, kann ohnehin nur der Gesetzgeber entscheiden und muss an dieser Stelle noch dahin stehen. Jedenfalls haben sich in der Praxis solche Alternativgestaltungen eingebürgert.

Vor diesem Hintergrund bleibt die Frage, ob eine analoge Anwendung des KAGG auf solche Alternativgestaltungen rechtmäßig ist. Diese Frage lässt sich nach juristischer Lesart nur bejahen, wenn eine planwidrige Regelungslücke vorhanden ist.<sup>38</sup> Davon kann in Bezug auf das KAGG jedoch nicht gesprochen werden. Der Gesetzgeber hat sich – wie gezeigt – bewusst für diesen speziellen Regelungsansatz entschieden und den verbleibenden Regelungsfreiraum in Kauf genommen. Somit kann es sich bei einer gezielt außerhalb des KAGG angelegten Hedge Fonds-Gestaltung auch nicht um einen Umgehungsversuch handeln, der über eine Analogie zum KAGG vereitelt werden müsste.<sup>39</sup> Will der Gesetzgeber im Sinne des Anlegerschutzes zukünftig die in Rede stehenden Alternativgestaltungen aufsichtsrechtlich erfassen, bedarf es dazu einer Gesetzesänderung, die sich bereits abzeichnet. Die grundsätzliche Änderung des investmentrechtlichen Regelungsansatzes würde sich allerdings nicht nur auf Hedge Fonds auswirken, sondern müsste konsequenterweise auch für andere unregulierte Fondsgestaltungen – wie z. B. Private Equity Fonds oder geschlossene Immobilienfonds – gelten. Nach allem scheidet eine analoge Anwendung des KAGG aus.

---

<sup>37</sup> Ebenso *Kaysner/Steinmüller* (Fn. 4), 1274.

<sup>38</sup> *Canaris*, Die Feststellung von Lücken im Gesetz, 2. Aufl., 1983, S. 25; *Larenz*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 3. Aufl., 1995, S. 373; *Esser*, Grundsatz und Norm in der richterlichen Fortbildung des Rechts, 4. Aufl., 1990, S. 252 f.

<sup>39</sup> Wohl a. A. *Gerke/Mager/Kiehn* (Fn. 10), 482, die eine Gefahr einer analogen Anwendung des KAGG infolge der Umgehung zwingender Vorschriften sehen, ohne jedoch die dogmatische Frage nach den Analogievoraussetzungen aufzugreifen.

### 2.1.3 Auslandsinvestmentgesetz

Da viele bestehende Hedge Fonds ihren Sitz in sog. *Off-Shore* Standorten haben, muss stets auch das Auslandsinvestmentgesetz ("AusInvestmG") in die Überlegungen einbezogen werden. Nach § 1 Abs. 1 Satz 1 AusInvestmG sind Anteile an einem ausländischem Recht unterstehenden Vermögen aus Wertpapieren, verbrieften Forderungen aus Gelddarlehen, Einlagen oder Grundstücken, das nach dem Grundsatz der Risikomischung angelegt ist, ausländische Investmentanteile. Falls solche Anteile im Wege des öffentlichen Anbietens, der öffentlichen Werbung oder in ähnlicher Weise in Deutschland feilgeboten werden (öffentlicher Vertrieb), gilt der erste Abschnitt des AusInvestmG, der Vertriebs- und Registrierungs-vorschriften enthält. Nach § 7 Abs. 1 AusInvestmG muss eine ausländische Investmentgesellschaft ihre Absicht, ausländische Investmentanteile im Inland (öffentlich) zu vertreiben, der BaFin anzeigen. Ein öffentlicher Vertrieb ohne vorherige Anzeige stellt eine Ordnungswidrigkeit nach § 21 Abs. 1 Nr. 1 AusInvestmG dar.

Vom öffentlichen Vertrieb ist die Privatplatzierung ausländischer Investmentanteile in Deutschland zu unterscheiden. Die Privatplatzierung ist vom ersten Abschnitt des AusInvestmG nicht erfasst. Allerdings gilt das Steuerregime des AusInvestmG (Dritter Abschnitt) sowohl im Falle des öffentlichen Vertriebs als auch im Falle einer Privatplatzierung.<sup>40</sup> Letzteres kann für die Anleger schwerwiegende und unerwartete Folgen haben. Ausländische Investmentfonds, die im Inland weder eine Zulassung zum öffentlichen Vertrieb haben noch an einer Börse zugelassen sind und keinen Steuervertreter im Inland bestellen, gelten als sog. "schwarze Fonds" im Sinne von § 18 Abs. 3 AusInvestmG. Einkünfte aus schwarzen Fonds unterliegen einer Strafbesteuerung.<sup>41</sup>

Für den öffentlichen Vertrieb von Anteilen an einem ausländischen Hedge Fonds in Deutschland findet das AusInvestmG grundsätzlich Anwendung, da es sich dabei zumeist um ein risikodiversifiziertes Wertpapiervermögen handelt. Nach § 7 Abs. 1 AusInvestmG ist eine ausländische Investmentgesellschaft deshalb dazu verpflichtet, ihre Absicht, Hedge Fonds-Anteile in Deutschland öffentlich

---

<sup>40</sup> Baur, Investmentgesetze, 2. Aufl., 1997, 2. TB, AusInvestmG, § 1, Rdn. 1; Berger/Scherl, Aspekte des deutschen internationalen Steuerrechts bei ausländischen Private Equity und Venture Capital Fonds, in: Grother (Hrsg.), Handbuch der internationalen Steuerplanung, 2. Aufl., 2003, S.1161.

<sup>41</sup> Dazu bereits ausführlich Fork, RIW 2003, 118, 121 ff; Oho/Remmel (Fn. 9), 1450; Kayser/Steinmüller (Fn. 4), 1276.

vertreiben zu wollen, der BaFin anzuzeigen. Erfüllt die ausländische Investmentgesellschaft oder das Hedge Fonds-Produkt die gesetzlichen Voraussetzungen nicht, kann die Aufsichtsbehörde den öffentlichen Vertrieb nach § 8 Abs. 2 AusInvestmG untersagen.

Einem erfolgreichen Anzeigeverfahren, das ohnehin erfahrungsgemäß zeitaufwendig und mühevoll ist, stehen für Hedge Fonds allerdings unüberwindbare Hindernisse entgegen.

Eine sich auf Hedge Fonds auswirkende Beschränkung ist etwa in § 2 Abs. 1 Nr. 4 AusInvestmG enthalten. Danach ist der Vertrieb ausländischer Anteile nur zulässig, wenn Vertragsbedingungen oder Satzung der Investmentgesellschaft vorsehen, dass keine Wertpapiere leer verkauft werden (lit. g). Ferner dürfen kurzfristige Kredite zu Lasten des Wertpapiervermögens nur in Höhe von (bis zu) 10 % des Vermögens aufgenommen werden (lit. f).

Nach alledem konnte bislang – soweit ersichtlich – kein ausländischer Hedge Fonds in Deutschland zum öffentlichen Vertrieb nach den Vorschriften des AusInvestmG zugelassen werden. Ungeachtet dessen ist aber eine Privatplatzierung von ausländischen Hedge Fonds-Anteilen aufsichtsrechtlich zulässig. Eine drohende Strafbesteuerung bei sog. "schwarzen Fonds" nach § 18 Abs. 3 AusInvestmG steht jedoch auch einer Privatplatzierung prinzipiell entgegen. Aus diesem Grund ist seit einiger Zeit eine Spielart der Privatplatzierung von Hedge Fonds im Vordringen befindlich,<sup>42</sup> die sich auf § 1 Abs. 2 AusInvestmG stützt. Danach gelten die Vertriebsvorschriften des AusInvestmG nicht für solche ausländischen Investmentanteile, die an einer inländischen Börse zum Amtlichen Markt oder zum Geregelteten Markt zugelassen sind, sofern kein Vertrieb im Sinne des § 1 Abs. 1 AusInvestmG stattfindet.<sup>43</sup> Obgleich es widersinnig klingt, wird diesbezüglich zu Recht von einer "Privatplatzierung über die Börse" gesprochen.<sup>44</sup> Der Vorteil dieser Ausnahme zeigt sich jedoch erst im Zusammenspiel mit § 17 AusInvestmG aus dem Katalog der einschlägigen Steuervorschriften. Diese Norm betrifft die sog. "weißen Fonds". Diese sind hinsichtlich der Besteuerung teilweise inländischen

---

<sup>42</sup> Siehe beispielsweise Unternehmensberichte für die Zulassung von Anteilen zum Geregelteten Markt der Baden Württembergischen Wertpapier-Börse: Alpha-Invest der Unico Asset Management S. A., Luxemburg, Januar 2003; Partners Group Alternative Strategies PCC Ltd. (Guernsey), Januar 2003; Aureus Fund (Ireland) plc., September 2002, allesamt verfügbar unter <http://www2.boerse-stuttgart.de/pdf/download.htm>; wohl a. A. *Gerke/Mager/Kiehn* (Fn. 10), Fn. 6.

<sup>43</sup> Vgl. *Berger/Scherl* (Fn. 40), S. 1164.

<sup>44</sup> *Dittrich*, Die Privatplatzierung im deutschen Kapitalmarktrecht, 1997, S. 56 f.

Sondervermögen gleichgestellt.<sup>45</sup> Insbesondere sind nach § 17 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 AuslInvestmG Ausschüttungen von solchen Fonds insoweit beim Privatanleger steuerfrei, als sie Gewinne aus der Veräußerung von Wertpapieren (sog. Veräußerungsgewinne) enthalten.<sup>46</sup> Diesen bestmöglichen Steuerstatus können nur ausländische Fonds erhalten, die im Inland zum öffentlichen Vertrieb berechtigt sind oder an einer deutschen Börse zum Amtlichen oder Geregeltten Markt zugelassen sind.<sup>47</sup> Da die erste Alternative bekanntlich nicht in Betracht kommt, hat sich die Branche die zweite Alternative zunutze gemacht.<sup>48</sup> Allerdings ist die Privatplatzierung über die Börse nicht für jeden Hedge Fonds eine passende Handlungsmöglichkeit. Zwar gilt in Zeiten einer Baisse insbesondere das sog. *High-Net-Worth-Segment*<sup>49</sup> als besonders attraktiv. Aber es gilt zum einen börsenrechtliche Hindernisse zu überwinden.<sup>50</sup> Zum anderen hängt es von der Beschaffenheit der vom Fonds generierten Einkünfte ab, ob sich die Vorteile des § 17 AuslInvestmG auf den Privatanleger auswirken. Für Hedge Fonds hingegen, die aufgrund der Art ihrer Strategien überwiegend Veräußerungsgewinne generieren, ist die Privatplatzierung über die Börse schon heute eine attraktive Gestaltung,<sup>51</sup> zumal damit ein gewisses Maß an Vertrauensschutz einhergeht. Dem Vernehmen nach wird der Gesetzgeber börsennotierte

---

<sup>45</sup> Vgl. *Kayser/Steinmüller* (Fn. 4), 1275; zu den Unterschieden s. *Fock*, RIW 2003, 118, 121.

<sup>46</sup> S. dazu *Brinkhaus* in *Brinkhaus/Scherer*, AuslInvestmG, § 17 Rdn. 76 f.

<sup>47</sup> Daneben muss die ausländische Investmentgesellschaft einen steuerlichen Vertreter im Inland bestellen (§ 17 Abs. 3 Nr. 1b AuslInvestmG) und die Besteuerungsgrundlagen dem Bundesamt für Finanzen nachweisen (§ 17 Abs. 3 Nr. 2 AuslInvestmG). Erfahrungsgemäß ist dieser Nachweis für Hedge Fonds ein praktisches Problem, da die Einkommensquellen ausländischer Hedge Fonds verschiedenartig und zumeist nur schwer unter deutsche Begriffsbestimmungen zu subsumieren sind.

<sup>48</sup> S. dazu die Beispiele in Fn. 42.

<sup>49</sup> Damit ist die Kapitalanlage von vermögenden Privatpersonen beschrieben. Da eine Privatplatzierung zumeist beratungsintensiv ist und somit hohe Vertriebskosten verursacht, wird sich dabei in der Regel auf wenige Personen, die verhältnismäßig hohe Beträge anlegen können, konzentriert.

<sup>50</sup> Eine erwägenswerte Alternative zu einer direkten Börsenzulassung in Deutschland ist das sog. *Dual Listing*. Nach § 35 Abs. 1 i.V.m. Abs. 3 BörsG können Wertpapiere (hier: Investmentfondsanteile), die gleichzeitig oder annähernd gleichzeitig an einer Börse in einem anderen EU-Staat und im Inland zum Handel zugelassen werden sollen, aufgrund des von der ausländischen Zulassungsstelle gebilligten Börsenprospekts im Wege der gegenseitigen Anerkennung unter vereinfachten Bedingungen im Inland zum Börsenhandel zugelassen werden. In der Praxis hat sich der Weg über die Irish Stock Exchange in Dublin eingebürgert, die sich auf das Listing von Investmentfonds spezialisiert hat. Als Beispiel für diesen Weg sei auf den Börsenprospekt von Aureus Fund (Ireland) plc. ISIN Number IE0031772803 vom 5. September 2002 (s. Fn. 42) verwiesen. In diesem Fall wurde die Zulassung zum Geregeltten Markt der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse im Wesentlichen auf den von der irischen Zulassungsstelle gebilligten, englischsprachigen Börsenprospekt gestützt.

<sup>51</sup> Wohl a. A. *Gerke/Mager/Kiehn* (Fn. 10), 479.

Hedge Fonds, die sich nach § 1 Abs. 2 i. V. m. § 17 AuslInvestmG ausgerichtet haben, durch eine Neuregelung im geplanten Investmentgesetz oder Investmentsteuergesetz nicht schlechter stellen.

#### **2.1.4 Zwischenergebnis**

Das KAGG in seiner heutigen Fassung steht der Auflegung von Hedge Fonds-Sondervermögen entgegen. Namentlich das Verbot von Leerverkäufen und die eingeschränkte Fremdfinanzierung von Wertpapiergeschäften für das Sondervermögen verhindern die Umsetzung zentraler Hedge Fonds-Strategien.

Eine analoge Anwendung des KAGG auf sonstige deutsche Hedge Fonds-Gestaltungen ist aus dogmatischen Gründen ausgeschlossen. Mithin eröffnet das KAGG einen Regelungsfreiraum für deutsche Alternativgestaltung, die gegenwärtig keinen aufsichtsrechtlichen Beschränkungen unterliegen.

Auf den ersten Blick vermittelt das AuslInvestmG einen Schutz gegen den direkten öffentlichen Vertrieb von unregulierten ausländischen Hedge Fonds. Eine Zulassung zum öffentlichen Vertrieb von *Off-Shore* Fonds in Deutschland scheidet aus, da das AuslInvestmG ebenfalls die Fremdfinanzierung von Wertpapiertransaktionen einschränkt und ein Verbot für Leerverkäufe ausspricht. Gleichwohl ist es in der Praxis gelungen, Alternativgestaltungen zu entwickeln. Allen voran handelt es sich dabei um Gestaltungen, die einem deutschen Anleger – wirtschaftlich betrachtet – die Teilnahme an einem ausländischen Hedge Fonds über Inhaberschuldverschreibungen oder Genussscheine ermöglichen. Aber auch die Börsennotierung von ausländischen Hedge Fonds ist ein gangbarer Weg, um ausländische Hedge Fonds-Anteile in Deutschland zumindest im Wege der Privatplatzierung zu vertreiben.

#### **2.2. Alternative Gestaltungen**

Angesichts der aus dem AuslInvestmG resultierenden Beschränkungen haben sich in Deutschland schon des längeren alternative Gestaltungen eingebürgert. Selbst Privatanleger können sich derzeit – zum Beispiel über sog. Zertifikatsstrukturen – mittelbar an der wirtschaftlichen Entwicklung von Hedge Fonds oder Hedge Fonds Referenzaktiva (Indices) teilhaben.<sup>52</sup>

---

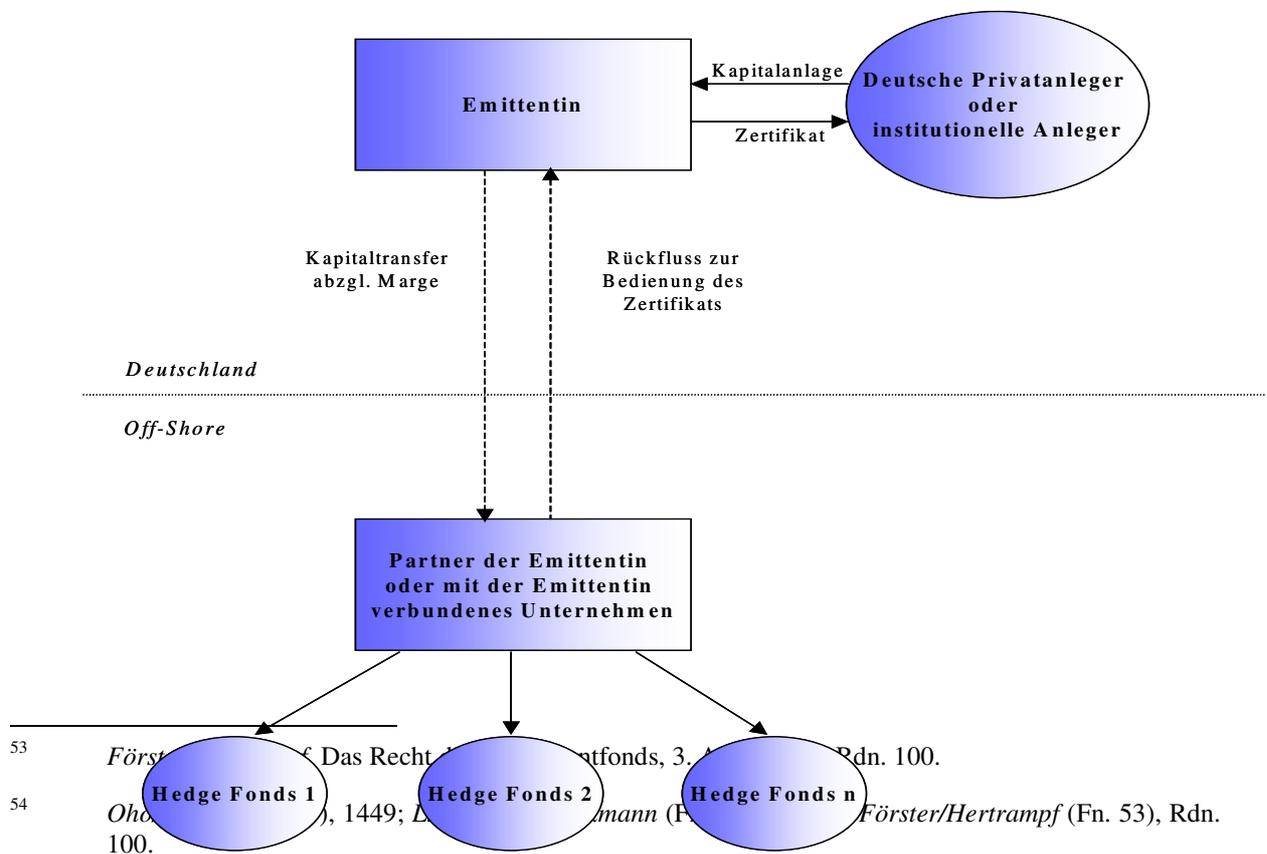
<sup>52</sup>

Zu Spielarten dieser indirekten, wirtschaftlichen Beteiligung deutscher Anleger an ausländischen Hedge Fonds s. *Kaysner/Steinmüller* (Fn. 4), 1277.

## 2.2.1 Indexzertifikate

Indexzertifikate sind Wertpapiere mit oder ohne Laufzeit, deren Wert sich an einem Referenzaktivum orientiert.<sup>53</sup> Zivilrechtlich gesehen handelt es sich dabei um Inhaberschuldverschreibungen i. S. v. § 793 BGB. Die Emittentin (in der Regel eine deutsche Geschäftsbank) zahlt dem Anleger entweder am Ende der Laufzeit oder – bei "open end-Zertifikaten" ohne Laufzeit – zu vertraglich festgesetzten Zeitpunkten den Betrag, den das jeweilige Referenzaktivum angibt.<sup>54</sup>

Beispielhafte Abbildung:



## 2.2.2 Anwendbarkeit des AusInvestmG

Als äußerst vielschichtig erweist sich in diesem Zusammenhang die Frage nach der rechtlichen, insbesondere steuerrechtlichen Behandlung von derartigen Zertifikaten im Lichte des AusInvestmG. Die Zertifikate werden nicht nur – wie im Beispiel – von inländischen Geschäftsbanken oder deren Tochtergesellschaften, sondern auch von ausländischen Finanzintermediären begeben. Mithin stellt sich die Frage nach der Anwendbarkeit des AusInvestmG auf der Ebene zwischen Emittentin und Investoren oder auf der Ebene zwischen Emittentin und Referenzaktivum.

Die Antwort darauf ergibt sich aus § 1 Abs. 1 AusInvestmG. Danach sind ausländische Investmentanteile nur solche Anteile an einem ausländischem Recht unterstehenden Vermögen aus (u. a.) Wertpapieren, das nach dem Grundsatz der Risikomischung angelegt ist (siehe dazu bereits oben 2.1.3). Mit Blick auf Indexzertifikate, die von einer deutschen Emittentin ausgegeben werden, hat die BaFin die mittlerweile gefestigte Rechtsansicht entwickelt, wonach das AusInvestmG nicht anwendbar ist. Es könne sich bei den Indexzertifikaten deshalb nicht um ausländische Investmentanteile handeln, weil deutsche Anleger nur "Anteile" einer deutschen Emittentin erwerben.<sup>55</sup>

Diese Ansicht erscheint plausibel, blendet aber wohl aus praktischen Gründen die Frage aus, ob die deutsche Emittentin eventuell einen ausländischen Investmentanteil hält, der in steuerlicher Hinsicht als schwarzer Fonds zu qualifizieren ist.<sup>56</sup> Dem Vernehmen nach konnte diese Frage schon deshalb nicht abschließend beantwortet werden, weil die Verknüpfung zwischen der Emittentin und dem Referenzaktivum oft nicht transparent ist. In Betracht kommen u. a. eine gesellschaftsrechtliche Verknüpfung, d. h. die deutsche Emittentin hält einen Anteil an einer ausländischen Gesellschaft (verbundenes Unternehmen), die ein Referenzaktivum abbildet. Mithin würde das Anlagevermögen mittelbar über das Indexzertifikat und den Anteil an dem verbundenen Unternehmen dem Hedge Fonds-Portfolio zugeführt werden.

Praxisnäher ist die Verwendung eines sog. *Total Return Swap*. Damit ist lediglich eine wirtschaftliche Verknüpfung zwischen der deutschen

---

<sup>55</sup> So auch *Oho/Rommel* (Fn. 9), 1452, die in diesem Zusammenhang unter Verweis auf die Gesetzesbegründung mit triftigen Gründen auch das Vorliegen des Tatbestandsmerkmals "Anteil" in Frage stellen.

<sup>56</sup> Vgl. *Kayser/Steinmüller* (Fn. 4), 1277 f.

Emittentin und einem ausländischen Partner, der das Referenzaktivum zusammenstellt, gegeben. Ein *Total Return Swap* zeichnet sich durch zwei gegenläufige Zahlungsströme aus. Das von der deutschen Emittentin vereinnahmte Anlagevermögen wird zumindest wertmäßig auf Grundlage einer schuldrechtlichen Vereinbarung dem ausländischen Partner zugeführt, der wiederum damit das Referenzaktivum abbildet. Etwaige Zugewinne sowie der Liquidationserlös fließen unter Abzug einer bestimmten Marge an die Emittentin zurück.

Der *Total Return Swap* stellt zwar keinen Anteil im gesellschaftsrechtlichen Sinne dar. Eine gesellschaftsrechtliche Verbindung wird von der BaFin als Voraussetzung für die Anwendung von § 1 Abs. 1 AusInvestmG allerdings nicht gefordert. Es ist unerheblich, ob der Anteil (Mit-)Eigentum, einen schuldrechtlichen Anspruch auf Beteiligung an einem bestimmten Vermögen und/oder mitgliedschaftliche Rechte gewährt. Insbesondere kommt es nicht auf eine Verbriefung des Anteils an. Anteil im Sinne des AusInvestmG ist demnach ein Recht, das dem Inhaber einen Anspruch auf Teilhabe an den wesentlichen wirtschaftlichen Chancen und Risiken eines bestimmten ausländischen Vermögens vermittelt.<sup>57</sup>

Somit kann dahinstehen, ob eine gesellschaftsrechtliche Beteiligung vorliegt. Ausschlaggebend ist stets das Ergebnis einer wirtschaftlichen Betrachtung,<sup>58</sup> die bei der rechtlichen Beurteilung von Sachverhalten erhebliche Schwierigkeiten bereiten kann. Erfahrungsgemäß orientiert sich die BaFin an einer Faustformel, wonach der Anteilbegriff regelmäßig erfüllt ist, wenn er dem deutschen Anleger die Chancen ("*upside*") und die Risiken ("*downside*") des ausländischen Vermögens vermittelt. In Bezug auf auf von einer deutschen Emittentin ausgegebene Indexzertifikate wird dieser Gedanke schon aus praktischen Gründen nicht mehr aufgegriffen werden. Das Marktvolumen von deutschen Hedge Fonds-Zertifikaten hat bereits normative Kraft entfaltet. Allerdings sind damit nicht zugleich Fälle entschieden, in denen eine ausländische Emittentin das Zertifikat in Deutschland vertreibt. Die BaFin könnte die Frage aufwerfen, ob etwa ein *Total Return Swap* je nach Ausgestaltung die Chancen und Risiken eines risikogemischten Wertpapiervermögens vermittelt. Um diese Frage beantworten zu können, müsste die BaFin jedoch den Sachverhalt selbst ausforschen oder – soweit rechtlich möglich – von

---

<sup>57</sup> Brinkaus/Scherer (Fn. 46), § 1, Rdn. 27 m. w. N.

<sup>58</sup> Oho/Rommel (Fn. 9), 1450 ff. m. w. N.

der Emittentin Informationen über die Verknüpfung mit dem Referenzaktivum verlangen.

Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang ein aktueller Fall<sup>59</sup>, in dem eine luxemburgische Aktiengesellschaft Schuldverschreibungen ("Zertifikate") emittiert, die in Deutschland öffentlich vertrieben werden. Die Schuldverschreibungen wurden an der Börse im Sitzstaat zum Handel zugelassen. In Deutschland erfolgte keine Börsenzulassung, sondern der Vertrieb wurde gestützt auf § 15 Abs. 3 Verkaufsprospektgesetz ("VerkProspG") in die Wege geleitet. Nach § 15 Abs. 3 VerkProspG kann ein (Börsen-) Verkaufsprospekt bezüglich Wertpapiere eines Emittenten mit Sitz in einem anderen EU-Staat in Deutschland veröffentlicht werden, wenn eine Börsenzulassung in Deutschland nicht beantragt wurde.<sup>60</sup> In diesem Zusammenhang stellt sich erstmals die Frage nach dem Rangverhältnis zwischen VerkProspG und AusInvestmG.

Der Anwendungsbereich des VerkProspG ist eröffnet, wenn in Deutschland Wertpapiere außerhalb der Börse erstmals öffentlich angeboten werden sollen. Der Anbieter solcher Wertpapiere ist nach § 1 Abs. 1 VerkProspG verpflichtet, einen Verkaufsprospekt zu erstellen und bei der BaFin zur Vollständigkeitsprüfung zu hinterlegen. Vom Wertpapierbegriff des VerkProspG sind nach § 3 Nr. 3 VerkProspG ausländische Investmentanteile ausdrücklich ausgenommen. Der Gesetzgeber hat dem AusInvestmG Vorrang vor dem VerkProspG eingeräumt, da der Schutzbereich des AusInvestmG spezieller und weitgehender ist.

Wenn also – wie in dem in Rede stehenden Fall – die BaFin, die sowohl für die Ausführung des VerkProspG als auch für die Ausführung des AusInvestmG zuständig ist, gestützt auf § 15 Abs. 3 VerkProspG den öffentlichen Vertrieb von derartigen Schuldverschreibungen duldet, verneint sie damit inzident die Anwendbarkeit des AusInvestmG. Die Gründe dafür müssen an dieser Stelle dahinstehen. In der Praxis wurde dieses Beispiel aber mit Wohlwollen zur Kenntnis genommen.

---

<sup>59</sup> Merrill Lynch Alternative Investment Index-Zertifikat bezüglich Ferro Absolute Return Index, Information Memorandum vom 30. Oktober 2002, WKN 865 008, <http://www.certificates.ml.com/DE/home.asp>, s. dazu o.V., Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 27. April 2003, S. 45.

<sup>60</sup> Zum behördlichen Verfahren s. *Assmann/Lenz/Ritz*, VerkProspG, 2001, § 15, Rdn. 21 ff.

### III. Teil 2: Ausländische Regelungsansätze

#### 1. Rechtslage in den USA

Hedge Fonds genießen in den USA einen weitgehenden Regelungsfreiraum. Seit dem Beinahe-Zusammenbruch von *Long Term Capital Management*<sup>61</sup> wurden in den USA erstmals ernsthafte Rufe nach einer Regulierung von Hedge Fonds laut.<sup>62</sup> Im Juni 2002 begann die *Securities and Exchange Commission (SEC)* damit, den Aufbau und die Handlungsweise von Hedge Fonds zu untersuchen sowie der Frage nachzugehen, ob es einer Regulierung von Hedge Fonds, insbesondere hinsichtlich des *short selling* und *leverage* bedarf.<sup>63</sup>

Hedge Fonds sind regelmäßig nicht nach US-amerikanischem Bundeswertpapierrecht registriert<sup>64</sup> und werden überwiegend in *Off-Shore* Jurisdiktionen gegründet.<sup>65</sup> Dementsprechend ist beispielsweise der Einsatz von Fremdkapital nicht beschränkt. Folglich kann ein Hedge Fonds einen größeren Fremdkapitalhebel einsetzen als eine registrierte Investmentgesellschaft. Die Vorschriften des *Investment Company Act of 1940*, des *Securities Act of 1933*, des *Investment Advisers Act of 1940* und des *Securities Exchange Act of 1934* sind zwar grundsätzlich zu beachten. In der Praxis wird jedoch über den Weg von Befreiungstatbeständen dieser Regulierung ausgewichen.<sup>66</sup>

---

<sup>61</sup> Associated Press, Other Hedge Funds May Be In Trouble, SEC Chief Says, *The Buffalo News*, Sept. 30 1998, S. 1C; Eagle Global Value Is Compelled to Begin Liquidation Holdings, *Wall Street Journal*, Oct. 12, 1998, S. C15; *Pacelle*, Vranor's Ellington Management Sells Big Chunks of Hedge Fund's Holdings, *Wall Street Journal*, Oct. 13, 1998, S. A3; *Ictus Alternative Investment Fund LTD v. Merrill Lynch & Co., Inc.*, in *Derivatives Litig. Rep.*, Mar. 18, 1999, S. 6; *Crescent Porter Hale Foundation v. Pryt*, No. S078809, in *Derivatives Litig. Rep.*, June 3, 1999, S. 5; *Edwards*, Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management, 13 *J. Econ. Persp.* 1999, 189, 190; *International Herald Tribune*, September 26-27, 1998, S. 1; s. auch Fn. 7.

<sup>62</sup> *Gibson* (Fn. 36), S. 681; Statement of William H. Donaldson Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission, April 10, 2003, Hedge Funds, Congressional Testimony by Federal Document Clearing House, S. 2.

<sup>63</sup> Statement of William H. Donaldson (Fn. 62), S.1.

<sup>64</sup> *Rudolf/Burt*, American Law Institute-American Bar Association, November 14-15, 2002, S. 357; *Gibson* (Fn. 36), S. 688.

<sup>65</sup> *Gibson* (Fn. 36), S. 683; *Edwards* (Fn. 61), S. 190 .

<sup>66</sup> *Gibson* (Fn. 36), S. 688; *Dunbar*, *Inventing Money*, 2000, S. 120; *Gatsik* (Fn. 7), S. 602.

Eine Voraussetzung ist der Vertrieb von Hedge Fonds-Anteilen im Wege der Privatplatzierung.<sup>67</sup> Ein öffentliches Angebot über Medien ist also ausgeschlossen.<sup>68</sup> Überdies richtet sich das Angebot nur an "*accredited investors*".<sup>69</sup> Dieser Begriff umfasst natürliche Personen, die über ein Einkommen von mehr als 200.000 USD bzw. mit Ehepartner mehr als 300 000 USD verfügen oder allein oder mit ihrem Ehepartner ein Nettovermögen von über 1 Mio. USD aufweisen.<sup>70</sup>

Der vorstehend beschriebene Ausnahmetatbestand begrenzt die Zahl der Anleger auf 100 Personen.<sup>71</sup> Seit der Umsetzung eines Finanzmarktförderungsgesetzes<sup>72</sup> im Jahre 1996 reicht es nach einer weiteren Ausnahmegesetzgebung dagegen aus, wenn es sich bei den Anlegern eines Hedge Fonds um "*qualified purchasers*" handelt.<sup>73</sup> Von diesem Begriff sind sowohl institutionelle Anleger als auch Privatanleger erfasst. Privatanleger müssen über ein Anlagevermögen von mindestens 5 Mio. USD verfügen, um sich entsprechend zu qualifizieren. Für institutionelle Anleger wird ein Anlagevermögen in Höhe von 25 Mio. USD verlangt.<sup>74</sup> Der Grund für diese Ausnahmeregelung ist die Überzeugung des Gesetzgebers, wonach wohlhabende Privatanleger sowie institutionelle Anleger sich selbst schützen können.

## 2. Rechtslage in Luxemburg

In Luxemburg bildet ein behördliches Rundschreiben<sup>75</sup> zur Konkretisierung des Investmentgesetzes von 1988 den spezifischen rechtlichen Rahmen für Hedge Fonds. Die Auflegung von Hedge Fonds ist danach in Luxemburg grundsätzlich zulässig. Das Rundschreiben legt die Voraussetzungen für die

---

<sup>67</sup> S. dazu Report of The President's Working Group on Financial Markets, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, 1999, S. 11; *Steck*, (Fn. 7), S. 192 ff.

<sup>68</sup> 15 U.S.C. § 80a-3(c) (1). Danach greift eine Ausnahme von der Registrierungspflicht, wenn die Zahl der Anleger 100 Personen nicht übersteigt und kein öffentliches Angebot vorliegt.

<sup>69</sup> 17 C.F.R. § 230.501(a).

<sup>70</sup> 17 C.F.R. § 230.215.

<sup>71</sup> 15 U.S.C. § 80a-3 (c) (1).

<sup>72</sup> National Securities Markets Improvement Act of 1996. Dazu *Steck* (Fn. 7), S. 195 ff.; *Ledermann* (Fn. 1), S. 406.

<sup>73</sup> 15 U.S.C. § 80a-3(c)(7); vgl. auch Working Group (Fn. 67), C-3.

<sup>74</sup> 15 U.S.C. § 80a-2 (a) (51) (A) (i)-(iv).

<sup>75</sup> Rundschreiben der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 02/80, verfügbar unter [www.cssf.lu/docs/cssf02\\_80.pdf](http://www.cssf.lu/docs/cssf02_80.pdf).

Verfolgung alternativer Anlagestrategien durch den Einsatz von Derivaten, Leerverkäufen und Fremdfinanzierung fest.

Besondere Bedeutung misst die luxemburgische Aufsichtsbehörde den Promotoren von Hedge Fonds bei. Entscheidend sind insbesondere die berufliche Qualifikation und die Erfahrung der führenden Verwaltungsorgane sowie der Anlageverwalter und -berater.<sup>76</sup>

Unter anderem beinhaltet das Rundschreiben Bestimmungen bezüglich Risikostreuung bei Leerverkäufen. Danach kann ein Hedge Fonds beispielsweise eine Leerposition auf nicht-börsennotierte Wertpapiere eingehen, sofern es sich dabei um liquide Wertpapiere handelt, die nicht mehr als 10% der Aktiva des Hedge Fonds ausmachen.<sup>77</sup>

Daneben darf die Summe der Verpflichtungen aus Leerverkäufen zu keinem Zeitpunkt 50% der Aktiva des Hedge Fonds überschreiten.<sup>78</sup>

Schließlich muss der Verkaufsprospekt eine Beschreibung des Hedge Fonds sowie der mit der Anlagepolitik verbundenen Risiken enthalten.<sup>79</sup> Überdies muss der Verkaufsprospekt einen Hinweis auf ein überdurchschnittliches Risiko der Kapitalanlage geben.<sup>80</sup> Eine Beschränkung der zulässigen Anleger besteht grundsätzlich nicht. Luxemburgische Hedge Fonds können somit auch als Retailprodukt gestaltet werden.

### 3. Rechtslage in der Schweiz

Rechtlicher Ausgangspunkt für Hedge Fonds ist das schweizerische Anlagengesetz (AFG)<sup>81</sup> und die dazugehörigen Ausführungsbestimmungen.

Nach Art. 35 Abs. 1 AFG gelten Anlagengesetz, die weder Effektenfonds noch Immobilienfonds sind, als "übrige Fonds". Danach können schweizerische oder ausländische<sup>82</sup> Hedge Fonds von der schweizerischen Aufsichtsbehörde<sup>83</sup>

---

<sup>76</sup> Vgl. Präambel des Rundschreibens (Fn. 75).

<sup>77</sup> Vgl. A.1.a) des Rundschreibens (Fn. 75).

<sup>78</sup> Vgl. A.3. des Rundschreibens (Fn. 75).

<sup>79</sup> Vgl. H.1. des Rundschreibens (Fn. 75).

<sup>80</sup> Vgl. H.2. des Rundschreibens (Fn. 75).

<sup>81</sup> Gesetz vom 18. März 1994, verfügbar unter [www.admin.ch/ch/d/sr/9/951.31.de.pdf](http://www.admin.ch/ch/d/sr/9/951.31.de.pdf).

<sup>82</sup> Ausländische Anlagengesetz unterstehen ungeachtet ihrer Rechtsform dem Anlagengesetz und der Anlagengesetzverordnung (Art. 44-46 AFG, Art. 55-61 AFV). Allerdings bedarf der Vertreter in der Schweiz einer Bewilligung und der Fonds muss selbst zugelassen werden.

genehmigt werden, ohne die strengen Regeln für herkömmliche Effektenfonds erfüllen zu müssen. Nach Art. 35 Abs. 2 AFG dürfen übrige Fonds auch in Anlagen investieren, die nur beschränkt marktgängig sind, hohen Kursschwankungen unterliegen, begrenzte Risikoverteilung aufweisen oder deren Bewertung erschwert ist (z.B. börsengehandelte Termin- und Optionskontrakte oder standardisierte, derivative Finanzinstrumente).<sup>84</sup> Enthalten Anlagen der übrigen Fonds ein besonderes Risiko, das nicht mit dem Risiko von herkömmlichen Effektenfonds vergleichbar ist, handelt es sich um Fonds mit besonderem Risiko.<sup>85</sup>

Auch das AFG stellt ferner spezielle Anforderungen an die Qualifikation des Management.<sup>86</sup> So muss etwa die Fondsleitung aus mindestens zwei Geschäftsführern mit entsprechender fachlicher Eignung und mindestens fünf Jahren Berufserfahrung im Bereich der beabsichtigten Anlagen bestehen.<sup>87</sup>

Schließlich muss im Sinne des Anlegerschutzes ein Hinweis auf das besondere Risiko, das mit Hedge Fonds verbunden ist, gegeben werden. Dieser Warnhinweis, der von der Aufsichtsbehörde zu genehmigen ist, muss sowohl im Verkaufsprospekt als auch in der Werbung verwendet werden.<sup>88</sup>

Die Anleger müssen sich für eine Beteiligung an einem Hedge Fonds nicht besonders qualifizieren.

#### **IV. Teil 3: Analyse und Ausblick auf eine deutsche Regulierung**

##### **1. Keine materielle Produktregulierung**

Wohlwollend hat die internationale Hedge Fonds-Branche die jüngsten Äußerungen der Bundesregierung aufgenommen, wonach es im Zuge der Umsetzung eines Finanzmarktförderungsplans auch eine praxistaugliche Regulierung von Hedge Fonds in Deutschland geben werde.<sup>89</sup> Dies ist Grund

---

<sup>83</sup> Eidgenössische Bankenkommission (EBK), [www.ebk.ch](http://www.ebk.ch).

<sup>84</sup> Anlagefonds im Sinne dieser Vorschrift dürfen etwa dauernd unbeschränkt flüssige Mittel halten, soweit dies das Anlageziel erfordert, Art. 42 Abs. 1 AFG; s. auch o.V., Börsenzeitung vom 6. Februar 2003, S. 4.

<sup>85</sup> Art. 36 Abs. 6 AFG.

<sup>86</sup> Art. 35 Abs. 4 AFG.

<sup>87</sup> Art. 44 AFV.

<sup>88</sup> Art. 45 AFV.

<sup>89</sup> S. *Narat*, Handelsblatt vom 13.03.2003, S. 17; *Heeg*, Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 09.03.2003, S. 41; *Beck*, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 04.03.2003, S. 21; *Busack*, Financial

genug, um vor dem Hintergrund der bisherigen Erkenntnisse die bevorstehende Regulierung rechtlich zu würdigen:

Soweit sich das an dieser Stelle bereits sagen lässt, sollen u. a. die schweizerischen und luxemburgischen Vorschriften als Leitbild dienen.<sup>90</sup> Voraussichtlich wird es keine materielle Produktregulierung in der Form geben, wie es das KAGG gegenwärtig für herkömmliche Wertpapier-Sondervermögen vorsieht. Mithin werden die strengen Anlagegrenzen im Sinne von §§ 8 ff. a. F. KAGG nicht gelten, denn ansonsten ließen sich die üblichen Hedge Fonds-Strategien nicht umsetzen. Besonders zu begrüßen ist der Regelungsfreiraum, der Hedge Fonds für Leerverkäufe und kreditfinanzierte Wertpapiergeschäfte belassen werden soll.<sup>91</sup> Nach allem kann die Branche bei der Konzeption und Verwaltung deutscher Hedge Fonds mit großer Flexibilität rechnen. Das spricht für einen wettbewerbsfähigen deutschen Regelungsansatz.

## 2. Qualität und Transparenz

In Anlehnung an die schweizerische Regulierung<sup>92</sup> könnte der deutsche Gesetzgeber gesteigerte Anforderungen an die fachliche Eignung und die Erfahrung des Hedge Fonds-Management stellen. Ein entsprechender Nachweis müsste bereits bei Zulassung des Hedge Fonds erbracht werden. Dieser Qualitätsstandard ließe sich wohl nur durch eine laufende Aufsicht der BaFin auf Dauer sicher stellen.

Des Weiteren ist nach dem Vorbild der schweizerischen Regulierung auch mit einem obligatorischen Hinweis auf das gesteigerte Risiko eines Hedge Fonds in den Verkaufsunterlagen und in der Werbung zu rechnen.<sup>93</sup> Ohnehin ist eine weitgehende Produkttransparenz erforderlich. Damit erhält der Anleger zumindest die Möglichkeit, konkurrierende Hedge Fonds miteinander zu

---

Times Deutschland vom 27.02.2003, S. 22, *Sommerfeldt/Zschäpitz*, Die Welt vom 12.02.2003, S. 17; *Marschall/Bauer*, Financial Times Deutschland vom 06.03.2003, S. 19; *Ruhkamp*, Börsenzeitung vom 08.02.2003, S. 3; *Wiegmann*, Die Welt vom 08.03.2003, S. 21; Bundesministerium der Finanzen, Eckpunktepapier: Der Finanzmarktförderplan 2006, verfügbar unter [www.bundesfinanzministerium.de/Anlage17309/Eckpunktepapier-Der-Finanzmarktfoerderplan-2006.pdf](http://www.bundesfinanzministerium.de/Anlage17309/Eckpunktepapier-Der-Finanzmarktfoerderplan-2006.pdf); dasselbe, Pressemitteilung: Stärkung des Finanzplatzes Deutschland durch den Finanzmarktförderplan 2006, Nr. 35/2003 vom 06.03.2003.

<sup>90</sup> O.V., Börsenzeitung vom 06.03.2003, S. 8; *Busack* (Fn. 89), S. 22; *Narat* (Fn. 89), S. 17; *Ruhkamp* (Fn. 89), S. 3.

<sup>91</sup> Eckpunktepapier (Fn. 89), S. 4; o.V., Börsenzeitung vom 06.03.2003, S. 8; *Marschall/Bauer* (Fn. 89), S. 19.

<sup>92</sup> S. dazu oben III 3.

<sup>93</sup> O.V., Börsenzeitung vom 06.03.2003, S. 8.

vergleichen. Werden dem Anleger u. a. Informationen zu der Anlagestrategie, den Anlagegrenzen, der Risikostreuung, dem Risikomanagement, den Kosten, den Rückgabebedingungen und zu der Fondsverwaltung gegeben, so hat er zumindest die Grundlage für eine sachgerechte Anlageentscheidung. Weitgehende Informationspflichten können eine materielle Produktregulierung teilweise ersetzen.

### **3. Zugang für private und institutionelle Anleger**

Soweit ersichtlich plant der Gesetzgeber sowohl Privatanlegern als auch institutionellen Anlegern den Zugang zu Hedge Fonds zu gewähren.<sup>94</sup> Allerdings sollen sich deutsche Privatanleger grundsätzlich nur über Dachfonds an einzelnen Hedge Fonds beteiligen können. Dachfonds bieten per se ein Mindestmaß an Risikostreuung. Beispielsweise dürfen luxemburgische Dachfonds nicht mehr als 20 % ihres Nettovermögens auf einzelne Hedge Fonds konzentrieren.<sup>95</sup> Mit der Kapitalanlage über verschiedene Sub-Fonds geht erfahrungsgemäß auch eine Diversifikation der Anlagestrategien einher. Auch dies könnte zur gesetzlichen Voraussetzung werden. Hingegen soll institutionellen Anlegern, die zumeist beträchtliche Mittel anlegen, der Direktzugang zu einzelnen Hedge Fonds gewährt werden. Der Gesetzgeber greift damit den in anderen Jurisdiktionen bereits üblichen Gedanken auf, wonach sich Großanleger selbst gegen ein Verlustrisiko schützen können. Es ist u. E. praxisgerecht und rechtlich zu befürworten, würde der Gesetzgeber diesen Gedanken auch auf vermögende Privatanleger übertragen. Das US-amerikanische Recht kann insofern als Vorbild dienen. Eine gesetzlich festgelegte Mindestanlage würde Kleinanleger abschirmen, wobei sich über den effektiven Schwellenwert sicherlich diskutieren lässt.

### **4. Rechtsformen: KAG und Investment-AG**

Eine entscheidende Frage wird sein, in welcher Rechtsform deutsche Hedge Fonds gestaltet werden können. In der Diskussion steht eine sog. "KAG-Light".<sup>96</sup> Damit ist eine Kapitalanlagegesellschaft im Sinne von § 1 Abs. 1 a. F. KAGG gemeint, die im Vergleich zu der herkömmlichen Form weniger strengen Vorschriften bei der Verwaltung von Hedge Fonds-Sondervermögen unterliegt. Denkbar sind ferner Abstriche bei der Mindestkapitalisierung und der organisatorischen Ausstattung der "KAG-Light". Außerdem müsste aus praktischen Gründen eine weitgehende Auslagerung von Geschäftsbereichen

---

<sup>94</sup> Eckpunktepapier (Fn. 89); S. 3; *Busack* (Fn. 89), S. 22.

<sup>95</sup> Vgl. Bestimmung C. des Rundschreibens (Fn. 75).

<sup>96</sup> *Ruhkamp* (Fn. 89), S. 3; *Narat* (Fn. 89), S. 17.

auf einen Dritten<sup>97</sup> zulässig sein. Dies gilt insbesondere für das Fondsmanagement. Nur dann könnten sich in Deutschland ansässige Hedge Fonds über Dienstleistungsverträge die Expertise, die bereits in anderen Ländern (wie z. B. Großbritannien oder USA) vorhanden ist, erschließen.

Angesichts der Erfahrungen mit Hedge Fonds in anderen Ländern braucht die deutsche Regelung jedoch die Frage nach der zulässigen Organisationsform eines Hedge Fonds nicht abschließend beantworten. Zur Diskussion stehen – wie beispielsweise auch in Luxemburg – die Vertragsform (KAG-Modell) oder die Gesellschaftsform (Investmentaktiengesellschaft). Letztere hat der deutsche Gesetzgeber bereits durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz,<sup>98</sup> das am 1.4.1998 in Kraft trat, in das KAGG aufgenommen.<sup>99</sup>

Bislang wurde hierzulande keine Investmentaktiengesellschaft errichtet. Der Grund dafür ist ein gesetzlicher Rahmen, der den Anforderungen der Praxis nicht gerecht wird.<sup>100</sup> Vor allem sind Investmentaktiengesellschaften bislang steuerlich schlechter gestellt als herkömmliche Wertpapier-Sondervermögen. Eine Investmentaktiengesellschaft ist anders als ein Wertpapier-Sondervermögen nicht nach § 38 Abs. 1 Satz 2 KAGG a. F. von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit, sondern wird steuerlich wie eine herkömmliche Aktiengesellschaft behandelt. Damit würde es *de lege lata* u. U. zu einer Doppelbesteuerung auf der Fondsebene und der Anlegerebene kommen.<sup>101</sup> Überdies müssen die Anteile einer Investmentaktiengesellschaft nach § 61 Abs. 3 KAGG a. F. zwingend zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen werden. Dies kann für den Fondsiniciator im Einzelfall sehr aufwendig und kostspielig sein. Schließlich ist bislang keine Investmentaktiengesellschaft mit variablem Grundkapital zulässig, die ihre eigenen Anteile zurücknehmen kann, wenn die Anleger danach verlangen.<sup>102</sup>

---

<sup>97</sup> Sog. Outsourcing im Sinne von § 25a Abs. 2 KWG, siehe dazu *Zerwas/Hanten*, ZBB 2002, 17 ff.; *Steding/Meyer*, BB 2001, 1693 ff.; s. auch Rundschreiben 11/2001 des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen vom 06.12.2001, verfügbar unter [http://www.bakred.de/texte/rundsch/rs11\\_01.htm](http://www.bakred.de/texte/rundsch/rs11_01.htm).

<sup>98</sup> BGBI I 1998, S. 529.

<sup>99</sup> Eine Investmentaktiengesellschaft im Sinne von § 51 KAGG a. F. ist ein geschlossener Investmentfonds in der Rechtsform einer AG. Der Unternehmensgegenstand erlaubt die Anlage und Verwaltung des Gesellschaftsvermögens nach dem Grundsatz der Risikomischung in Wertpapieren und Beteiligungen mit dem Ziel, die Anteilseigner (Aktionäre/Anleger) an dem Gewinn aus der Verwaltung des Gesellschaftsvermögens zu beteiligen (vgl. § 51 Abs. 3 KAGG a. F.); ausführlich zur Investmentaktiengesellschaft *Thoma/Steck*, AG 2001, S. 330; *Baur*, in *Hellner/Steuer* (Hrsg.), *Bankrecht und Bankpraxis*, Bd. 5, Rdn. 9/24; *ders.*, in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, Ergänzungsband, 2. Aufl., § 18, Rdn. 31.

<sup>100</sup> *Thoma/Steck* (Fn. 99), S. 331 ff.

<sup>101</sup> *Baur* (Fn. 99), § 18, Rdn. 33.

<sup>102</sup> Das luxemburgische Recht ermöglicht sowohl die Errichtung einer offenen Investmentaktiengesellschaft mit variablem Grundkapital (SICAV), s. Art. 24 des Gesetzes vom 30.

Die bevorstehende Regelung von Hedge Fonds könnte dazu genutzt werden, um durch entsprechende Nachbesserungen im Gesetz der Investmentaktiengesellschaft zum Durchbruch zu verhelfen. Erfahrungsgemäß machen es internationale Hedge Fonds-Sponsoren vom Einzelfall abhängig, welche Organisationsform gewählt wird. Je mehr Flexibilität der Gesetzgeber einräumt, um so eher werden internationale Fonds-Sponsoren gewillt sein, deutsche Hedge Fonds zu gestalten, deren Anteile auch über die Grenzen Deutschlands hinaus vertrieben werden. Ein Vorteil der Investmentaktiengesellschaft könnte beispielsweise die Marktgängigkeit in anderen Ländern sein, in denen die Vertragform nach dem Leitbild des von einer Kapitalanlagegesellschaft verwalteten Sondervermögens unüblich ist.

Des Weiteren könnten *de lege ferenda* steuerliche Vorteile für eine Investmentaktiengesellschaft als international tätige Kapitalsammelstelle sprechen. In Betracht kommt beispielsweise eine Berücksichtigung von Kapitalgesellschaften – zu denen prinzipiell auch die Investmentaktiengesellschaft zählt – in internationalen Doppelbesteuerungsabkommen.

Nach allem sollten die Vertrags- und die Gesellschaftsform von den gleichen rechtlichen Voraussetzungen aus an den Start gehen. Dann entscheidet letzten Endes der Markt, welche Organisationsform für einen Hedge Fonds im Einzelfall am besten geeignet ist.

## 5. Vertrieb

Der Erfolg einer Hedge Fonds-Regulierung wird auch maßgeblich von den Vertriebsmöglichkeiten in Deutschland beeinflusst. Nach Aussage der Bundesregierung soll es zumindest in steuerlicher Hinsicht keine Diskriminierung von ausländischen gegenüber inländischen Hedge Fonds geben.<sup>103</sup> Andererseits ist der Gesetzgeber gehalten, für einen verlässlichen Schutz der Kleinanleger zu sorgen, zumal sich unregulierte (*Off-Shore*) Hedge Fonds – wie gezeigt – bereits über alternative Gestaltungen den Weg in den deutschen Retailmarkt gebahnt haben. Da Hedge Fonds bis dato überwiegend in unregulierten *Off-Shore* Jurisdiktionen errichtet werden, ist eine ausgewogene Regulierung schwierig. Die sich abzeichnende Entscheidung des Gesetzgebers, wonach der öffentliche Vertrieb von *Off-Shore* Hedge Fonds als

---

März 1988 über die Organismen für gemeinschaftliche Anlagen (verfügbar unter [http://www.alfi.lu/html/legal\\_framework/index.html](http://www.alfi.lu/html/legal_framework/index.html)), als auch einer geschlossenen Investmentaktiengesellschaft mit fixem Grundkapital (SICAF), s. Art. 38 des Gesetzes vom 30. März 1988 über die Organismen für gemeinschaftliche Anlagen. Die SICAV wird von den Fondsinitalatoren viel öfter gewählt als die SICAF.

<sup>103</sup> Eckpunktepapier (Fn. 89), S. 3 f.; o.V., Börsenzeitung vom 06.03.2003, S. 1.

Retailprodukt in Deutschland zukünftig nur über Dachfonds zulässig sein soll, impliziert im Umkehrschluss ein Direktvertriebsverbot.

Unbeantwortet bleibt damit aber zum einen die Frage, ob es weiterhin alternative Gestaltungen über Zertifikate o.ä. geben darf, die sich im Regelungsfreiraum eines optionalen Aufsichtsrechts bewegen.<sup>104</sup> Davon muss schon deshalb ausgegangen werden, weil ein neuer Regelungsansatz erhebliche Konsequenzen für die bereits bestehenden Produkte hätte. Verbleibt allerdings ein solcher Regelungsfreiraum, könnte das den Schutzzweck einer Neuregelung gefährden. Die Hedge Fonds-Branche wird sich ohne Anreize nicht freiwillig aufsichtsrechtlichen Beschränkungen in Deutschland unterwerfen.

Zum anderen stellt sich die Frage, ob ausländische Dachfonds, die in ihrem Sitzstaat einer Aufsicht unterstehen (wie z. B. in Luxemburg), deutschen Dachfonds vertriebs- und steuerrechtlich gleichgestellt werden. Bejahendenfalls würde der deutsche Gesetzgeber den Fondsinitiatoren keinen Anreiz für eine Verlagerung von Fondsstrukturen deutscher Provenienz nach Deutschland geben. Auch für die Neuauflage von Hedge Fonds würde sich Deutschland unter diesen Voraussetzungen im unmittelbaren Wettbewerb mit den bereits etablierten Standorten befinden.

Die Absichten international tätiger Hedge Fonds-Initiatoren liegen auf der Hand: Augenblicklich interessiert Deutschland nur als zusätzlicher Absatzmarkt. Im Handumdrehen lässt sich Deutschland gestützt auf eine liberale Regulierung nicht in einen international anerkannten Hedge Fonds-Standort verwandeln. Aber auf lange Sicht ist selbst dies nicht ausgeschlossen. In Kenntnis dieser Sachlage gilt es, den deutschen Privatanlegern und institutionellen Anlegern zunächst die Chancen der alternativen Kapitalanlage zu gewähren. Eine Hedge Fonds-Regulierung sollte zumindest Kleinanlegern einen verlässlichen Schutz vermitteln. Der dabei eingeschlagene Weg über weitgehende Informationspflichten erscheint besonders praxisgerecht. Langfristig könnten verlässliche Rahmenbedingungen für Hedge Fonds sogar einen Standortvorteil bedeuten, der im Wettbewerb der Rechtsordnungen ausschlaggebend sein kann. Davon würde letzten Endes auch die in Deutschland ansässige Fondsindustrie profitieren; dies belegen die Erfahrungen in anderen Ländern.

---

<sup>104</sup>

S. dazu oben II.2.1.2.

## V. Fazit

Weil weder deutsche noch ausländische Hedge Fonds nach deutschem Investmentrecht zum direkten öffentlichen Vertrieb zugelassen werden können, haben sich in der Branche alternative Gestaltungen entwickelt. Darüber können sich selbst Kleinanleger zumindest wirtschaftlich an den Chancen und Risiken eines *Off-Shore* Hedge Fonds beteiligen, ohne dabei in den Schutzbereich des deutschen Investmentrechts einbezogen zu werden. Anlässlich der Umsetzung eines Finanzmarktförderungsplans sollen nunmehr auch Hedge Fonds in Deutschland reguliert werden. Der Gesetzgeber wählt dabei offenbar ein Regelungsansatz, der sich sowohl unter Anlegerschutz Gesichtspunkten als auch unter Wettbewerbsgesichtspunkten mit den etablierten Investmentfondsstandorten messen kann. Einerseits sollen institutionelle Anleger als auch Privatanleger in Hedge Fonds anlegen dürfen. Andererseits soll durch flankierende Maßnahmen ein Mindestmaß an Anlegerschutz sichergestellt werden. Im Retailbereich wird daher eine Kapitalanlage wohl nur über Dachfonds zulässig sein. Eine materielle Produktregulierung etwa durch die Begrenzung von Leerverkäufen und kreditfinanzierten Wertpapiergeschäften ist zur Zeit nicht geplant. Als Ausgleich soll eine weitgehende Informationspflicht der Hedge Fonds für Transparenz sorgen. Anleger bekommen damit eine verlässliche Grundlage für ihre Anlageentscheidung an die Hand. Als Organisationsform für einen deutschen Hedge Fonds kommt sowohl ein von einer Kapitalanlagegesellschaft verwaltetes Sondervermögen als auch eine Investmentaktiengesellschaft in Betracht. Damit würde der Gesetzgeber den Fondsinitiatoren auch in organisatorischer Hinsicht eine große Flexibilität vermitteln. Allerdings besteht noch Nachbesserungsbedarf für den Rechtsrahmen der Investmentaktiengesellschaft

Nach allem ist der in Rede stehende Regelungsansatz zu befürworten, auch wenn Detailfragen naturgemäß noch im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens geklärt werden müssen. Die bevorstehende Regelung könnte sich auf lange Sicht sogar zu einem Standortvorteil für die deutsche Investmentfondsbranche entwickeln.

## Arbeitspapiere

(internet: <http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/>)

(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere  
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- 1 Theodor Baums Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany  
(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],  
Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993, S. 151 ff.)
- 2 Theodor Baums Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993, S. 1 ff.)
- 3 Theodor Baums Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German  
Perspective.  
(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financiewezen 1992, S. 249 ff.)
- 4 Theodor Baums Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus  
deutscher Sicht
- 5 Theodor Baums The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and  
Corporate Governance  
(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.], The Japanese Main Bank System, Oxford  
1994, S. 409 ff.)
- 6 Theodor Baums Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG
- 7 Theodor Baums/  
Michael Gruson The German Banking System - System of the Future?  
(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])
- 8 Philipp v. Randow Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994, S. 23 ff.)
- 9 Theodor Baums Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994, S. 1 ff.)
- 10 Markus König Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.  
Eine empirische Untersuchung
- 11 Theodor Baums Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and Policy  
Issues
- 12 Christian Fraune Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA  
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994, S. 126 ff.)

- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages - (Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)
- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs") (publ. in: Der Betrieb 1993, S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments (publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance [Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe (publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach (publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften (publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1, S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten (publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/  
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen (publ. in: ZIP 1995, S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/  
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG (publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)
- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, S. 140 ff.)

- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany  
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design: Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)
- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen  
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996, S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende Betrachtung  
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker [1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Studie -  
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996, S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/  
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996, S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law  
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996] S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of Convergence - Crafoord Lecture -
- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996, S. 1725 ff.)

- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German Perspective  
(publ. in: European Financial Services Law 1996, S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1996, S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder  
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)
- 42 Theodor Baums/  
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen und aktuelle Reformfragen  
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff [1997], S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/  
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market Value of the Firm  
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997, S. 699 ff. sowie in: Blair/Roe [Hrsg.], Employees and Corporate Governance, 1999, S. 206 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für den Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages  
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift Die Aktiengesellschaft 1997, S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer mittels "Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1997, S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung  
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler Aufgabenerfüllung [1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung des Finanzplatzes Deutschland  
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht

- 51 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern  
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der  
Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligavereine und Börse  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union:  
A Comparative Study  
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance - The State  
of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998, S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme für  
den Finanzausschuß des Deutschen Bundestages
- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998, S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag  
zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen -  
(publ. in.: Wertpapier-Mitteilungen 1998, S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des  
"kalten Delisting"  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998, S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften  
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/  
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option  
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/Ingo  
Rogge/Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkommentierung -

- 65 Theodor Baums/  
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/  
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen  
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/  
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler case  
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)
- 69 Marco Becht/  
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany  
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“  
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -  
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/  
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung  
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden Lebensversicherungen“  
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.)
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen  
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur Reformdiskussion -  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)
- 76 Theodor Baums/  
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany  
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.)

- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:  
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung  
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter  
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler-Chrysler  
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre  
Universität Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000, S. 112 ff.)
- 83 Theodor Baums/  
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets and  
Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, S. 33 ff.)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation  
(publ. u.d.T. „Reform des Rechts zur Verhinderung der  
Börsenkursmanipulation  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2000, S. 1131 ff.
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel/  
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual  
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges  
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International  
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance  
– Summary of Recommendations –
- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte  
(publ. in: Corporate Governance, Hrsg. Hommelhoff/Lutter/Schmidt/  
Schön/Ulmer – Gemeinschaftssymposium der Zeitschriften ZHR/ZGR,  
Heidelberg 2002, S. 13 ff.)

- 90 Theodor Baums/  
Mathias Stöcker Rückerberwerb eigener Aktien und WpÜG  
(publ. in: Festschrift für Herbert Wiedemann, 2002, S. 703 ff.)
- 91 Stefan Berg/  
Mathias Stöcker Anwendungs- und Haftungsfragen zum  
Deutschen Corporate Governance Kodex  
(publ. in aktualisierter Vers. in: Wertpapier-Mitteilungen, 2002, S. 1569 ff.)
- 92 Michael Gruson Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding Companies
- 93 Theodor Baums/  
Stephan Hutter Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)  
(publ. in: Festschrift für Peter Ulmer, 2003, S. 779 ff.)
- 94 Michael Gruson Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The Proposed  
EU Directive on Supplementary Supervision of Financial Conglomerates  
(publ. in: The International Lawyer, Vol. 36, 2002, S. 1229 ff.)
- 95 Ulrich Segna Vereinsrechtsreform  
(publ. in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2002, S. 1048 ff.)
- 96 Michael Adams Vorstandsvergütungen  
(publ. in: Festschrift für Carl Christian von Weizsäcker, 2003, S. 295 ff.)
- 97 Hans-Gert Vogel Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des  
Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, S. 1421 ff.)
- 98 Jeffrey N. Gordon Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 2002, S. 670 ff.)
- 99 Theodor Baums Anlegerschutz und Neuer Markt  
(publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und  
Wirtschaftsrecht 2002, S. 375 ff.)
- 100 Theodor Baums Company Law Reform in Germany  
(publ. in: The Corporate Law Studies, Vol. 3, 2003, S. 181 ff.)
- 101 Ursula Lenzen Das neue Recht der Kursmanipulation  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2002, S. 279 ff.)
- 102 Theodor Baums Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe:  
the Example of Germany  
(publ. in Giurisprudenza Commerciale, Vol. 30, 2003, 53-69)
- 103 Theodor Baums General Meetings in Listed Companies – New Challenges and Opportunities

- 104 David C. Donald US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Corporate Governance nach Enron
- 105 Theodor Baums Die Corporate Governance-Empfehlungen des Winter II-Papiers aus deutscher Perspektive
- 106 Alessandra Daccò Die Zentralisierung des Konzern-Cash-Managements in Italien
- 107 Ronald J. Gilson Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience
- 108 Jeffrey N. Gordon An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union, 1990-2000
- 109 Jan Liersch Nachteile für den Finanzplatz durch außerbörsliche Wertpapiergeschäfte
- 110 Wolfgang Drobetz/  
Germany  
Andreas Schillhofer/  
Heinz Zimmermann Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from
- 111 Mark Devlin/  
Stephan Hutter U.S. Laws and Regulations Applicable to Research Reports
- 112 Theodor Baums Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes (publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 167 (2003), S. 139 ff.)
- 113 Michael Gruson/  
Matthias Kubicek Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht (publ. in: Die Aktiengesellschaft 2003, S. 337 ff.)