



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
Main Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2011

---

## **Hedge Funds im Schweizer Recht: Regulierung qua Transparenz?**

Wicki, David

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-61121>

Dissertation

Originally published at:

Wicki, David. Hedge Funds im Schweizer Recht: Regulierung qua Transparenz? 2011, University of Zurich, Faculty of Law.

# **Hedge Funds im Schweizer Recht**

Regulierung qua Transparenz?

Dissertation

der Rechtswissenschaftlichen Fakultät

der Universität Zürich

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von

**David Wicki**

von Kriens LU

genehmigt auf Antrag von

Prof. Dr. Peter Nobel

# Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

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

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



|   |            |
|---|------------|
| § 11. Transparenzvorschriften für Hedge Funds ..... | 178        |
| <b>I.    Prospekt .....</b>                         | <b>178</b> |
| <b>II.   Vereinfachter Prospekt.....</b>            | <b>183</b> |
| <b>III.  Warnklausel.....</b>                       | <b>187</b> |

**Dritter Teil.    Regulierung von Hedge Funds im internationalen Kontext .....** 188

|  |     |
|--|-----|
| § 1. Rechtsvergleichende Überlegungen..... | 189 |
|--|-----|

|  |     |
|--|-----|
| § 2. Regulierung von Hedge Funds im US - Recht ..... | 190 |
|--|-----|

|  |            |
|--|------------|
| <b>I.    Regulatoren im amerikanischen Finanzmarktrecht.....</b> | <b>191</b> |
| A.    SEC - Securities and Exchange Commission .....             | 191        |
| B.    FRS – Federal Reserve System.....                          | 193        |
| C.    CFTC - Commodity Futures Trading Commission .....          | 194        |
| D.    FINRA – Financial Industry Regulatory Authority.....       | 196        |
| <b>II.   US Securities Act of 1933.....</b>                      | <b>196</b> |
| A.    Registrierung von Hedge Funds .....                        | 196        |
| B.    Rule 506 Regulation D .....                                | 198        |
| <b>III.  Securities Exchange Act of 1934 .....</b>               | <b>199</b> |
| <b>IV.  Investment Advisers Act of 1940 .....</b>                | <b>200</b> |
| <b>V.   Investment Company Act of 1940.....</b>                  | <b>202</b> |
| <b>VI.  ERISA.....</b>   | <b>203</b> |
| <b>VII. Blue Sky Laws .....</b>                                  | <b>203</b> |
| <b>VIII. Proposed Hedge Funds Transparency Act .....</b>         | <b>204</b> |
| <b>IX.  Würdigung.....</b>                                       | <b>206</b> |

|  |     |
|--|-----|
| § 3. Regulierung von Hedge Funds im EU-Recht ..... | 208 |
|--|-----|

|  |            |
|--|------------|
| <b>I.    UCITS.....</b>                                    | <b>208</b> |
| A.    OGAW Richtlinie .....                                | 208        |
| B.    UCITS III .....                                      | 208        |
| 1.  Allgemein .....  | 208        |
| 2.  Restriktionen.....                                     | 209        |
| C.    UCITS IV.....  | 211        |
| 1.  EU-Pass Management Company .....                       | 211        |
| 2.  Key Investor Document.....                             | 212        |
| 3.  Verbesserte Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden ..... | 214        |
| D.    Würdigung .....                                      | 214        |
| <b>II.  AIFM - Richtlinie.....</b>                         | <b>217</b> |

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

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