

**Die EU-Richtlinie über Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-RL) wird in der europäischen Alternativfondswelt neue Standards setzen. Regulatorische und steuerliche Ansprüche sowie Onshoring-Trends engen den Strukturierungsspielraum ein. Eine interdisziplinäre Vehikelkonzeption mit klarem Fokus auf Strategie, Manager- und Investorenanforderungen ermöglicht nach wie vor bedarfsgerechte Strukturen – onshore und mit Positionierungsvorteilen.**

GÜNTHER DOBRAUZ

DIETER WIRTH

## VEHIKEL FÜR ALTERNATIVE ANLAGEN

### Von Off- zu Onshore als neue Alternative für die Alternativen

#### 1. HINTERGRUND: PARADIGMENWECHSEL NACH MADOFF UND 2008

Alternative Anlagen umfassen im Wesentlichen Immobilien, Venture Capital/Private Equity und Hedgefonds. Letztere sind ein bisher nicht verbindlich definierter Sammelbegriff für ein breites Spektrum von Strategien und Stilen [1]. Man ist sich heute einig, dass gerade institutionelle Investoren ohne Beimischen von *Alternativinvestmentfonds* (AIF) nicht in der Lage sind, das angestrebte Alpha in ihrem Portfolio zu realisieren [2]. Während der Krise von 2008 haben sich zum Beispiel Managed-Futures-Fonds als exzellenter Airbag fürs Portfolio erwiesen; bei richtiger Gewichtung konnten sie die allgemein massiven Verluste klar kompensieren. Gleichzeitig zeigten sich während der Krise aber auch Schwächen der Anlageklasse. Aufgrund versiegender Liquidität kam eine Reihe von als Schneeballsystem oder Ponzi-Scheme konzipierte Betrugsfälle wie jener von *Bernard L. Madoff* ans Licht, und auch andere, legitime Produkte konnten ihre Rücknahmeverpflichtungen nicht mehr erfüllen [3]. Damit war klar: Es gibt Regulierungslücken. Diesem Problem wirken einige regulatorische Initiativen entgegen. Sie lassen sich in amerikanische und europäische Vorstösse unterteilen: Zur ersten Gruppe zählt der Dodd-Frank Act [4], zur zweiten die AIFM-RL der EU [5]. Die Vereinigten Staaten sind also hauptsächlich daran interessiert, Fondsmanager zu einer Registrierung und zu mehr Transparenz ihrer Investmentstrukturen zu zwingen, damit sich allfällig verborgenes amerikanisches Steuersubstrat offenlegen lässt. Die EU hingegen möchte Manager erstmals flächendeckend einer einheitlichen Regulierung unterwerfen. Wer in Zukunft in oder aus der EU

einen Alternativfonds verwalten oder bei qualifizierten Anlegern platzieren will, braucht eine Bewilligung und muss dafür Substanz und Kompetenz vorweisen. Im Gegenzug gibt es ab 2013 einen AIFM-Pass, der die Tätigkeit in der EU erleichtert.

#### 2. DAS KLASSISCHE OFFSHORE-MODELL

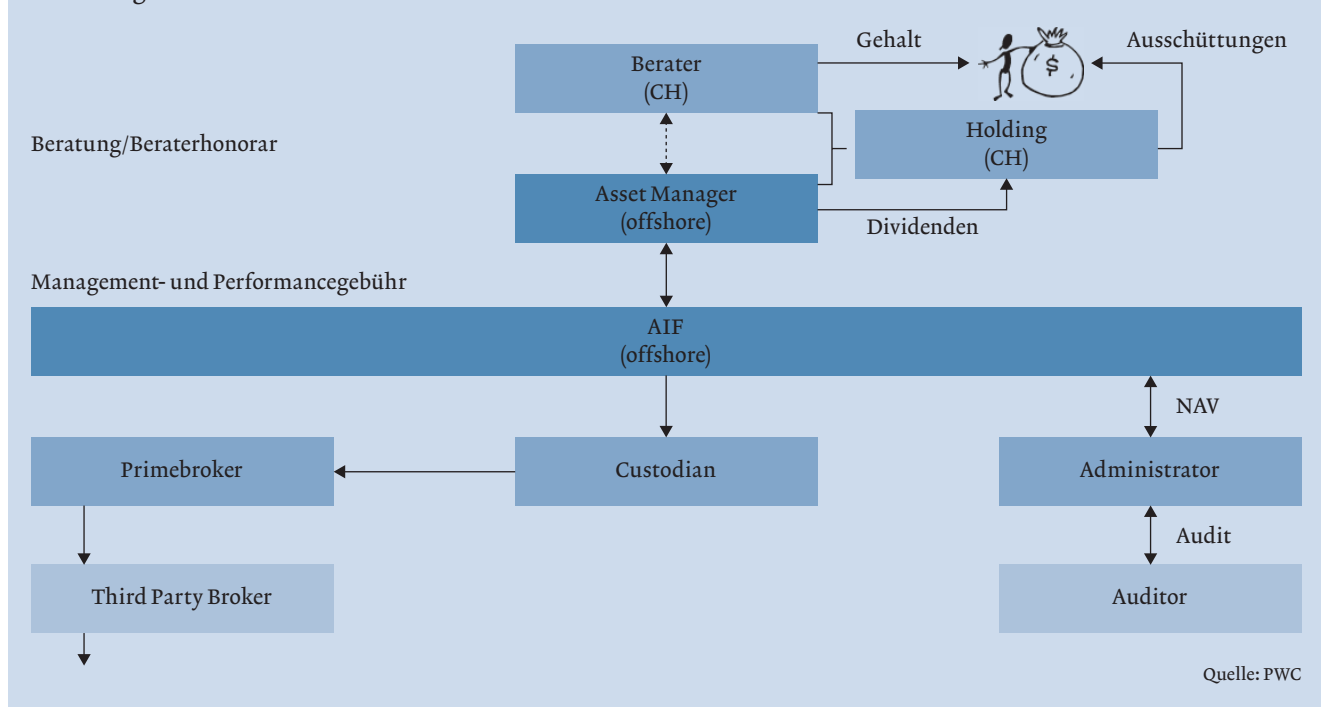
Traditionell wurde die Mehrzahl der AIF in Offshore-Domizilen wie den Cayman Islands, British Virgin Islands und Kanalinseln Guernsey oder Jersey aufgesetzt [6]. Dies bietet einen doppelten Vorteil: Steuerneutralität auf Vehikelebene und maximale Freiheit bei der Ausgestaltung und Umsetzung der Anlagestrategie. Vergleichbares in der Schweiz zu realisieren, ist kaum möglich. Das Schweizer *Kollektivanlagengesetz* (KAG) [7] stellt zwar theoretisch mit der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen und der Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (*Société d'Investissement à Capital variable, SICAV*) Vehikel zur Umsetzung von Venture-Capital/Private-Equity- und Hedgefonds-Ansätzen zur Verfügung; in der Praxis haben sich diese allerdings nicht bewährt. Der Grund dafür sind steuerliche Überlegungen: Ausländischen Investoren drohen erhebliche Verrechnungssteuernachteile und/oder ein administrativer Mehraufwand (Affidavit-Verfahren). Zudem ist die Struktur aus administrativer Sicht behäbig. Bestrebungen, in der Schweiz Hedgefonds zu lancieren, hat die *Eidg. Finanzmarktaufsicht* (*Finma*) durch ihre ausgesprochen restriktive Bewilligungspraxis im Keim erstickt. Auch die für bestimmte Konstellationen konzipierte Investmentgesellschaft in Form einer Aktiengesellschaft (Art. 2 Abs. 3 KAG [8]) konnte sich nicht in der Breite



GÜNTHER DOBRAUZ,  
DR. IUR., MBA,  
SENIOR MANAGER,  
ASSET MANAGEMENT  
REGULATORY &  
COMPLIANCE SERVICES,  
PWC, ZÜRICH



DIETER WIRTH,  
LIC. IUR., RECHTSANWALT,  
DIPL. STEUEREXPERTE,  
PARTNER, ASSET  
MANAGEMENT INDUSTRY  
LEADER, TAX & LEGAL  
SERVICES, PWC, ZÜRICH

Abbildung 1: **KLASSISCHER OFFSHORE-HEDGEFONDS MIT SCHWEIZER BERATER**

durchsetzen. Derzeit sind lediglich Verwalter schweizerischer kollektiver Kapitalanlage der Aufsicht der Finma unterstellt (Art. 13 Abs. 2 lit. f KAG).

Im Weiteren besteht die Möglichkeit einer freiwilligen Finma-Unterstellung von Schweizer Verwaltern ausländischer kollektiver Kapitalanlagen, wenn diese aufgrund der ausländischen Gesetzgebung einer Aufsicht unterstehen müssen und die verwaltete ausländische kollektive Kapitalanlage selbst einer der Finma gleichwertigen Aufsicht untersteht (Art. 13 Abs. 3 KAG). Diese Option besteht de facto nur in Fällen, wo Schweizer Verwalter im Zusammenhang mit europäischen Retailfonds, die der UCITS-Richtlinie in ihrer gültigen Fassung [9] entsprechen, tätig werden. Auch diese Handhabung schränkt die Praxis der Finma weiter ein. Sie fordert regelmässig, dass diese Tätigkeit im Rahmen des Gesamtgeschäftsumfangs des Verwalters bestimmend sein muss. Eine Vorrats- oder Pro-forma-Gründung eines UCITS-Fonds bei gleichzeitigem Fokus auf Offshore-AIF akzeptiert sie kaum.

Da sich Schweizer Manager von ausländischen AIF also in der Regel nicht der Schweizer Aufsicht unterstellen können, haben viele Offshore-Managementgesellschaften gegründet. Die dortigen Anforderungen an die operative Substanz und persönlichen Qualifikationen sind meistens lockerer. So agieren die für Anlageentscheid und Risikomanagement relevanten Know-how-Träger aus der Schweiz als Berater des offiziellen Managers, den sie kontrollieren. Das ergibt im Beispiel eines typischen Offshore-Hedgefonds eine Struktur wie in *Abbildung 1* dargestellt.

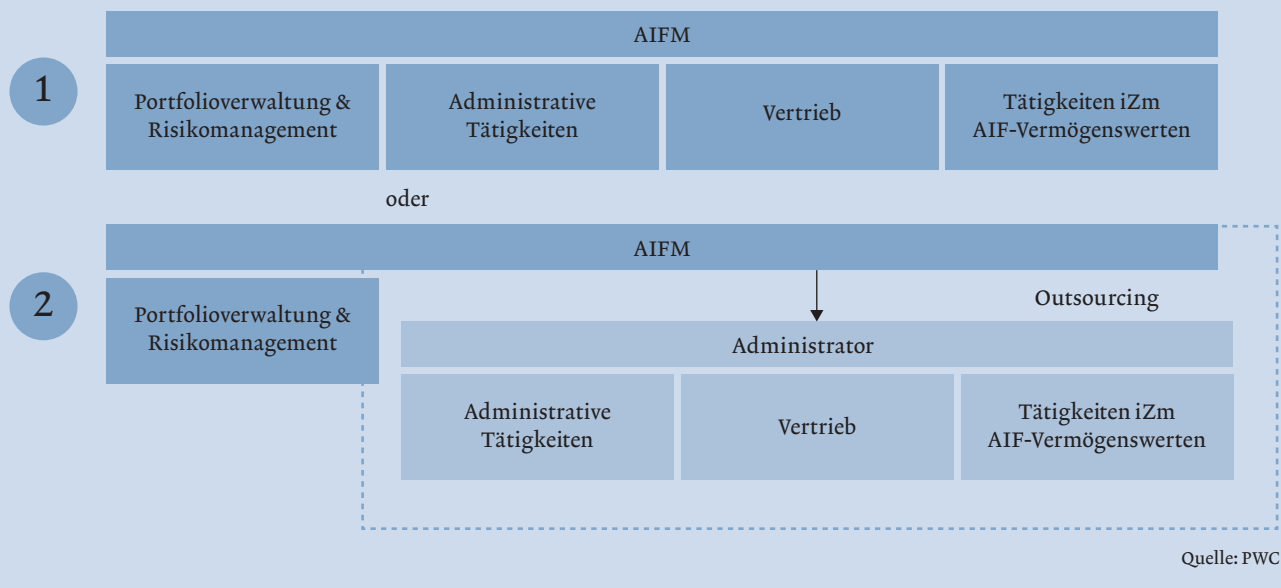
### 3. ONSHORE-TREND BEI MANAGERN UND PRODUKTEN

Dieses Modell wird in der Zukunft nur noch beschränkt oder nach strukturellen Veränderungen einsetzbar sein.

Zum einen wendet sich die AIFM-RL klar gegen Briefkastengesellschaften oder solche mit geringer Substanz. Zum anderen könnte das Vorliegen eines Ortes der tatsächlichen Geschäftsführung in der Schweiz die geplanten und grundsätzlich begrüssenswerten, erweiterten KAG-Unterstellungs Vorschriften verletzen, die inskünftig auch Manager von ausländischen AIF erfassen soll. Ein besonderes Augenmerk gilt weiter den zukünftigen Auswahlkriterien der Investoren. Es ist zu erwarten, dass die AIFM-Qualifikation für diese entscheidend sein wird. Sie wird die Manager differenzieren, ähnlich wie der UCITS-Standard bei Publikumsfonds. Gerade wer auf institutionelle Investoren in der EU abzielt, wird an einem Onshore-AIFM-Ausweis mittelfristig nicht vorbei kommen. Institutionelle Qualität wird mit Onshore gleichgesetzt werden.

Was für die Manager gilt, trifft zunehmend auch für die Produkte zu. So sind neue Modelle und Vehikel gefragt – und die gibt es auch. Als Ausdruck eines verstärkten Onshoring-Trends werden Strukturen seit Kurzem vermehrt auch in Luxemburg, Irland, Malta und Liechtenstein gewählt. Schon heute werden bestehende Strukturen häufig im Kontinuitätsweg migriert. So lässt sich der fürs Fundraising bedeutsame historische Leistungsausweis (*track record*) erhalten. Vielfach werden nach dem Hybridansatz auch parallele Strukturen etabliert oder Master/Feeder-Konstruktionen geschaffen. Zur originären Realisierung von Onshore-AIF bietet sich in Luxemburg besonders der *Specialist Investor Fund (SIF)* an. Daneben existieren andere wie die *Société d'Investissement en Capital à Risque (SICAR)* für Venture-Capital-Anlagen. In Irland existiert der *Qualifying Investor Fund (QIF)*. Aktuell sind zunehmend auch Vehikel auf Malta für Promotoren interessant. Der *Professional Investor Fund (PIF)* wäre hier als Gegenstück zu den erwähnten Strukturen zu nennen.

Abbildung 2: AIFM-STRUKTURIERUNGSOPTIONEN IN LIECHTENSTEIN



Direkt vor der Schweizer Haustür erfreut sich auch das vollständig im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) integrierte Fürstentum Liechtenstein zunehmender Beliebtheit bei AIF-Initiatoren. Insbesondere nach Inkrafttreten des neuen liechtensteinischen Gesetzes über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMG), das neu auch eine Struktur enthält, die im Alternativfondsbereich dem oft gebrauchten *limited partnership* entspricht, wird dort der umfangreichste Katalog von Rechtsformen Europas zur Verfügung stehen – mit Korporation, Personengesellschaft, vertraglicher und Trust-Form.

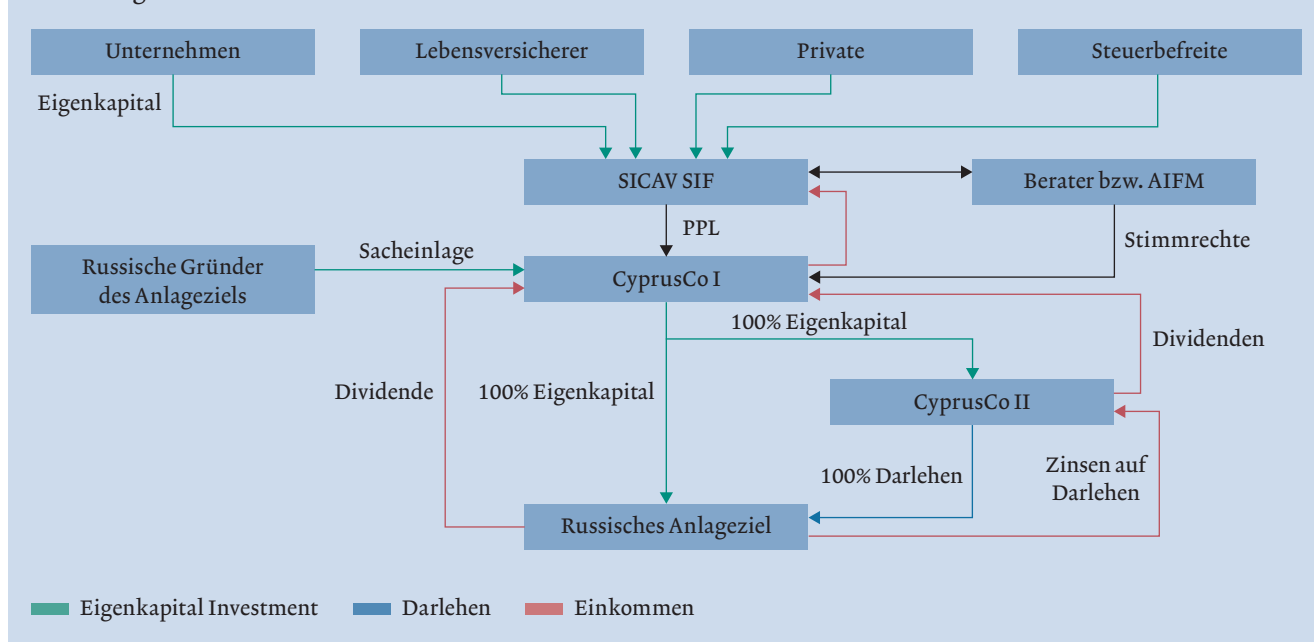
Der AIF-Initiator kann anstelle eines AIF auch einen UCITS-Fonds auflegen. Allerdings kann er alternative Strategien im Rahmen des engen UCITS-Korsetts meistens nicht direkt realisieren. Für solche Fälle gibt es die sogenannten NewCITS-Fonds. Diese bilden die gewünschten Strategien etwa mit *Total Return Swaps* auf Finanzindices nach. Der Vorteil: Ein Zugang zu einer Finma-Bewilligung für den Manager besteht schon jetzt, zusätzlich wird ein Vertriebskanal sogar zu Privatanlegern eröffnet. Und durch die UCITS-Qualifikation lässt sich die teilweise anspruchsvollere Umsetzung der AIFM-RL vermeiden. Natürlich stehen dem erhebliche Mehrkosten gegenüber, die im Verhältnis zum ursprünglichen Offshore-AIF zu einer teils deutlichen Performance-Abweichung (*tracking error*) führen können.

Wichtig zu wissen: Bei allen positiven Indikationen für Onshore-Fonds wird es weiterhin zahlreiche Anwendungsbereiche für Offshore-AIF geben. Dazu gehören insbesondere die ausschliesslich für den Eigengebrauch konzipierten Vehikel für Family Offices oder für eigenfinanzierte Startups zur kosteneffizienten Praxiserprobung neuer Strategien. Offshore-Produkte können zudem durchaus weiterhin Sinn ergeben, wenn eine Nicht-EU-Klientel angestrebt wird.

Im Zusammenhang mit der zukünftigen Unterstellung ist die Schweizer AIFM-Branche derzeit stark verunsichert. Als Nicht-EU-Mitglied wird die Schweiz ihren Managern

frühestens ab 2015 – also ab der potenziellen Erweiterung des AIFM-Regimes auf Drittstaaten – einen Zugang zum begehrten neuen Pass bieten können. Für viele Schweizer Manager, die kompetitive neue Produkte lancieren wollen, könnte dies zu spät sein. Zudem wirkt sich die Rechtsunsicherheit über die zukünftige Schweizer AIFM-Bewilligungspraxis nachteilig für den Standort Schweiz aus. Die Branche befürchtet, dass die Anforderungen der Schweizer Aufsichtsbehörde formalistisch und am effektiven Bedarf und der Realität von AIFM vorbei gehen könnten, was vor allem kleinere, fokussierte Manager benachteiligen oder mit erheblichen Mehrkosten belastet würde.

Auch dafür bietet sich mit Liechtenstein eine Alternative. Dank seiner EWR-Mitgliedschaft ist das Ländle im europäischen Rahmen integriert und hat im März 2012 als erster Staat den Entwurf seines Überführungsgesetzes vorgelegt. Die liechtensteinische Alternative ist doppelt interessant: sowohl wegen der räumlichen Nähe, die eine effektive Substanz vor Ort leicht ermöglicht, als auch wegen des durchdachten Grundkonzepts, das im Wesentlichen weg vom ursprünglich aus der Schweiz übernommenen Fondsleitungs-konzept hin zu einem Administratorenmodell geht. Dieses orientiert sich an internationalen Standards und gestattet effiziente Strukturierungen sowohl von Produkten als auch von Managern. Nach liechtensteinischem Verständnis ist der AIFM ein spezialisierter Vermögensverwalter für kollektive Kapitalanlagen. Die AIFM-RL ordnet ihm nur Anlageentscheid und Risikomanagement als wesensbestimmend zu. Administration, Vertrieb und weitere Tätigkeiten kann er übernehmen, muss aber nicht. Will er sich auf den Kernbereich beschränken, kann er alle anderen Tätigkeiten delegieren (Abbildung 2). Der Administrator als separat bewilligter Dienstleister sorgt für eine rechtmässige Organisation und Abwicklung von AIF. So bleibt die Qualität gesichert und die Strukturanforderungen an den AIFM aufs Wesentliche beschränkt.

Abbildung 3: **BASISMODELL EINER ONSHORE-STRUKTUR**

#### 4. FALLSTUDIE

Die folgende Fallstudie eines Private-Equity-Fonds für nachhaltige Infrastrukturprojekte soll aufzeigen, dass sich auch eine Onshore-Struktur konzipieren lässt, die sämtlichen Anforderungen der Stakeholder optimal gerecht wird. Das Beispiel stellt eine Synthese aus diversen Fällen unserer jüngsten Beratungspraxis dar.

**4.1 Ausgangslage.** Geplant ist ein Cleantech/Renewable-Energy-Fonds mit Fokus auf grosse Infrastrukturprojekte in Osteuropa – vorwiegend in Russland. Die Zielinvestments sind bestehende Anlagen, die erweitert und verbessert werden sollen. Dies bietet den Vorteil, dass aufwendige und rechtsunsichere Bewilligungsverfahren entfallen. Andererseits gilt es, die bestehenden Projektträger effizient einzubinden. Im Gegenzug für die Investments offeriert das Zielland eine garantierte Rückzahlung des eingebrachten Kapitals und attraktive Einspeisetarife. Die Anlagen sollen weiteren operativen Gewinn abwerfen. Eine gewisse Zeit nach vollständiger Rückzahlung der Investitionen gehen die Anlagen in das Eigentum des Zielstaats über. Dadurch entfällt die Notwendigkeit eines Exits über einen Verkauf oder Börsengang. Die potenziellen Investoren des Fonds setzen sich aus Lebensversicherern, vermögenden Privatpersonen, Unternehmen und steuerbefreiten Anlegern zusammen.

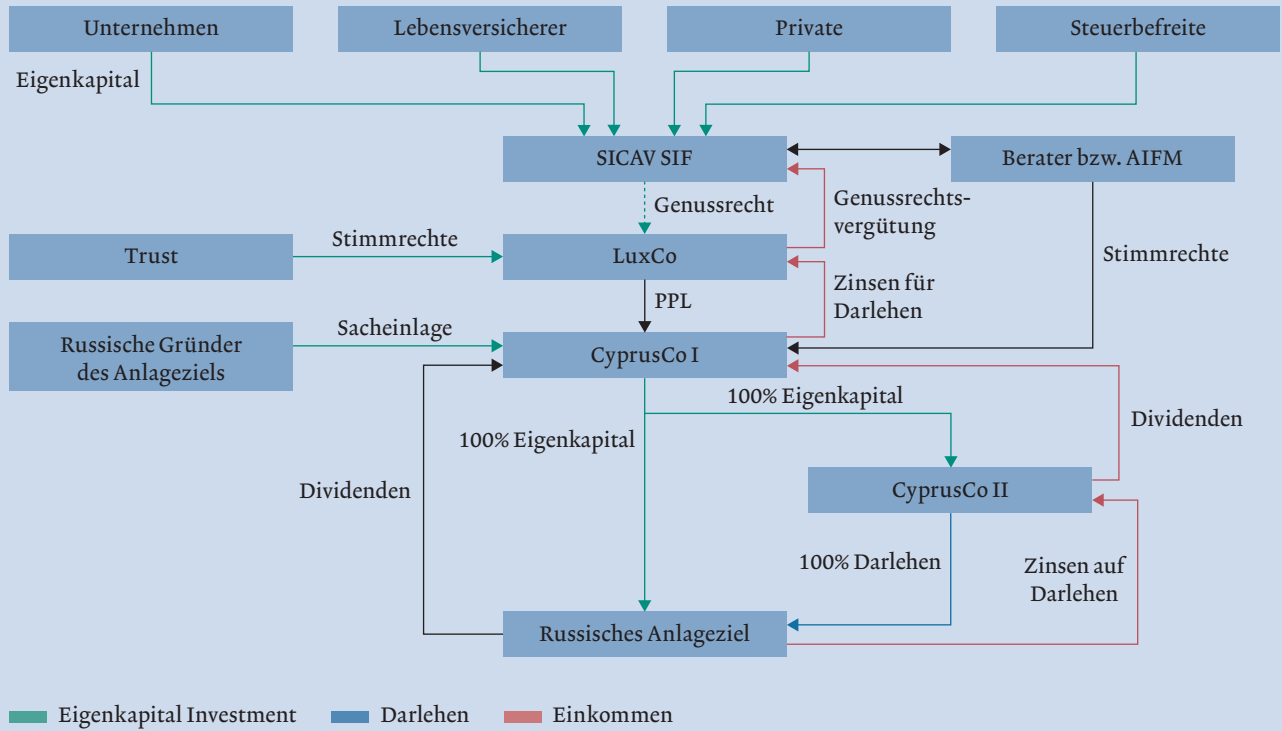
**4.2 Basismodell.** Die vorgeschlagene Struktur (Abbildung 3) ist grundsätzlich für alle Investorentypen optimiert. Einzig für Anleger aus Deutschland und Österreich ist sie nicht ideal. Um auch diese optimal zu bedienen, haben wir zwei modifizierte Varianten erarbeitet (Variante 1: Abbildung 4; Variante 2: Abbildung 5).

Wir empfehlen, den Fonds in Luxemburg als *Société en Commandite par Actions*, also als Kommanditgesellschaft auf

Aktien, und mit dem regulatorischen Status eines SICAV-SIF aufzusetzen. Diese Form findet mit grösster Wahrscheinlichkeit bei allen Investoren Akzeptanz. Sollten weitere dedizierte Vehikel geplant sein, kann man den Fonds als Dach- oder Umbrella-Fonds mit mehreren Sub-Fonds und entsprechenden Synergien aufsetzen. Um den Diversifikationsvorschriften unter luxemburgischem Recht gerecht zu werden, sind mindestens drei unabhängige Investitionen nötig. Befinden sich diese Zielanlagen alle in Russland, muss die im Anschluss dargestellte Struktur für alle drei Investments repliziert werden. Um die Steuerbasis in Russland zu reduzieren, sollten die Zielanlagen grösstenteils mit Fremdkapital finanziert werden. Zudem sollte die Finanzierung über eine Zweckgesellschaft (*special purpose vehicle*) in Zypern erfolgen, damit sich die potenzielle Quellensteuer in Russland reduzieren lässt. Um zu vermeiden, dass die russische Steuerbehörde dies als Parallelkredit (*back-to-back loan*) qualifiziert, und um gleichzeitig Diskussionen im Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Berechtigung an der in Zypern erhaltenen Verzinsung zu vermeiden, sollte eine Doppelstruktur mit zwei zypriotischen Gesellschaften etabliert werden (CyprusCo I und CyprusCo II). Dadurch wird die Investition nach Russland ebenso wie die steuerliche Situation in Zypern optimiert.

Die zypriotische Doppelstruktur funktioniert wie folgt: CyprusCo I hält CyprusCo II und tätigt ihre Investition in die russische Zielanlage als reine Kapitalbeteiligung, um 100% der Gesellschaftsanteile zu erwerben. Dabei findet keine Kreditfinanzierung statt. Gleichzeitig sollte diese 100%-Kapitalbeteiligung etwa 25% des gesamten Werts des Investments in das Anlageziel entsprechen. Die verbleibenden 75% der Finanzierung werden über CyprusCo II bereitgestellt. Diese wiederum gewährt ein reines Darlehen. Dadurch erhält CyprusCo II keine Anteile an der Zielgesellschaft. Zinszahlungen, die von der russischen Zielgesellschaft ge-

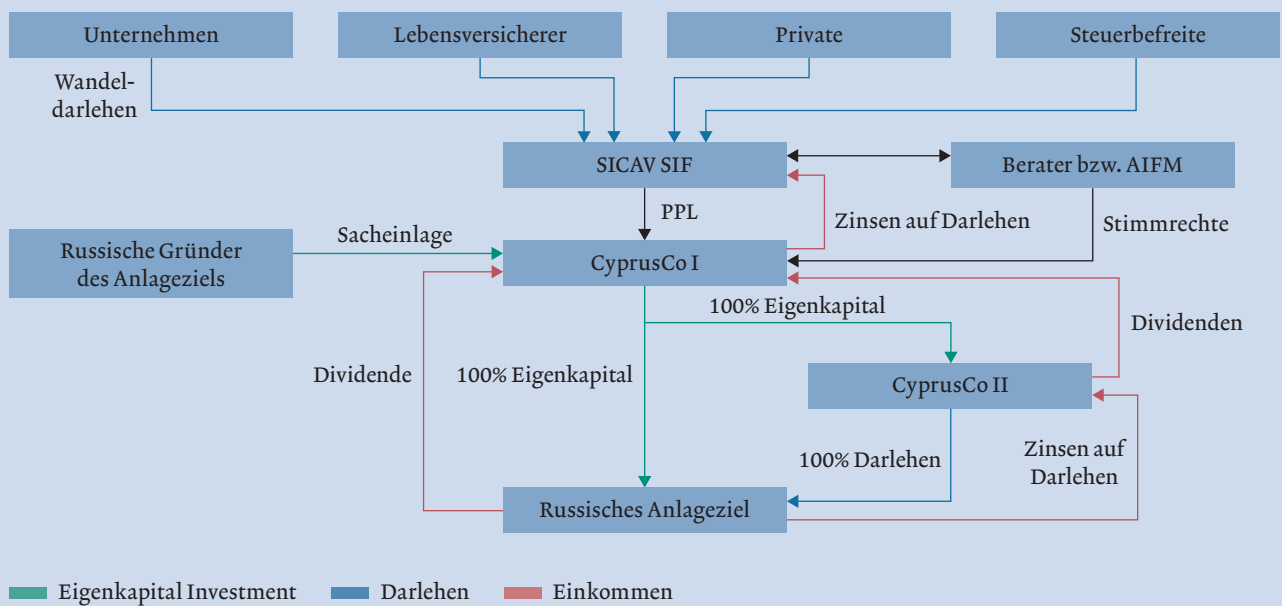
Abbildung 4: **MODIFIZIERTE FONDSTRUKTUR, VARIANTE 1**



leistet werden, sind in Russland steuerlich abzugsfähig, ausser sie werden wegen exzessiven Gebrauchs von Fremdkapital (über 75%) als Dividenden klassifiziert. Im besten Fall sollten bei den Zinszahlungen nach Zypern keine russischen Steuern einbehalten werden. Die Anteile an CyprusCo I werden von den vorbestehenden russischen Investoren gehalten, die CyprusCo I durch Einbringung ihrer Anteile an der bestehenden russischen Projektgesellschaft gründen. Um si-

cherzustellen, dass die Fondsmanager die Kontrolle auch über CyprusCo I behalten, sollten diese zwei Arten von Aktien haben: stimmrechtslose A-Aktien mit Dividendenanspruch für die russischen Gründer und B-Aktien ohne Dividendenanspruch aber mit vollen Stimmrechten für die Manager/Berater oder den Fonds. Dann wird CyprusCo I durch den Fonds ein partiarisches Darlehen (*profit participating loan*) gewährt, das Elemente einer Wandelanleihe enthält. Diese

Abbildung 5: **MODIFIZIERTE FONDSTRUKTUR, VARIANTE 2**



gestatten es, das Darlehen in bestimmten Fällen in Anteile der Gesellschaft zu konvertieren. CyprusCo I gründet mit Barmitteln aus dem obigen Darlehen CyprusCo II, das wiederum die russische Zielanlage kreditfinanziert. Die russischen Steuerbehörden stellen bei Gruppenstrukturen mit Einkommen ausländischer Gesellschaften (z. B. in Zypern), die den Einnahmen annähernd entsprechende Finanzierungskosten aufweisen, vermehrt die effektive wirtschaftliche Berechtigung der ausländischen Gesellschaft in Frage. Wird diese verneint, besteht kein Zugang zum russisch-zypriotischen Doppelbesteuerungsabkommen. Durch die doppelte Gefässstruktur auf Zypern und die Trennung der Kredit- und Anteilspositionen lässt sich dies abwenden. CyprusCo I nimmt ein Darlehen und reicht es als Beteiligung nach unten an CyprusCo II. CyprusCo II wiederum gewährt ein Darlehen an das russische Anlageobjekt und erhält in der Folge Zinseinkommen. CyprusCo II kann aber glaubhaft darstellen, dass dem kein identischer Zinsaufwand entgegensteht, da sie selbst lediglich Dividenden und keine Zinsen an CyprusCo I zahlt.

**4.3 Variante 1.** Bei obiger Struktur laufen deutsche und österreichische private und Unternehmensinvestoren aus den dortigen Vorschriften über beherrschte ausländische Unternehmen (*Controlled Foreign Company, CFC*) Gefahr, besteuert zu werden. Auch Versicherer könnten bei ihren Liquiditätspositionen benachteiligt werden. Dieses Problem würden wir über eine modifizierte Struktur in einer gesonderten Fondsanteilsklasse lösen.

Für Variante 1 fügen wir der Basisstruktur einen Trust und eine weitere luxemburgische Zweckgesellschaft (LuxCo) hinzu. Nun gewährt der Fonds der LuxCo ein Genussrecht. Als hybrides Instrument gilt dieses nach deutschem Steuerrecht als Eigentumsanteil, aus luxemburgischer Sicht hingegen als Fremdkapital. Die Stimmrechte an den Anteilen der LuxCo werden rechtlich und wirtschaftlich vom Fonds an einen gemeinnützigen Trust übertragen. Der Fonds vereinbart in der Folge Dividenden aus den Anteilen und nicht Zinsen, wodurch eine CFC-Besteuerung vermieden werden sollte. Zinszahlungen für das Genussrecht sollen allfällige Steuern auf die Zinseinnahmen für die gewährte Finanzie-

rung von CyprusCo I ausgleichen. Da es sich um eine gruppeninterne Finanzierung handelt, sind luxemburgische Transfer-Pricing-Bestimmungen zu beachten. Zudem gelten für die LuxCo Substanz- und Kapitalvorschriften.

**4.4 Variante 2.** Die steuerliche Behandlung von Hybridinstrumenten in Deutschland könnte ändern. Für diesen Fall sehen wir eine Fondsanteilsklasse vor, die über Wandelanleihen partizipiert. Dadurch liesse sich das CFC-Risiko bannen. Zusätzlich sollten potenzielle Verluste, Kapitalgewinne aus Beteiligungen und Refinanzierungskosten steuerlich abzugsfähig sein [10].

**4.5 Berater vs. AIFM.** Üblicherweise würden wir Schweizer Initiatoren als Beraterinheit in die Struktur integrieren und eine Holding dahinter schalten. Nach Inkrafttreten der AIFM-RL in Luxemburg würden wir versuchen, die dortige AIFM-Qualifikation auf Vehikelebene zu erlangen und weiterhin aus der Schweiz als Berater zu agieren. Da bis 2015 eine Delegation in die Schweiz schwierig ist, könnte für Deutschschweizer ab 2013 eine liechtensteinische AIFM-Einheit sinnvoll sein.

## 5. FAZIT

Onshore oder offshore? Entscheidend ist es, das Fondsvehikel ausschliesslich als Mittel zum Zweck zu begreifen. Solche *horses for courses* haben primär den Anforderungen der Investoren zu entsprechen. Zusätzlich sollten Nachhaltigkeitsüberlegungen in jede seriöse Strukturierungsarbeit einfließen. Bedarfsgerechte Vehikel lassen sich heute ohne Probleme und für praktisch alle Strategien onshore errichten. Aber auch Offshore-AIF sollten Manager nicht frühzeitig abschreiben. Für gewisse Konstellationen können sie nach wie vor der klügste Weg ans Ziel sein. Der Spielraum wird für die Manager deutlich enger. Die AIFM-RL und bald auch das neue KAG verlangen, dass die Entscheidungsträger dort reguliert werden, wo sie ihre tatsächliche Geschäftsführung haben. Berater im Konjunktiv und substanzlose Briefkastenfirmen mit willfähigen Lohndirektoren sind Geschichte. ■

**Anmerkungen: 1)** Dazu zählen: Tactical Trading (Global Macro und Managed Futures), Directional (Long/Short Equity, Emerging Markets und Dedicated Short Bias), Relative Value (Equity Market Neutral, Fixed Income Arbitrage und Convertible Arbitrage) sowie Event Driven (Merger Arbitrage, Distressed Debt und Multi Strategy). Vgl. Lhabitant, (2008) Handbook of Hedge Funds, John Wiley & Sons, Ltd., S. 159f sowie Beitlich, Nils (2012) Beyond risk and return – combining hedge fund strategy and manager selection, Whitepaper, S. 3 und Stefanini, Filippo (2006) Investment strategies of hedge funds, John Wiley & Sons, Ltd., S. 13f. **2)** Vgl. Dobrauz, Günther und Rosenberg, Dirk (2011) Begehrte Finanzspritzen; in: denaris, 2011/02, S. 28. **3)** Vgl. Dobrauz, Günther (2009) Das US-amerikanische Clawback-Verfahren im Gefolge von Konkursen betrügerischer Investmenttätigkeiten, illustriert anhand aktueller Beispiele; in: Zeitschrift für Insolvenzrecht und Kredit-

schutz (ZIK), 15. Jg., (2009/6), Art.-Nr. 285, S. 196–200 sowie Dobrauz, Günther und Rosenauer, Philipp (2010) Side Pockets als spezielle Instrumente zur außerordentlichen Liquiditätssteuerung von Fund of Hedge Funds; in: Zeitschrift für Finanzmarktrecht (ZFR), 5. Jg., (2010/2), Art.-Nr. 33, S. 62–67. **4)** Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010. **5)** Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rats vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG (OGAW) und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl. L [174] vom 1.7.2011. **6)** Vgl. Strachman, Daniel (2007) The fundamentals of hedge fund management, John Wiley & Sons, Ltd., S. 38f und Dobrauz, Günther (2009) Die Exempted Segregated Portfolio Company (SPC) nach dem Recht der Cayman-Inseln als Vehikel für Hedge-Fonds-Strategien; in: Zeitschrift für Finanzmarkt-

recht (ZFR), 4. Jhg., (2009/6), Art.-Nr. 141, S. 228–231. **7)** Bundesgesetz vom 23. Juni 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (SR 951.31). **8)** Diese erfordert, dass ausschliesslich qualifizierte Anleger gemäss Artikel 10 Abs. 3 KAG als Aktionärinnen und Aktionären beteiligt sind, die Aktien auf Namen lauten; und eine zugelassene Prüfgesellschaft der Finma jährlich den Nachweis über die Einhaltung dieser Voraussetzungen erbringt. **9)** Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rats vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften zu bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. L302 vom 17.11.2009 (UCITS IV). **10)** Diese Konstruktion dürfte unter Solvency-II-Gesichtspunkten als Investment auch für Versicherungsunternehmen attraktiv sein.