

Herausgeber:

Peter Braumüller
Daniel Ennöckl
Michael Gruber
Nicolas Raschauer
Gerald Toifl

ACHTUNG!

Jetzt auf das
Online-Archiv
zugreifen!

(Details im Innenteil)

zfr.lexisnexis.at

Beiträge

Martin Karollus:

Nochmals: Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen und Kapitalerhaltung in der AG

Georg Graf:

Schadenersatz wegen fehlerhafter Anlageberatung: Zum Beginn der subjektiven Verjährungsfrist

Günther Dobrauz/Philipp Rosenauer:

Side Pockets als spezielle Instrumente zur außerordentlichen Liquiditätssteuerung von Fund of Hedge Funds

Judikatur

EuGH: Zum Gleichbehandlungsgrundsatz im Aktienrecht

VfGH: Datenanforderungen der FMA

VwGH: Zum Risikomanagement nach WAG 2007

Aktuelles

► Aufsichtsrecht

Beraters abbildete. Der Kursverlust führte dazu, dass bei einer Veräußerung der Aktien die Gefahr drohte, das investierte Kapital teilweise oder gar zur Gänze zu verlieren. Damit bestand die Gefahr des Eintritts eines Szenarios, das der Anleger mit der Tötigung des Investments aber gerade vermeiden hatte wollen: Er wollte eine Veranlagung tätigen, die nach ihrer Beendigung nicht zu einem Vermögensverlust führen würde. Der Anleger musste somit ab Jänner 2008 erkennen, dass das empfohlene Produkt diesen Vorgaben nicht entsprach und insoweit ein Schaden eingetreten war.

Sollte ein Anleger bereits vor diesem Zeitpunkt aufgrund besonderer Umstände (zB durch quartalsmäßige Zusendung von Depotauszügen) Kenntnis von der negativen Kursentwicklung erlangt haben, wäre der Verjährungsbeginn mit diesem Zeitpunkt anzusetzen.

Zu verneinen ist die Möglichkeit des Verjährungsbeginns vor dem Zeitpunkt der tatsächlichen Kenntnisnahme der negativen Kursentwicklung. Zu einem solchen früheren Verjährungsbeginn könnte es nur kommen, wenn man eine Obliegenheit der Anleger zur Beobachtung der Kursentwicklung der auf Empfehlung des Beraters erworbenen Papiere bejahen wollte. Eine solche Obliegenheit bestand jedoch nicht. Es ist zu berücksichtigen, dass die Immobilienaktien typischerweise als eine sichere und langfristige Veranlagung empfohlen wurden. Im Hinblick auf eine solche Empfehlung wäre es geradezu kontraintuitiv annehmen zu wollen, der Kunde müsste ständig die Kurse beobachten, um jederzeit verkaufen zu können. Es ist schließlich zu berücksichtigen, dass es hier um Kunden geht, die sich an einen Vermögensberater gewendet haben, somit nicht am execution-only-business interessiert waren.



Der Autor:

Univ.-Prof. Dr. Georg Graf M.A. (Chicago) ist Professor für Privatrecht und Rechtsphilosophie am Institut für Privatrecht der Universität Salzburg. Zu seinen Forschungsschwerpunkten zählen ua das Bank- und Kapitalmarktrecht.

Wichtigste Publikationen:

Rechtsfragen des Telebanking, 1997; Vertrag und Vernunft, 1997; Bankgeschäfte und HGB-Reform, in Harrer/Mader (Hrsg), Die HGB-Reform in Österreich, 2005, 71 - 103; Die österreichische Rückstellungsgesetzgebung, 2003.

Dr. iur. Günther Dobrauz, MBA / cand. iur. Philipp Rosenauer
Zürich / Innsbruck

■ ZFR 2010/33, 62

Side Pockets als spezielle Instrumente zur außerordentlichen Liquiditätssteuerung von Fund of Hedge Funds¹⁾

(Fund of) Hedge Funds sehen sich durch gehäufte Rücknahmeforderungen von Investoren zunehmend mit Liquiditätsengpässen konfrontiert. Um diese Forderungen bedienen zu können, müssen zunächst liquide Vermögenswerte veräußert werden, was in einer überproportionalen Beteiligung der verbleibenden Investoren an illiquiden Werten resultieren kann. Nachstehender Beitrag zeigt mögliche Lösungswege für (Fund of) Hedge Funds auf und behandelt insbesondere die in der jüngsten Banken- und Finanzkrise häufig gewählte Möglichkeit der Bildung sogenannter „Side Pockets“.

1. Hintergrund/Problemstellung

In der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise, die ihren Ursprung in einer amerikanischen Immobilien-, Hypothekar- und Bankenkrise genommen hatte, brachen praktisch sämtliche Finanzmärkte binnen kürzester Zeit dramatisch ein. Neben den klassischen Banken und Investmentbanken waren auch viele andere Finanzintermediäre, wie zB Versicherungen und Rückversicherer, massiv davon betroffen und mussten vielfach staatliche Stabilisierungs- und Rettungsprogramme eingesetzt werden, um diese aufzufangen.

In der Folge hat sich das Investorenverständnis von Anlageprodukten und der damit verbundenen Risiken massiv geändert: Risikoaversion verbunden mit einem starken Trend hin zu sichereren Anlagen mit höherer Liquidität und generell verringertes Vertrauen in Finanzprodukte traten in den Vordergrund. Als Ausdruck dieser Verunsicherung auf Investoreseite sahen sich zahlreiche Anbieter von Anlageinstrumenten mit Kündigungen von Fondsanteilen sowie Rückzahlungsforderungen konfrontiert, die oftmals einen Großteil des Fondsvermögens betrafen. Trotz einer generell zukunftsorientierten Liquiditätsplanung, die typischerweise auch Vorkehrungen für Ausnahmesituationen traf, konnten die für die Rücknahme der Anteile notwendigen finanziellen Mittel von vielen Fonds oft nicht kurzfristig bereitgestellt

1) Dieser Beitrag beruht auf dem Diskussionsstand Ende Dezember 2009.

werden. Insbesondere Fund of Funds („FoFs“), also Fonds, die als Dachfonds in andere Fonds investieren, gerieten durch diese Situation in eine unangenehme Lage: Einerseits verlangten viele Anleger von diesen eine Rücknahme ihrer Anteile, was bedeutete, dass die für die Rücknahme notwendigen Mittel durch Liquidation ihrer Investitionen in Zielfonds beschafft werden mussten, andererseits waren aber diese Zielfonds selbst oft bereits illiquide geworden, da auch deren eigene Anlagen nicht mehr veräußerbar waren, wodurch sie ihrerseits Rücknahmeforderungen nur noch beschränkt oder gar nicht mehr erfüllen konnten. Ein forciertes Verkauf dieser schwer veräußerbaren Vermögenswerte im Fondsvermögen ist regelmäßig nicht im Interesse der Anleger, da bei einem solchen Verkauf ein stark reduzierter Preis in Kauf genommen werden muss. Auch die Aufnahme von Krediten als Mittel zur Befriedigung von Rücknahmeanträgen ist in der Regel nicht im Interesse der verbleibenden Investoren, da dadurch für diese neue Risiken und Verbindlichkeiten geschaffen werden.

Aber selbst Hedge Fonds, die von der Finanz- und Wirtschaftskrise nicht betroffen waren, stehen aufgrund folgender Tatsache vor einem ähnlichen Problem: In jüngster Vergangenheit haben viele Hedge Fonds illiquide Vermögensanlagen, die nur schwierig veräußerbar und/oder bewertbar sind, mit traditionelleren, liquiden Anlagen kombiniert. Liquide und illiquide Anlagen wurden somit in ein und demselben Portfolio gehalten. Forderten nun Investoren die Rücknahme ihrer Anteile, so wurde die dafür notwendige Liquidität vielfach durch den Verkauf der traditionellen Anlagen bereitgestellt. Die verbleibenden Investoren fanden sich dadurch aber allenfalls in der Situation, einen überproportionalen Anteil an illiquiden, schwer bewertbaren Anlagen zu halten. Weiters konnte diese Vorgehensweise zu einer Verzerrung des Nettoinventarwertes (Net Asset Value, „NAV“) führen, da eine aktuelle, tatsächliche Bewertung von illiquiden Anlagen erst bei ihrer Veräußerung endgültig möglich war. Bewirkte diese Verzerrung eine Überbewertung des NAV, so wurden jene Investoren begünstigt, die ihre Rücknahme vor dem tatsächlichen Verkauf der illiquiden Anlagen zu einem dann niedrigeren Preis durchgeführt haben. Ergab die Verzerrung jedoch eine Unterbewertung des Nettoinventarwertes, wurden jene Anleger begünstigt, die erst später ihre Rücknahmeanträge eingereicht haben.²⁾ Auch Dachhedgefonds (oder Fund of Hedge Funds, „FoHFs“) waren von dieser Problematik betroffen.

Beide Sachverhalte illustrieren, dass es entweder zu einer Ungleichbehandlung von Investoren kommt bzw der Fonds (existenzbedrohenden) Liquiditätsrisiken ausgesetzt werden kann. Es stellt sich somit die Frage, wie ein FoHF solchen Risiken adäquat begegnen kann. Auf eine dieser Möglichkeiten – die Bildung von sog „Side Pockets“ – soll nachstehend eingegangen werden.

Zuerst werden Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten von Side Pockets dargelegt (2.), anschließend wird analysiert, unter welchen Voraussetzungen Side Pockets nach österreichischem Recht gebildet werden können (3.) und wie Side Pockets an anderen europäischen Fondsstandorten eingesetzt werden (4.), bevor am Ende (5.) noch kurz auf andere außerordentliche Elemente zur Liquiditätssteuerung eingegangen wird.

2) *Lhabitant*, Handbook of Hedge Funds 2006, 116.

2. Side Pockets

2.1. Ursprung

Hedge Fonds machten erstmals um 1980 vom Einsatz von Side Pockets³⁾ Gebrauch, um in allgemein schwierig handel- oder bewertbare Vermögenswerte, wie Immobilien, privates Beteiligungskapital („private equity“), Wagniskapital („venture capital“) und Mezzaninkapital, zu investieren oder um im Wert drastisch gefallene Wertpapiere (zeitweise) aus dem allgemeinen Portfolio auszuschneiden. Ursprünglich wurden Side Pockets von Hedge Fonds-Managern entsprechend der damals gängigen Anlagestrategien nur sehr zurückhaltend eingesetzt. In den vergangenen Jahren wurden aber vermehrt andere Anlagemöglichkeiten, deren Liquidität und Bewertbarkeit zusehends schwieriger wurde, von Hedge Fonds erschlossen. Mit vermehrten Investitionen in derartige Anlagen nahm auch die Bildung von Side Pockets, welche solche Investitionen vielfach überhaupt erst ermöglicht haben, zu. In jüngster Vergangenheit gerieten Side Pockets in die Schlagzeilen, da Fondsmanagern vorgeworfen wurde, diese nicht im ausschließlichen Interesse der Anleger gebildet zu haben, sondern vielmehr um sich ihre Performance Fees zu sichern. So wurden teilweise nicht illiquide Positionen ausgegliedert, sondern jene, die nicht die gewünschte Rendite erzielen konnten. Durch die Ausgliederung wurden sie bei der Berechnung des Nettoinventarwertes teilweise nicht oder nicht voll berücksichtigt, was sich positiv auf diesen auswirken und den Fondsmanagern eine höhere Performance Fee sichern konnte.⁴⁾

2.2. Funktionsweise und Bildung

Side Pockets verfolgen das Ziel, liquide Anlagen von illiquiden Anlagen zu trennen. Zusätzlich zum bestehenden Portfolio wird dazu ein zweites Portfolio⁵⁾ als sog Side Pocket gebildet, welches die illiquiden Investments übernimmt. Das ursprüngliche Portfolio erhält dafür zunächst keine Entschädigung und verliert somit vorderhand an Wert. Dadurch erleiden die Anleger in diesem Portfolio einen Verlust im Ausmaß des ursprünglichen NAV ihrer Anteile vermindert um den NAV der ausgeschiedenen illiquiden Anlagen. Um diesen Wertverlust auszugleichen, erhalten die Anleger jedoch anteilmäßig Anteile an dem neu geschaffenen Side Pocket, welches fortan die illiquiden Investments enthält und dessen NAV wiederum der Summe der NAVs der vom bisherigen Portfolio abgezogenen illiquiden Positionen

3) Obwohl der Begriff „Side Pocket“ in der Lehre zurzeit weit verbreitet ist, werden insbesondere im angloamerikanischen Raum andere Begriffe für diese Möglichkeit der Liquiditätssteuerung verwendet. So zB „segregated portfolio“, „designated asset class“ oder „designated investment“. Obwohl sich die Rechtsordnungen hinsichtlich Bildung und Verwaltung von „Side Pockets“ unterscheiden, handelt es sich stets um das gleiche grundsätzliche Konzept.

4) *Oberholzer*, Die Bildung von „Side Pockets“ nach Schweizer Recht, GesKR 2009, 228. Das Honorar eines Hedge Fonds-Managers besteht üblicherweise aus zwei Komponenten: der Verwaltungsgebühr („Management Fee“), welche idR 2 % des Nettofondsvermögens („assets under management“, „AUM“) beträgt und der erfolgsabhängigen Vergütung („Performance Fee“), welche idR 20 % der vom Manager generierten Wertsteigerung beträgt. Eine Performance Fee ist gewöhnlich erst geschuldet, wenn ein früher erreichter Höchststand des Nettoinventarwertes pro Anteil überschritten wird (sog „high watermark“), teilweise ist zusätzlich auch die Überwindung eines bestimmten Schwellenwertes („hurdle rate“) erforderlich. Durch Ausgliederung schlecht performender Anlagen in ein Side Pocket können diese Hürden natürlich schneller genommen werden.

5) Typischer Fall der Bildung von Side Pockets durch neue Anteilsklassen. Side Pockets können aber auch durch Gründung eines neuen Fonds oder Portfolios innerhalb eines Fondsvehikels gebildet werden, worauf idF noch eingegangen wird.

entspricht. Investoren halten somit forthin zwei Arten von Anteilen am Fonds: Die ursprünglichen Anteile (in nun verringertem Ausmaß) und die Anteile an dem neu geschaffenen Side Pocket, wobei der kumulierte NAV identisch mit jenem des Fondsanteils vor der Gründung des (der) Side Pockets ist.

Der wesentliche Unterschied besteht jedoch in der zukünftigen Verwendung der beiden Portfolios: Das ursprüngliche Portfolio mit den liquiden Anlagen soll nach den bisherigen, im Fondsprospekt festgelegten Regeln weitergeführt werden. Dies resultiert in einer aktiven Verwaltung. Neue Investoren können durch die Ausgabe neuer Anteile an diesem Portfolio beteiligt werden und bestehende Anleger können ihre Anteile unter Berücksichtigung von lock-up Perioden (innert welchen keine Rückgabe möglich ist) und Rücknahmeterminen zurückgeben. Das neu geschaffene Side Pocket hingegen wird nicht mehr aktiv verwaltet, sondern die illiquiden und/oder schwierig bewertbaren Anlagen werden über einen längeren Zeithorizont, innerhalb dessen mit einer Aufwertung bzw. Bewertbarkeit der Positionen gerechnet wird, liquidiert. Logische Konsequenz aus dieser längerfristigen Liquidationsabsicht ist, dass an diesem Portfolio keine neuen Anteile ausgegeben werden, keine neuen Anlagen zugekauft werden und die am Side Pocket beteiligten Investoren die bestehenden Anteile nicht zurückgeben können, da erst mit Liquidation der Side Pockets der Erlös gleichmäßig unter den beteiligten Anlegern aufgeteilt wird.⁶⁾

Neben der oben beschriebenen Bildung von Side Pockets durch neue Anteilsklassen besteht jedoch auch die Möglichkeit der Bildung von Side Pockets durch einen neuen Fonds.⁷⁾ Dieses Konzept kommt insbesondere dann zur Anwendung, wenn der Fondsprospekt zwar die Bildung von Side Pockets nicht vorsieht, eine Rücknahme der Fondsanteile gegen Sachleistungen⁸⁾ aber zulässig ist. Zu diesem Zweck ist zunächst ein neuer Fonds als Zweckgesellschaft zu bilden. In diesen werden dann die abzusplittenden, illiquiden Anlagen im Wege einer Sacheinlage eingebracht. Die Anteile an dem neuen Fonds, der als Zweckgesellschaft fungiert, werden an die Investoren im Verhältnis ihrer bestehenden Anteile an den illiquiden Anlagen ausgegeben. Nach Einlage der illiquiden Vermögenswerte in den neuen Fonds und Ausgabe der entsprechenden Anteile an die Investoren wird dieser Fonds für neue Investoren geschlossen. Im Zeitverlauf werden die illiquiden Anlagen des neuen Fonds liquidiert und die beteiligten Investoren erhalten unter Rückgabe ihrer Anteile an diesem Fonds die Erlöse aus dessen Veräußerung. Wurden sämtliche illiquiden Anlagen des Zweckfonds veräußert, wird dieser abgewickelt.⁹⁾ Bei der Bildung von Side Pockets durch einen neuen Fonds können im Einzelfall Bestimmungen über Anlagebeschränkungen und Risikoverteilung zu Problemen führen. Konkret können zB strenge Regelungen hinsichtlich einzuhaltender Risikodiversifikation die Bildung eines Side Pocket Fonds mit nur wenigen illiquiden Anlagen verunmöglichen.¹⁰⁾ Generell ist darauf hinzuweisen, dass die Zweckgesellschaft nicht zwingend die Rechtsform eines Sub-Fonds einnehmen muss. So kann das Side Pocket je nach Fondsstandort verschiedene Rechtsformen haben.¹¹⁾ Die

Grundidee bei der Schaffung dieses sog. „synthetischen Side Pockets“ ist nämlich folgende: Der ursprüngliche Fonds hält Anteile an der Zweckgesellschaft, die nur nach Genehmigung durch die Zweckgesellschaft zurückgenommen werden können. Zwischen Fonds und Zweckgesellschaft wird ein Beteiligungsvertrag geschlossen, in welchem der Zweckgesellschaft die Erlöse aus dem zukünftigen Verkauf illiquider Anlagen zugesichert werden. Im Gegenzug erhält der Fonds Anteile an der Zweckgesellschaft. Diese Anteile können vom Fonds an jene Investoren, die Rückzahlung begehren, als Sachleistung ausgegeben werden. Es wird somit deutlich, dass der mitunter komplexe Prozess der Bildung von (synthetischen) Side Pockets im Einzelfall und vor dem Hintergrund der anwendbaren Rechtsordnung beurteilt werden muss.

Bevor sich das Fondsmanagement zur Bildung eines Side Pockets entschließt, sollten folgende Punkte geklärt werden:

- Aus dem Fondsprospekt sollte klar hervorgehen, unter welchen Voraussetzungen eine Anlage als „illiquid“ gilt und in ein Side Pocket transferiert werden kann. Dadurch kann uU vermieden werden, dass Anlagen, die nicht die gewünschte Rendite erzielen, lediglich in ein Side Pocket ausgegliedert werden, um die Performance Fee des Fondsmanagements zu maximieren.
- Managementgebühren sollten auf Basis der Kosten des Side Pockets berechnet werden und Performance Fees erst dann anfallen, wenn ein Vermögenswert profitabel veräußert wird.
- Klare Regelungen, in welchem prozentualen Ausmaß eine Bildung von Side Pockets gemessen an den AUM zulässig ist, sind notwendig.¹²⁾

2.3. Vor- und Nachteile von Side Pockets

Der wohl wesentlichste Vorteil von Side Pockets liegt in der fairen Gleichbehandlung aller Investoren. Fondsmanager werden dank ihrer Verwendung durch allfällige Rücknahmeanträge nicht gezwungen, liquide Anlagen zu verkaufen und somit die verbleibenden Investoren in überproportionalem Ausmaß an den illiquiden Vermögenswerten zu beteiligen. Im Gegensatz zu einer Aussetzung der Rückzahlung haben die am Side Pocket beteiligten Investoren die Möglichkeit, ihre Anteile an diesem am Sekundär- oder Over-the-counter- („OTC“-) Markt zu handeln. Zusätzlich führt die Bildung von Side Pockets zu keinem veränderten Gegenparteienrisikoprofil für die Investoren und zeitigt die Schaffung von neuen Subfonds oder Anteilsklassen anders als zB redemptions in-kind regelmäßig keine unmittelbaren Steuerfolgen für diese.

Eine wesentliche Hürde in der Bildung von Side Pockets besteht jedoch darin, dass Bestimmungen über Bildung und Verwendung in den meisten Fondsprospekten fehlen. Neben einer Anpassung der Fondsprospekte ist auf eine genaue Einhaltung der Rechtslage zu achten, um Investorenklagen vorzubeugen.¹³⁾ Transparenz und Offenlegung der geplanten Maßnahmen sind in Jurisdiktionen mit zurückhaltenden Aufsichtsbehörden not-

6) Oberholzer, Die Bildung von „Side Pockets“ nach Schweizer Recht, GesKR 2009, 227.

7) Sog. „Synthetic Side Pockets“.

8) Sog. „redemption in-kind“. S 5:3.

9) Luxembourg Fund Review No 5, 28.

10) Oberholzer, Die Bildung von „Side Pockets“ nach Schweizer Recht, GesKR 2009, 230.

11) Ist die Zweckgesellschaft zB in der Rechtsform einer Segregated Portfolio Company („SPC“) nach dem Recht der Cayman Islands errichtet, können sogar mehrere Hedge Fonds von der Möglichkeit Gebrauch machen, ihre

illiquiden Anlagen auf ein und dieselbe SPC auszulagern. Zu Cayman SPC als Vehikel für Hedge Fonds siehe ausführlich Dobraz, Die Exempted Segregated Portfolio Company (SPC) nach dem Recht der Cayman-Inseln als Vehikel für Hedge Fonds-Strategien, ZFR 6/2009, 228-231.

12) Lhabitant, aaO.

13) Siehe hierzu Zuckerman, Ritchie Investors Take Legal Actions, Wall Street Journal – Eastern Edition, Vol 250, Issue 151. Ritchie Capital Management LLC transferierte 20 Investments im Gesamtwert von 290 Millionen USD in einen Side Pocket account.

wendig.¹⁴⁾ Ein gezielter Dialog mit der jeweils zuständigen Finanzmarktaufsicht ist dringend zu empfehlen. Bei der Bildung von Side Pockets ist außerdem der Kommunikation mit den Investoren besondere Bedeutung zuzumessen, da sonst die Gefahr besteht, dass aufgrund falscher Wahrnehmung weitere Rücknahmeanträge eingereicht werden könnten und derartige Maßnahmen, insbesondere bei Retail-Anlegern, leicht zu Missverständnissen oder falschen Wertungen führen können.

3. Die Bildung von Side Pockets nach österreichischem Recht

In Österreich sind aufgrund des Investmentfondsgesetzes („InvFG“) nur Dachhedgefonds nach § 20a InvFG (als „andere Sondervermögen“) zulässig. Diese investieren – unter Berücksichtigung einer Begrenzung von 10 % ihrer AUM pro Fonds – in andere Hedge Fonds. Hedge Fonds per se sind in Österreich nicht reguliert. Die für viele Hedge Fonds-Strategien zentralen Leerverkäufe („short selling“) sind unzulässig und auch die Kreditaufnahme ist nur sehr beschränkt möglich und darf nach dem Gesetzeswortlaut nur kurzfristig erfolgen.¹⁵⁾

Die Bildung von Side Pockets ist in Österreich also nur für Dachhedgefonds relevant, und selbst für diese stellt sich diese Frage bei derzeitiger Rechtslage lediglich in der Theorie. Theoretisch müsste ein solcher einen Antrag an die Finanzmarktaufsicht („FMA“) richten und um Genehmigung eines Side Pockets ansuchen. Die Frage, wie ein solcher Antrag ausgestaltet sein müsste, ist derzeit allerdings ebenso wenig abschließend geregelt wie die Frage, unter welchen Voraussetzungen die Bildung eines Side Pockets zulässig wäre. Nachdem das InvFG idGF für die Genehmigung eines solchen Vorhabens also schlichtweg keine Rechtsgrundlage enthält, ist davon auszugehen, dass ein solcher Antrag auf Grundlage des InvFG idGF als unbegründet abzuweisen wäre.

Die FMA und das Bundesministerium für Finanzen arbeiten momentan an einer geplanten Novelle des InvFG, welche voraussichtlich noch 2010 umgesetzt werden wird. Erst zu diesem Zeitpunkt werden in Österreich registrierte Dachhedgefonds allenfalls die Möglichkeit haben, Side Pocket Accounts zu bilden.¹⁶⁾ Diese prekäre Situation könnte österreichische FoHFs uU vor ernsthafte Liquiditätsschwierigkeiten stellen. Ein rasches Handeln seitens des Gesetzgebers und der Regulierungsbehörden – wie in anderen europäischen Ländern bereits Standard – wäre daher wünschenswert, sodass der inländische Finanzmarkt im internationalen Wettbewerb an Stärke und Bedeutung gewinnen kann.

4. Side Pockets an anderen europäischen Fondsstandorten

Generell muss gesagt werden, dass die Thematik der Side Pockets in Kontinentaleuropa weitestgehend noch nicht abschließend Eingang in die jeweils anwendbaren, nationalen Normen gefunden hat. Vielfach wurden aber unter dem Druck der Ereignisse und Erfordernisse im Gefolge der jüngsten Finanzkrise durch die jeweils zuständigen Aufsichtsbehörden grundsätzliche Aussagen getroffen und mehr oder minder praktikable Anordnungen verlautbart. Im Folgenden ist exempla-

risch der diesbezügliche status quo in einigen Jurisdiktionen kurz zusammengefasst.

4.1. Liechtenstein

Die Finanzmarktaufsicht Liechtenstein („FMA“) reagierte schnell auf Liquiditätsprobleme von FoFs und Hedge Fonds und regelte detailliert das Vorgehen bei der Abspaltung illiquider Vermögenswerte. Gesetzliche Grundlage für die am 29. 4. 2009 ausgegebene Wegleitung ist das Gesetz über Investmentunternehmen¹⁷⁾ („IUG“) sowie die Verordnung über Investmentunternehmen¹⁸⁾ („IUV“).

Kann demnach ein wesentlicher Teil des Vermögens nicht mehr ordnungsgemäß bewertet werden, sind mit sofortiger Wirkung keine Anteile mehr abzurechnen. Die Wesentlichkeit kann im vollständigen Prospekt erwähnt werden, andernfalls gilt nach Amtspraxis der FMA ein Richtwert von 10 %. Unter gleichzeitiger Information an die FMA, die Revisionsstelle sowie die Anleger ist die Depotbank bzw Administrationsstelle anzuweisen, den Anteilshandel auszusetzen. Bereits bestehende Zeichnungen bzw Rückgaben sind zu sistieren, können aber bei entsprechender Information der Anleger bis zur Wiederaufnahme des Anteilhandels pendent gehalten werden; in diesem Fall werden die Anteile bei der nächsten NAV Berechnung abgerechnet, sofern sie zwischenzeitlich nicht widerrufen wurden.

Um die illiquiden bzw nicht bewertbaren Vermögenswerte vom restlichen Fondsvermögen abzuspalten, ist von der Verwaltungsgesellschaft bei der FMA ein begründeter Antrag sowie ein Prospektänderungsgesuch einzureichen. Die FMA entscheidet nach Einzelfallprüfung über das Prospektänderungsgesuch. Im Falle einer positiven Entscheidung wird die Bildung des Side Pockets bzw die Prospektänderung von der FMA unter Einhaltung von Auflagen genehmigt. Erscheint die Fortführung eines Investmentunternehmens aufgrund des hohen relativen Anteils der illiquiden Vermögenswerte am Gesamtvermögen nicht sinnvoll, besteht auch die Möglichkeit der Teilliquidation eines Anlagefonds in Liquidation („Teilliquidation“).¹⁹⁾

4.2. Luxemburg

Eine ernsthafte Auseinandersetzung mit der Bildung von Side Pockets in Luxemburg begann Ende des Jahres 2008. Die Organisation ALFI²⁰⁾ installierte dazu eine Arbeitsgruppe, die dieses Thema in mehreren Treffen mit der CSSF²¹⁾ ausarbeitete. Die Eckpunkte dieser Arbeiten lauten:

- Side Pockets müssen unter der Kontrolle des Fonds und der Depotbank stehen.
- Zugunsten der Investoren ist eine Abwägung zwischen Side Pockets und anderen Maßnahmen vorzunehmen: Side Pockets sollen somit eine Ausnahme bleiben.
- Investoren sollen bestmöglich über Bewertungstechniken und den jeweiligen Stand der illiquiden Mittel im Side Pocket informiert werden.

14) Securities Industry News, 8. 5. 2006, 35.

15) Vgl dazu die hL zur „Basisvorschrift“ des § 4 Abs 3 InvFG, die „kurzfristige Kredite“ bis zu 10 % zulässt: *Oppitz in Macher et al*, InvFG § 4 Rz 14 ff.

16) Telefonat mit der FMA Österreich, 7. 12. 2009.

17) Gesetz vom 19. 5. 2005 über Investmentunternehmen LGBl 156/2005, LR-Nummer 951.30.

18) Verordnung vom 23. 8. 2005 über Investmentunternehmen LGBl 179/2005, LR-Nummer 951.301.

19) *FMA Liechtenstein*, Wegleitung Vorgehen bei der Abspaltung illiquider Vermögenswerte („Side Pockets“), http://www.fma.li/index.html?page_id=2&node=215&lvl=&l=2&navi_array=&p_id=256 (16. 12. 2009).

20) Association of the Luxembourg Fund Industry.

21) Commission de Surveillance du Secteur Financier.

- In jedem Fall ist vor Bildung eines Side Pockets die Genehmigung der CSSF einzuholen.
- Für dringende Fälle und solange die auszusondernden Anlagen 20 % des Gesamtfondsvermögens nicht übersteigen, existiert ein erleichtertes Schnellverfahren zur Bildung von Side Pockets.²²⁾

4.3. Schweiz

Gezwungen durch die Verwerfungen auf den Finanzmärkten fassten auch zahlreiche Schweizer Hedge Funds Ende 2008 die Bildung von Side Pockets ins Auge.²³⁾ Problematisch war jedoch, dass die in Kraft stehenden Gesetzesbestimmungen keine Regelungen vorsahen. Auf Drängen von Interessenvertretungen wie der Swiss Fund Association („SFA“) teilte die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht („FINMA“) am 23. Jänner 2009 schließlich in einem Rundschreiben²⁴⁾ mit, dass sie die Bildung von Side Pockets in gewissen Fällen auch für schweizerische FoHFs zulasse. Die Schaffung von Side Pockets kann jedoch nur nach Genehmigung der FINMA erfolgen und muss insbesondere im Interesse der Gesamtheit der Anleger und Anlegerinnen sein. Weiters sind bei der Schaffung dieser Side Pockets die Rechte der Anleger und Anlegerinnen zu wahren. Gleichzeitig wies die FINMA darauf hin, dass die Ausgabe von neuen Anteilen bzw der Vertrieb von teilweise illiquiden kollektiven Kapitalanlagen grundsätzlich nicht mit den im Kollektivanlagengesetz²⁵⁾ festgehaltenen Verhaltensregeln, insbesondere der Treue- und Informationspflicht, vereinbar ist. Meldungen zufolge hat die FINMA in ihrer Rolle bei der Bildung von Side Pockets aber versagt, da die geforderte genaue Ausgestaltung von Side Pockets für Fondsgesellschaften nicht praktikabel gewesen sei. Ein flexibleres Vorgehen – ähnlich jenem der Luxemburger Aufsicht – wäre wünschenswert gewesen.²⁶⁾

4.4. Frankreich

In ihrem Rundschreiben²⁷⁾ vom 22. 12. 2008 brachte die AMF²⁸⁾ zum Ausdruck, dass der Gebrauch von Side Pockets auf außergewöhnliche Umstände beschränkt werden soll. Bevor ein Side Pocket gebildet werden kann, ist ein Antrag an die AMF zu stellen, aus dem Folgendes ersichtlich sein muss:

- Beschluss des Fondsmanagements, ein Side Pocket zu bilden,
- eine Liste jener illiquiden Anlagen, die in das Side Pocket transferiert werden sollen,
- eine technische Analyse der zu transferierenden Anlagen,
- ein vollständiger Fondsprospekt sowie
- die (geplante) Korrespondenz mit den Anlegern, um diese über die Abspaltung der Anlagen zu informieren.

22) Luxembourg Fund Review No 5, 30.

23) Oberholzer, Die Bildung von „Side Pockets“ nach Schweizer Recht, GesKR 2009, 230.

24) Abrufbar unter www.finma.ch/d/aktuell/seiten/aktuell-sidepockets-20090123.aspx.

25) Siehe Art 20 Schweizer Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen KAG sowie Art 31-34 der Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung, KKV).

26) NZZ Nr 125 vom 18. 8. 2009, 25.

27) Abrufbar unter www.amf-france.org/documents/general/8607_1.pdf.

28) Autorité des Marchés Financiers.

4.5. Irland

Die irische Finanzmarktaufsicht hat sich ebenfalls zum Thema der Side Pockets geäußert. Dabei erkannte sie, dass die Bildung eines Side Pockets grundsätzlich eine Änderung des Fondsprospekts und somit jener Bestimmungen, unter welchen die Investoren ihre Anlagen tätigten, darstellt. Bevor ein Side Pocket also durch die Finanzmarktaufsicht genehmigt werden kann, müssen jene Fonds, die in ihren Prospekten die Möglichkeit zur Bildung eines Side Pockets nicht vorsehen, die Zustimmung der Investoren einholen. Als Empfehlung sprach die Finanzmarktaufsicht aus, maximal illiquide Vermögenswerte in Höhe von 20 % des gesamten NAV eines Fonds in das Side Pocket zu transferieren. Besondere Umstände können aber die Überschreitung dieser Grenze rechtfertigen, wobei jedenfalls eine absolute Obergrenze von 30 % des Nettoinventarwertes an illiquiden Anlagen einzuhalten ist.²⁹⁾

5. Alternative Möglichkeiten zur Liquiditätssteuerung

Neben der Bildung von Side Pockets stehen Hedge Fonds noch andere – mehr oder minder praktikable – Möglichkeiten zur Wahrung ihrer Liquidität zur Verfügung, welche im Folgenden kurz dargestellt werden. Auf die rechtlichen Grenzen, die solchen Maßnahmen in unterschiedlichen Rechtsordnungen gesetzt sind, kann nicht eingegangen werden, da dies den Rahmen dieses Beitrages jedenfalls überschreiten würde. Neben den unten beschriebenen Instrumenten, die eine unmittelbare Einflussnahme auf die Zahlungsströme des Hedge Fonds darstellen, sei darauf hingewiesen, dass Liquiditätsrisiken auch durch zahlreiche Finanzinstrumente und Derivate abgesichert werden können.³⁰⁾

5.1. Aussetzung der Nettoinventarwertberechnung und der Rückzahlungen

Eine Aussetzung der Nettoinventarwertberechnung bedeutet gleichzeitig auch eine vorläufige Suspendierung der Ausgabe neuer Anteile am Fondsvermögen sowie auch eine Aussetzung der Rücknahme von Fondsanteilen. Eine vollständige Aussetzung der Nettoinventarwertberechnung und die vorübergehende Verweigerung der Rücknahme von Anteilen stellt eine sehr drastische Maßnahme dar und signalisiert den Investoren zumeist, dass sich der Hedge Fonds in ernsthaften Problemen befindet. Eine solche Vorgehensweise sollte deshalb von den Fondsmanagern ausschließlich als ultima ratio ergriffen werden.

5.2. Gates

Unter „Gates“ versteht man eine Beschränkung der Rücknahme von Anteilen der Höhe nach. Manche Gates geben Hedge Fonds das Recht, nach erfolgter Rücknahme der Anteile die Zahlung an den Investor für einen bestimmten Zeitraum zu stunden. Andere Gates limitieren den Betrag an Fondsanteilen, die ein Investor zu einem bestimmten Rückzahlungsdatum

29) Rundschreiben 2/2006 der Irish Stock Exchange.

30) Zu denken ist dabei an Withdrawal Options, Hedge Fund Return Put Options, Hedge Fund Return Swaps, Hedge Fund Return Swaptions, Liquidity Options und andere Instrumente. Für eine ausführliche Darstellung dieser Möglichkeiten s. *Bhaduril/Meissner/Youn*, Hedging Liquidity Risk: Potential Solutions for Hedge Funds, *The Journal of Alternative Investments*, Winter 2007, 80 ff.

einlösen kann. In zahlreichen Fondsprospekten ist zB unter bestimmten Umständen die Gesamtrücknahmesumme zu einem bestimmten Datum mit 10 % des Fondsvermögens beschränkt. Während also eine Aussetzung von Rückzahlungen diese völlig verhindert, werden beim Einsatz von Gates diese nur limitiert. Aufgrund von vermehrtem Druck der Investoren, die eine Limitierung der Rücknahme mittels Gates immer weniger akzeptieren, befindet sich dieses Instrument der Liquiditätssteuerung jedoch auf dem Rückzug.³¹⁾

5.3. Redemptions in-kind

Redemptions in-kind geben Hedge Fonds das Recht, Anteile am Fondsvermögen gegen Ausgabe von vom Fonds gehaltenen Sachleistungen, wie zB Aktien, zurückzunehmen. Zahlreiche Fondsprospekte sehen diese Möglichkeit der Befriedigung von Rückzahlungsanträgen vor. Problematisch sind jedoch mitunter die Bewertung jener Vermögenswerte, die an die Investoren ausgegeben werden sollen, sowie die Tatsache, dass manche Vermögenswerte nicht an Investoren übertragbar sind bzw von diesen nicht immer gehalten werden dürfen. Die Praxis zeigt, dass durch diese Umstände die Ausgabe von Sachleistungen oftmals zu einem sprichwörtlichen Minenfeld für Hedge Fonds werden kann.

6. Fazit

Side Pockets sind in den letzten Jahren zu einem nicht unwesentlichen Bestandteil des Instrumentariums der internationa-

len Hedge Fonds-Industrie geworden. Durch diese wurde es Fondsmanagern ermöglicht, auch illiquide oder nur schwer bewertbare Positionen in ihr Portfolio aufzunehmen und neue, zusätzliche Strategien umzusetzen. Zusätzlich wurde es möglich, auf diesem Wege bei relativer Gleichbehandlung aller Investoren und in der Hoffnung auf mittelfristige, optimierte Wertrealisierung Teile eines Portfolios abzusondern, um so die Umsetzung einer an sich validen Kernstrategie fortzusetzen. Wie bei jedem Werkzeug bestimmen die Hände, die es führen, das Werk, das am Ende steht, und so gab es durchaus Fälle, in welchen das Institut der Side Pockets missbraucht wurde, um leichter oder mehr Profit zugunsten des Managements von Hedge Fonds zu realisieren. In den Stürmen der jüngsten Finanzkrise rückte die Möglichkeit der Bildung von Side Pockets neuerlich ins Zentrum des Interesses der verschiedenen Teilnehmer der Hedge Fonds-Industrie. Als in noch nie zuvor gesehener Geschwindigkeit die Anlagen von Fonds an Wert verloren und ganze Portfolios illiquide wurden, stellte die Bildung von Side Pockets oft die einzig verbleibende Möglichkeit dar, Fonds am Leben zu erhalten. Dass dies oftmals trotzdem nicht gelang, lag vielfach und in verschiedensten Jurisdiktionen an mit diesem Instrument nicht oder nur unzureichend vertrauten Aufsichtsbehörden. So manifestierten sich an diesem Instrument weitere, einem als unsicherer als gedacht enttarnten System inhärente Mängel auch auf regulatorischer Seite. Es scheint daher angezeigt, das Thema Side Pockets in Zukunft genau zu verfolgen: Einerseits hinsichtlich der diesbezüglichen regulatorischen Maßnahmen, die in den einzelnen Ländern ergriffen werden, und andererseits hinsichtlich der Art und Weise, wie und ob die einzelnen Manager sinnvoll und zum Besten der Investoren davon Gebrauch machen.

31) Herman, Not all Funds work the gate, Investment Dealers' Digest, Vol. 75 No. 12, 27. 3. 2009, 1.



Der Autor:

Dr. Günther Dobrauz MBA, Studium der Rechtswissenschaften an der Johannes Kepler Universität Linz, MBA-Studium an der University of Strathclyde Graduate School of Business, Executive Education an der Harvard Business School. Nach Gerichts- und Anwaltspraxis in Steyr und Linz mehrjährige Tätigkeit für ein Schweizer Venture Capital-Unternehmen in Zürich, anschließend Aufbau und Geschäftsführung eines liechtensteinischen Investmentfonds, seit Sommer 2008 Legal Counsel einer internationalen Managed-Futures-Investmentgruppe in der Schweiz.



Der Autor:

cand. iur. Philipp Rosenauer, Studium der Rechtswissenschaften an der Johannes Kepler Universität Linz, juristischer Mitarbeiter bei Binder Grösswang Rechtsanwälte GmbH in Innsbruck.

Jetzt zfr.lexisnexis.at besuchen und für das Online-Archiv registrieren!

