

# EUROPÄISCHES PARLAMENT

1999



2004

---

*Plenarsitzungsdokument*

ENDGÜLTIG  
**A5-0476/2003**

17. Dezember 2003

## **BERICHT**

über die Zukunft von Hedgefonds und derivativen Finanzinstrumenten  
(2003/2082(INI))

Ausschuss für Wirtschaft und Währung

Berichterstatter: John Purvis

PR\_INI

## INHALT

	<b>Seite</b>
GESCHÄFTSORDNUNGSSEITE.....	4
ENTWURF EINER ENTSCHLIESSUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS .....	5
BEGRÜNDUNG.....	14

## **GESCHÄFTSORDNUNGSSEITE**

In der Sitzung vom 5. Juni 2003 gab der Präsident des Europäischen Parlaments bekannt, dass der Ausschuss für Wirtschaft und Währung die Genehmigung zur Ausarbeitung eines Initiativberichts gemäß Artikel 163 der Geschäftsordnung über die Zukunft von Hedgefonds und derivativen Finanzinstrumenten erhalten hat.

Der Ausschuss hatte in seiner Sitzung vom 20. Mai 2003 John Purvis als Berichterstatter benannt.

Er prüfte den Berichtsentwurf in seinen Sitzungen vom 10. September, 4. November, 25. November und 2. Dezember 2003.

In der letztgenannten Sitzung nahm er den Entwurf einer EntschlieÙung mit 16 Stimmen bei 4 Gegenstimmen und 10 Enthaltungen an.

Bei der Abstimmung waren anwesend: Christa Randzio-Plath, Vorsitzende; Philippe A.R. Herzog, stellvertretender Vorsitzender; John Purvis, Berichterstatter; Pervenche Berès, Hans Blokland, Armonia Bordes, Hans Udo Bullmann, Jonathan Evans, Ingo Friedrich, Carles-Alfred Gasòliba i Bòhm, Robert Goebbels, Lisbeth Grönfeldt Bergman, Mary Honeyball, Othmar Karas, Giorgos Katiforis, Alain Lipietz, Astrid Lulling, Hans-Peter Mayer, Ioannis Patakis, Fernando Pérez Royo, Bernhard Rapkay, Olle Schmidt, Peter William Skinner, Bruno Trentin, Theresa Villiers, Charles Tannock (in Vertretung von Christoph Werner Konrad), Harald Ettl (in Vertretung von Helena Torres Marques), Simon Francis Murphy (in Vertretung von David W. Martin), Elly Plooi-j-van Gorsel (in Vertretung von Christopher Huhne) und Jas Gawronski (in Vertretung von Renato Brunetta gemäß Art. 153 Abs. 2 der Geschäftsordnung).

Der Bericht wurde am 17. Dezember 2003 eingereicht.

## ENTWURF EINER ENTSCHEIDUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS

### zur Zukunft von Hedgefonds und derivativen Finanzinstrumenten (2003/2082(INI))

*Das Europäische Parlament,*

- unter Hinweis auf die Umsetzung des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen, insbesondere der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Wertpapierprospekt<sup>1</sup>, der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)<sup>2</sup>, sowie unter Hinweis auf den Standpunkt des Europäischen Parlaments vom 25. September 2003 zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte und zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>3</sup>,
- unter Hinweis auf die Richtlinien 2001/107/EG<sup>4</sup> und 2001/108/EG<sup>5</sup> des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Januar 2001 betreffend Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und insbesondere die endgültige Fassung von Artikel 2 der Richtlinie 2001/108/EG und Artikel 19 Absatz 1 der Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985, geändert durch Richtlinie 2001/108/EG,
- unter Hinweis auf die Richtlinie 2001/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. September 2001 im Hinblick auf die im Jahresabschluss bzw. im konsolidierten Abschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen und von Banken und anderen Finanzinstituten zulässigen Wertansätze<sup>6</sup>,
- unter Hinweis auf die Richtlinie 2003/51/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2003 über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, von Banken und anderen Finanzinstituten sowie von Versicherungsunternehmen<sup>7</sup>,
- unter Hinweis auf die Regelungen betreffend eine angemessene Eigenkapitalausstattung und die gegenwärtige Überprüfung dieser Regelungen,
- in Kenntnis des Berichts der IOSCO<sup>8</sup> über Fragen der Beaufsichtigung und des Anlegerschutzes, die mit der Beteiligung von Kleinanlegern an Hedgefonds im Zusammenhang stehen,
- unter Hinweis darauf, dass Fragen betreffend derivative Finanzinstrumente in der Task

---

<sup>1</sup> ABl. noch nicht veröffentlicht.

<sup>2</sup> ABl. L 96 vom 12.4.2003, S. 16.

<sup>3</sup> P5\_TA(2003)0410.

<sup>4</sup> ABl. L 41 vom 13.2.2002, S. 20.

<sup>5</sup> ABl. L 41 vom 13.2.2002, S. 35.

<sup>6</sup> ABl. L 283 vom 27.10.2001, S. 28.

<sup>7</sup> ABl. L 178 vom 17.7.2003, S. 16.

<sup>8</sup> Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden.

Force der Europäischen Zentralbank zur Übertragung von Kreditrisiken, im Basler Ausschuss für das globale Finanzsystem und in der Arbeitsgruppe des Gemeinsamen Forums<sup>1</sup> zur Koordinierung der sektorübergreifenden Beaufsichtigung erörtert werden,

- unter Hinweis auf die aktuellen, Hedgefonds und Derivate betreffenden Entwicklungen in den nationalen Gesetzgebungen in Europa, den USA und Asien,
- unter Hinweis auf die Entschließung des Europäischen Parlaments vom 22. September 1995 zu den derivativen Finanzinstrumenten: ihre derzeitige Rolle auf den Kapitalmärkten, ihre Vorteile und Risiken<sup>2</sup>,
- gestützt auf Artikel 163 seiner Geschäftsordnung,
- in Kenntnis des Berichts des Ausschusses für Wirtschaft und Währung (A5-0476/2003),

### Hedgefonds

- A. in der Erwägung, dass der Begriff „Hedgefonds“ ein breites Spektrum von Finanzprodukten abdeckt, für die die Bezeichnung „komplexe alternative Investitionsvehikel“ (sophisticated alternative investment vehicle – SAIV) angebracht ist,
- B. in der Erwägung, dass mit SAIV tatsächlich alternative Investitionsmöglichkeiten zur Verfügung gestellt werden, bei denen oftmals in dem Bestreben, unter allen Marktbedingungen absolute Renditen zu erzielen, komplexe Techniken angewandt werden, dass sie aber mit einem variablen Leverage arbeiten, das sehr hoch sein kann, und auch das Risiko erheblicher Verluste bergen,
- C. in der Erwägung, dass ein System zur Beaufsichtigung von SAIV der angemessene Platz für die Regulierung anderer alternativer Investitionsfonds in Bereichen wie Grundstücke und Immobilien, Devisen oder Waren darstellen könnte, die nicht unbedingt absolute Renditen anstreben und die auf dem europäischen Markt Einzug halten, jedoch derzeit die Vorteile einer EU-weiten einheitlichen Regelung nicht für sich in Anspruch nehmen können,
- D. in der Erwägung, dass die alternative Fondsindustrie seit der Krise von LTCM im Jahre 1998 eine erhebliche Weiterentwicklung erfahren hat, die durch einen raschen Anstieg des investierten Kapitals und der gehandelten Werte, eine Zunahme kleinerer Fonds, auch in Europa, und eine immer häufigere Ansiedlung in Steuer- und Regulierungsasen gekennzeichnet ist,
- E. in der Erwägung, dass eine diskriminierende Besteuerung und diskriminierende Vorschriften in einigen Mitgliedstaaten dazu geführt haben, dass von potenziellen Anlagen in Hedgefonds mit Sitz im Ausland, einschließlich derer mit Sitz in einem

---

<sup>1</sup> Ein Gruppe von Sachverständigen, die unter der Schirmherrschaft des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden und der Internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden arbeitet.

<sup>2</sup> ABl. C 269 vom 16.10.1995, S. 194.

anderen Mitgliedstaat, entmutigt wird,

- F. in der Erwägung, dass das Interesse der Anlagen tätigen Öffentlichkeit und der institutionellen Anleger zunimmt, Zugang zu solchen Investitionsmöglichkeiten zu erhalten und gleichzeitig die Gewissheit zu haben, dass diese Anlagemöglichkeiten integer sind und gut verwaltet werden,
- G in der Erwägung, dass die innovativen Anlageprodukte und die erweiterten Wahlmöglichkeiten für die Anleger, die durch SAIV zur Verfügung gestellt werden, begrüßt und gefördert werden sollten,
- H. in der Erwägung, dass die erforderlichen Fähigkeiten im Bereich Investitionen in der EU vorhanden sind und oftmals im Management von off-shore angesiedelten SAIV eingesetzt werden und dass die Entwicklung solcher Fähigkeiten gefördert werden sollte,
- I. in der Erwägung, dass einige Mitgliedstaaten die Schaffung spezieller Beaufsichtigungssysteme prüfen, um solche Unternehmen zu ermutigen, sich in ihrem Rechtsbereich niederzulassen, und dass Kohärenz zwischen solchen nationalen Systemen, die potenziell zu einem gemeinsamen EU-Passsystem führen könnte, wünschenswert ist,
- J. in der Erwägung, dass einige Hedgefonds ohnehin für Kleinanleger über Listings an europäischen Märkten, über Drittländer oder indirekt über Dachfonds oder Structured Notes zugänglich sind,
- K. in der Erwägung, dass Erfolge dabei, SAIV von ihren Off-shore-Niederlassungen in den Wirtschaftsraum zu locken, von der Schaffung eines Beaufsichtigungssystems abhängig sind, das weniger stark als bei herkömmlichen OGAW reguliert ist, und dass ein solches System sich darauf konzentrieren sollte, den Anlegern ausreichende und verständliche Informationen zur Verfügung zu stellen, anstatt sich auf übermäßig normative Regeln und Vorschriften auszurichten,
- L. in der Erwägung, dass die Notwendigkeit besteht, Anleger, die mit diesem Anlagebereich weniger vertraut sind, über die verschiedenen Investitionsstrategien und die Risiken dieser Art von Anlage zu informieren und ihnen insbesondere voll bewusst zu machen, dass diese Anlagen deutlich von OGAW unterschieden werden sollten,
- M. in der Erwägung, dass Dachfonds einen diversifizierten Eingang in den Sektor bieten, die direkte Anlage in die zugrunde liegenden Fonds jedoch zu gegebener Zeit ebenfalls zulässig sein sollte,
- N. in der Erwägung, dass das Risiko besteht, dass das globale Finanzsystem Schaden nimmt, wenn diese Arten der Anlage sich ohne Quantifizierung oder Kontrolle ausweiten,

#### Derivative Finanzinstrumente

- O. in Erwägung der bereits 2001 vom Forum für Finanzstabilität abgegebenen Empfehlungen zum Transparenz- und Regulierungsbedarf von Hedgefonds und zum Erfordernis einer finanziellen Regulierung in Off-shore-Zentren sowie in Erwägung der in den einzelnen Mitgliedstaaten ungleichen, aber insgesamt unzureichenden Umsetzung dieser

Empfehlungen,

- P. in der Erwägung, dass es angesichts der bevorstehenden Vollendung des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen für die Kommission angezeigt wäre, ihre Aufmerksamkeit einer geeigneten gesetzgeberischen Verankerung von Hedgefonds und anderen komplexen alternativen Investitionsvehikeln zu widmen, für die es zurzeit keinen europäischen Rechtsrahmen gibt,
- Q. in der Erwägung, dass derivative Finanzinstrumente in zunehmenden Maße in Anlageprodukten verwendet werden, zu denen die Öffentlichkeit Zugang hat, und dass sie somit in allen oben angeführten Richtlinien entsprechend berücksichtigt werden müssen,
- R. in der Erwägung, dass die derivativen Finanzinstrumente in den letzten 20 Jahren eine wichtige Rolle für die finanzielle Innovation gespielt haben, indem sie die Entstehung einer Reihe neuer Produkte (einschließlich zahlreicher Produkte mit geringem Risiko) gefördert und die Auswahl der Anleger erweitert haben,
- S. in der Erwägung, dass Derivate ein Mittel zur Beschränkung des Risikos darstellen und gleichzeitig eine Möglichkeit sind, spekulativ Risiko einzugehen, und dass sie auch gesamtwirtschaftlich von Nutzen sein können, indem sie das Risiko auf diejenigen verteilen, die es am besten verkraften können,
- T. in der Erwägung, dass Warenderivate eine wichtige Rolle bei der Absicherung von Risiken und der Sicherstellung einer effizienten Nutzung der Ressourcen, z. B. auf dem Energie- und dem Agrarmarkt, spielen können und dass damit zu rechnen ist, dass ihre Bedeutung mit der weiteren Liberalisierung des Energie- und des Agrarmarktes zunehmen wird,
- U. in der Erwägung, dass es unerlässlich ist, dass dieses Risiko sowohl hinsichtlich der Gefahren für Einzelpersonen als auch der Systemrisiken für das Finanzsystem ordnungsgemäß beaufsichtigt und kontrolliert wird,
- V. in der Erwägung, dass es wichtig ist sicherzustellen, dass die Regulierung der Derivate im Verhältnis zu den Risiken steht, die sie für einzelne Anleger und die finanzielle Stabilität insgesamt darstellen, und dass unbedingt eine umfassende und wirksame Kosten-Nutzen-Analyse durchgeführt werden sollte, ehe die für diese Finanzprodukte bestehende Regulierung durch neue Gesetze oder Vorschriften ergänzt wird,
- W. in der Erwägung, dass die Verbreitung von Kreditderivaten Fragen hinsichtlich der Ermittlung des Gesamtumfangs der Risikoexponierung aufwirft,
- X. in der Erwägung, dass jene OTC-Derivate („direkt am Schalter gehandelte Derivate“), die nicht reguliert sind, auf den Finanzmärkten einen gefährlichen Überhang bilden könnten,
- Y. in der Erwägung, dass die Gültigkeit von Derivaten von der Gewissheit der vollständigen Abrechnung zum Zeitpunkt der Fälligkeit und damit von der Kreditwürdigkeit und der Fähigkeit der letztendlichen Gegenparteien abhängt, Verpflichtungen nachzukommen,
- Z. in der Erwägung, dass hochkomplexe Derivate illiquide sein können und die Inhaber

daher Schwierigkeiten haben können, Positionen abzuschließen oder zu bewerten, insbesondere, wenn die Marktbedingungen sich als schwierig erweisen,

Aa. in der Erwägung, dass sich Derivate zu einem allgemein üblichen Mechanismus im Finanzmanagement von Gesellschaften, Investmentgesellschaften und kleineren Banken entwickeln und dass diese Nutzer über angemessene Kompetenzen verfügen müssen, wenn es darum geht, die Risiko-Exponierung zu kontrollieren,

Ab. in der Erwägung, dass in diesem sich schnell entwickelnden und ständiger Veränderung unterworfenen Bereich auch die Sachkenntnis in den Aufsichtsbehörden oftmals nicht ausreicht,

Ac. in der Erwägung, dass Finanzderivate in unterschiedlichen Formen an Kleinanleger vermarktet werden können, beispielsweise als gelistete Produkte oder über Spread Betting, vorausgesetzt, dass sie der Aufsicht durch die nationale Regulierungsbehörde für den Finanzbereich unterliegen,

### Hedgefonds

1. erinnert die Kommission daran, dass sie gemäß der endgültigen Fassung von Artikel 2 der Richtlinie 2001/108/EG bis zum 13. Februar 2005 einen umfassenden Bericht über diesen Anlagebereich zu erstellen hat, und schlägt vor, dass dies angesichts des Potenzials für Systemrisiken sowie des zunehmenden Interesses der Anleger bereits viel früher geschehen sollte;
2. fordert die Europäische Kommission – angesichts der Tatsache, dass viele Hedgefonds off-shore operieren und keiner EU-Regulierung unterliegen – auf, EU-Rechtsvorschriften einzuführen, um die Kreditvergabe von EU-Finanzinstitutionen an Off-shore-Hedgefonds durchschaubarer zu machen,
3. ist der Auffassung, dass mäßig reichen Anlegern und zu gegebener Zeit auch Kleinanlegern der Zugang zu SAIV ermöglicht werden sollte und dass der Regulierung unterliegende Dachfonds in diesem allmählichen Prozess eine bedeutende Rolle spielen könnten;
4. hält es für an der Zeit, ein angemessenes EU-weites Beaufsichtigungssystem für SAIV zu entwickeln, das nur wenig regulierend eingreift, SAIV mit dazu bewegt, sich in der EU niederzulassen, und das die Vorteile eines gemeinsamen Europäischen Passes durch gegenseitige Anerkennung zur Verfügung stellt;
5. weist darauf hin, dass die Regulierung durch ein Beaufsichtigungssystem für SAIV nur so gering ausfallen darf, dass ihre Rolle als alternatives Anlagemedium der Wahl keinen Schaden nimmt und die Freiheit der Investmentmanager nicht eingeschränkt wird, wenn es (unter anderem) darum geht
  - innovative und sogar exotische Techniken und Instrumente anzuwenden,
  - starke Positionen zu beziehen, einschließlich durch Nutzung von Leerverkäufen, Leverage und Derivaten,

– entsprechend ihrer Leistung bezahlt zu werden,

vorausgesetzt, dass ihre Anlage- und Betriebsmethoden in angemessener Form denjenigen offen gelegt werden, die direkt oder indirekt bei diesen Managern Anlagen tätigen;

6. ist der Auffassung, dass die Aufsichtsbehörde kontrollieren und überzeugt sein muss, dass die Anbieter, Direktoren und Manager von SAIV geeignete und integre Personen sind, denen die Verantwortung für die Spar- und Anlagefonds von Dritten übertragen werden kann und die über angemessene Sachkenntnis verfügen und über die Anlagetechniken und -instrumente, die im jeweiligen Unternehmen eingesetzt werden, gut informiert sind, dass die einem SAIV inhärenten Risiken klar aufgezeigt und den Anlegern mitgeteilt werden, dass die Grenzen, die sich aus den angebotenen Anlagestrategien und der Höhe des Risikos ergeben, nicht überschritten werden und dass die Risiken ordnungsgemäß beobachtet und kontrolliert werden;
7. betont, dass sich das System zur Beaufsichtigung von SAIV insbesondere auf die Distribution und die eingesetzten Verkaufsmethoden konzentrieren sollte, damit keine Personen in SAIV investieren, für die diese Anlageform nicht geeignet sind;
8. ist der Auffassung, dass Anlagefonds selbst entscheiden können sollten, ob sie nach dem für OGAW oder dem für SAIV geltenden System beaufsichtigt werden wollen, und dass sie an die Vorschriften des gewählten Systems gebunden sein sollten;
9. fordert den Anlagesektor und die nationalen Aufsichtsbehörden dringend auf, Kampagnen zu fördern, um potenzielle Anleger über SAIV, ihre Merkmale und Risiken zu informieren;
10. hält es für sehr wünschenswert, dass die Anbieter von SAIV über eine spezielle Zulassung für den Vertrieb von SAIV verfügen sollten und dass eine solche Zulassung von ihrer Integrität und vom Stand ihrer Sachkenntnis bezüglich SAIV-Produkte abhängen sollte und regelmäßig zu erneuern ist;
11. hält es für unerlässlich, dass Einzelpersonen, die in SAIV investieren, eine klare und einfache Beschreibung der Risiken und eine Warnung zur Verfügung gestellt wird, die sie anerkennen müssen, womit sie ihr Einverständnis bezüglich der involvierten Risiken geben;
12. ermutigt die Industrie, einen Verhaltenskodex zur Selbstregulierung zu erstellen, der Aspekte umfasst, die nicht explizit von dem formalen, nur in geringem Maße regulierend eingreifenden Beaufsichtigungssystem abgedeckt werden, insbesondere im Hinblick auf angemessene Verkaufs- und Distributionsmethoden;
13. erkennt an, dass auf Anlagen in solche Fonds ein Mindestbetrag festgelegt werden könnte, solange die Kenntnisse der Öffentlichkeit noch gering sind, dass dieser Schwellenwert jedoch mit steigendem Bewusstsein nach und nach verringert und schließlich ganz abgeschafft werden sollte;
14. schlägt vor, dass es SAIV mit langfristigem Anlagehorizont gestattet sein sollte, die Periodizität von Verkaufsmöglichkeiten, Rückzahlungen, Transaktionen und die

Bewertung von Netto-Vermögenswerten zu beschränken;

15. ist der Auffassung, dass SAIV verpflichtet sein sollten, täglich strenge Risikokontrollen durchzuführen, um sicherzustellen, dass sie innerhalb der von ihnen angebotenen Risikoparameter verbleiben;
16. fordert die Aufsichtsbehörden dringend auf, nach Konsultation der Industrie leicht verständliche und in sich schlüssige Verfahren zur Risikomessung oder Indizes zu entwickeln, die in regelmäßigen Abständen veröffentlicht werden sollten, um Anleger darauf hinzuweisen, dass die angebotenen Risikogrenzen auch eingehalten werden;
17. fordert dringend, dass ein EU-weites Regulierungssystem für SAIV unter das Lamfalussy-Verfahren fällt und dass die detaillierten Anforderungen auf Ebene 2 beschlossen und regelmäßig geprüft werden, wobei dies jedoch der parlamentarischen Kontrolle unterliegt und das Parlament ein Rückrufrecht hat;
18. fordert die Kommission auf zu prüfen, ob ein Beaufsichtigungssystem für SAIV als getrennter Teil einer reformierten OGAW-Richtlinie oder in einer separaten Richtlinie umgesetzt werden sollte, und ist der Auffassung, dass sich ein solches System auf Hedgefonds und andere alternative Anlagefonds erstrecken sollte;
19. ist der Auffassung, dass die Aufsichtsbehörden in aller Welt eine effektive Möglichkeit entwickeln sollten, gegebenenfalls einschließlich eines zentralen Registers bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, wie auf dem Forum für Finanzstabilität vom April 2000 vorgeschlagen, um das Ausmaß an Kredit-, Management- und operationellen Risiken, die dieser Sektor für das globale Finanzsystem mit sich bringen kann, zu beobachten und zu kontrollieren, und fordert die Kommission dringend auf, einen solchen Mechanismus, der auch die effektivere Anwendung geltender Bestimmungen beinhalten sollte, zu initiieren;
20. fordert die Kommission gemeinsam mit den nationalen Aufsichtsbehörden auf, die (vorrangig von amerikanischen Arbitrage-Hedgefonds angewendete) Praktik, unterschiedliche Zeitzonen und den Einfluss der Wall Street auf andere Märkte auszunutzen, um vom Timing auf den Märkten der asiatischen und europäischen Anlagefonds zu profitieren, zu prüfen, um festzustellen, ob dadurch Langzeitanleger in diesen Fonds erheblich geschädigt werden und ob Schritte unternommen werden müssen, um diese Situation zu beheben;
21. erwartet von der Kommission, dass sie einen Bericht über die steuerlichen und regulatorischen Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten vorlegt und darin sowohl Maßnahmen des Steuer- und Regelungsdumpings als auch Maßnahmen aufzeigt, durch die in anderen Mitgliedstaaten niedergelassene SAIV diskriminiert werden;
22. fordert die Kommission dringend auf, sich mit den Gesetzgebern und Beaufsichtigungsbehörden in den USA, Japan, der Schweiz und anderen relevanten Gebieten mit eigener Rechtsordnung zu konsultieren mit dem Ziel, in diesem Anlagebereich einen Ansatz zu entwickeln, der international so konsistent wie möglich ist, und über die Umsetzung der Empfehlungen des Forums für Finanzstabilität insbesondere zu den Hedgefonds und zur Regulierung der Off-shore-Finanzplätze in den verschiedenen

Mitgliedstaaten und in Drittländern Bericht zu erstatten und darzulegen, wie sie tätig zu werden gedenkt, damit die unerlässlichen Regelungen weltweit eingeführt werden;

#### Derivative Finanzinstrumente

23. unterstreicht, dass Derivate einen vollkommen anderen Themenbereich betreffen und daher einen anderen Regelungsbedarf haben als Hedgefonds;
24. fordert die Kommission auf, die in der oben erwähnten Entschließung des Europäischen Parlaments vom 22. September 1995 zu den derivativen Finanzinstrumenten: ihre derzeitige Rolle auf den Kapitalmärkten, ihre Vorteile und Risiken geforderten Berichte vorzulegen;
25. fordert die Kommission auf, bei der Erstellung neuer oder der Änderung bestehender Richtlinien, die die Finanzdienstleistungen betreffen, sowie in der Umsetzungsphase beim Lamfalussy-Verfahren besonderes Augenmerk auf derivative Finanzinstrumente zu richten; unterstreicht, dass diese Finanzinstrumente nicht nur nützlich, sondern auch risikoreich sind, die Volatilitäten vergrößern und Finanzstabilität gefährden können;
26. fordert die Kommission auf, im Interesse eines kohärenten Wertpapierrechts die verschiedenen einschlägigen Komponenten des EU-Rechts zusammenzufassen, um eine umfassende gesetzgeberische Behandlung (unter anderem) der Derivate zu erleichtern;
27. fordert die Kommission auf, gemeinsam mit nationalen und relevanten internationalen Institutionen ein Instrument zur Messung und Beobachtung der globalen Exponierung durch Derivate und insbesondere durch das akkumulierte Kreditrisiko (einschließlich des Abrechnungsrisikos) von Kreditderivaten auf den Weg zu bringen; betont, dass nur diejenigen mit Derivaten handeln dürfen, die über eine hohe Eigenkapitaldeckung verfügen, damit in Krisenzeiten die Verluste nicht von den Steuerzahlern getragen werden müssen, wie es sich in den unterschiedlichen Krisen, u.a. auch in dem Fall LTCM, gezeigt hat;
28. räumt ein, dass es bereits beträchtliche Regelungs- und Regulierungsstrukturen gibt, die sich auf Derivate anwenden lassen; weist darauf hin, dass es wichtig ist, dafür Sorge zu tragen, dass die Meldevorschriften eine ausreichende Produkterfassung gewährleisten und dass die einschlägigen Regulatoren über die Mittel und das Fachwissen verfügen, um diese Daten wirksam auszuwerten;
29. verweist auf die Rechtsunsicherheit, die den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten in einigen Mitgliedstaaten sehr schwierig gestaltet, und fordert die Entscheidungsträger nachdrücklich auf, eine Lösung für dieses Problem zu finden;
30. fordert die Kommission auf zu prüfen, ob im Rahmen von Basel II weitere Schritte unternommen werden müssen, damit im Bankensystem und den einzelnen Banken Reserven in angemessener Höhe zur Verfügung stehen, um alle möglicherweise auftretenden Liquiditätsforderungen aufgrund der Exponierung durch Derivate erfüllen zu können;
31. fordert die Kommission auf, im Kontext von Basel II weiter zu prüfen, ob die Abwälzung von Kreditrisiken durch Banken auf Nichtbanken eine Reduzierung der

Eigenkapitalanforderungen ermöglichen sollte, und falls ja zu prüfen, wie die Exponierung bei Nichtbanken (insbesondere bei Hedgefonds) bewertet, beobachtet und kontrolliert werden könnte;

32. fordert die Verbände für Rechnungslegungs- und Anlagemanagement dringend auf, ein hohes Maß an Sachkenntnis im Bereich Derivate und ihrer Mechanismen und Risiken in ihre Qualifikationskriterien aufzunehmen;
33. fordert die Kommission auf, weiterhin mit dem International Accounting Standards Board und anderen Einrichtungen zusammenzuarbeiten, um baldmöglichst eventuelle Konventionen betreffend die Definition, Quantifizierung und Rechnungslegung bei Derivaten und Derivatpositionen in der Rechnungslegung von Unternehmen zu erarbeiten;
34. fordert dringend, dass die Exponierung aufgrund von Derivaten (einschließlich zeitlicher Lücken), die fair und schlüssig auf die wahre Lage eines Unternehmens hinweisen, in der Rechnungslegung europäischer Unternehmen offen zu legen ist;
35. ist der Auffassung, dass die Bewertung von Derivaten mittels Notreserven die zusätzlichen Risiken berücksichtigen sollte, die unter schwierigen Marktbedingungen und im Hinblick auf die Kreditwürdigkeit der Gegenpartei bestehen könnten;
36. fordert die Europäische Kommission und die Mitgliedstaaten auf, ihre Vorgehensweise im Hinblick auf Derivate, die auf europäischen Märkten angeboten werden, über das Lamfalussy-Verfahren zu koordinieren und gleichzeitig der Notwendigkeit Rechnung zu tragen, die Flexibilität bei den verschiedenen Derivatprodukten und -märkten zu erhalten;
37. fordert die Kommission auf, dafür zu sorgen, dass die europäischen Derivatebörsen angemessenen und gleichberechtigten Zugang zu den ausländischen Märkten haben, und hält die jüngsten protektionistischen Maßnahmen der amerikanischen Konkurrenten für inakzeptabel;
38. beauftragt seinen Präsidenten, diese Entschließung dem Rat, den Regierungen der Beitrittsländer, der Kommission sowie den Aufsichtsbehörden aller Mitgliedstaaten und Beitrittsländer, den Ländern des Europäischen Wirtschaftsraums, den Regierungen der Schweiz, Japans und der USA und dem International Accounting Standards Board zu übermitteln.

## BEGRÜNDUNG

### Hedgefonds

Der erste Hedgefonds wurde 1949 von A. W. Jones aufgelegt. Um das Marktrisiko insgesamt zu begrenzen, kombinierte Jones zwei risikobehaftete Investitionsinstrumente - Leerverkäufe und den Einsatz von Leverage. Der Fonds war somit „gehedgt“, denn Jones kombinierte kreditfinanzierte Aktien, deren Wert bei positiver Marktentwicklung steigen würde, mit Short-Positionen, die positive Ergebnisse erbringen, wenn der Markt sich negativ entwickelt. Jones gestaltete darüber hinaus die Vergütung des Fondsmanagers als Anteil am Gewinn (in seinem Fall 20 %) und investierte zudem sein eigenes Kapital in den Fonds.

Gegenwärtig sind schätzungsweise 450 bis 600 Milliarden US-Dollar in Hedgefonds angelegt. Die Zahl der 2001 in Europa verwalteten Hedgefonds betrug 446<sup>1</sup>, was jedoch nur 15 % der weltweit in Hedgefonds verwalteten Gelder ausmachte<sup>2</sup>.

Die vom Präsidenten der USA eingesetzte *Arbeitsgruppe zu Finanzmarktfragen* hat den Begriff Hedgefonds 1999 wie folgt definiert: "**jedes Investitionsvehikel für kollektive Investitionen, das privat organisiert, von professionellen Investitionsmanagern verwaltet und der Öffentlichkeit nicht allgemein zugänglich ist.**" Die britische Finanzaufsichtsbehörde lehnt es ab, sich auf eine Begriffsbestimmung festzulegen, da es keine erkennbaren Gemeinsamkeiten gibt.

Im Allgemeinen sind jedoch einige gemeinsame Merkmale festzustellen:

- Es handelt sich um private Partnerschaften oder Kapitalgesellschaften, die Investitionszwecke verfolgen.
- Die Fonds sind off-shore angesiedelt, für gewöhnlich in Steueroasen oder Gebieten, in denen nur wenig reguliert wird.
- Sie erheben leistungsbezogene Gebühren.
- Sie verfügen über die Freiheit, eine Vielzahl von Investitionstechniken zu verwenden, um die Renditen zu erhöhen und/oder das Risiko zu verringern.
- Der Zugang ist auf reiche und sachverständige Anleger beschränkt.
- Die Fonds streben nach absoluten Renditen.

Die Handelsstrategien basieren oftmals auf mathematischen Modellen, Marktineffizienzen oder wirtschaftlichen Trends. Folgende primäre Investitionsstrategien sind erkennbar (Tremont/TASS):

<b>Long Short Equity</b>	Investitionen in die Long- und Short-Seite (Kauf- und Verkaufsseite) des Marktes, um nicht marktneutral zu wirken
<b>Convertible Arbitrage</b>	Kombination einer Long-Position (Kaufoption) auf ein wandelbares Wertpapier mit einer Short-Position (Verkaufsoption) auf die dazugehörige Aktie
<b>Event driven</b>	Ausnutzung von Unternehmensereignissen (z. B. eine Fusion)
<b>Equity-Market-Neutral</b>	Ausnutzung von Ineffizienzen auf dem Wertpapiermarkt und

---

<sup>1</sup> Angaben aus dem Diskussionspapier der Financial Services Authority zu Hedgefonds (August 2002).

<sup>2</sup> Angaben von PricewaterhouseCoopers (Mai 2003).

<b>Global Macro</b>	Minimierung des Marktrisikos Ausnutzung wesentlicher wirtschaftlicher Trends oder Ereignisse
<b>Fixed Income Arbitrage</b>	Ausnutzung von Arbitrage-Möglichkeiten bei festverzinslichen Wertpapieren
<b>Dedicated Short Bias</b>	Investition hauptsächlich in Short-Positionen von Aktien und Aktienderivaten
<b>Emerging Markets</b>	Ausnutzung von Ineffizienzen und Informationsdefiziten auf Märkten, die noch nicht voll entwickelt sind
<b>Managed Futures</b>	Handel auf gelisteten Finanz- und Warenterminmärkten
<b>Dachfonds</b>	Investition in mehrere Hedgefonds, die verschiedene Investitionsstrategien anwenden

Hedgefonds müssen kein „offiziell“ vorgeschriebenes Verhältnis bei der Risikostreuung erreichen. Sie haben in jüngster Zeit ein starkes Wachstum zu verzeichnen, das darauf zurückzuführen ist, dass sie zu Zeiten, da sich die Hauptindizes schlecht entwickeln, gute positive Renditen aufweisen und die Anleger im Ergebnis die Diversifikation ihrer Portfolios verlangen.

Bei den Anlegern handelt es sich normalerweise um „qualifizierte“ Einzelpersonen, die die mit dieser Anlageform verbundenen Risiken verstehen und akzeptieren. Hedgefonds haben ihre Zugangsbedingungen so gestaltet, dass es für nicht geeignete Anleger schwierig ist, in diese Fonds zu investieren. In den vergangenen zwei bis drei Jahren waren jedoch etliche Neuzugänge zu verzeichnen, einschließlich kleiner Unternehmen, die von Fondsmanagern geleitet werden, die zuvor lediglich in Long-Positionen investiert hatten.

Auch Pensionsfonds und Versicherungsunternehmen werden jetzt zu bedeutenden Marktteilnehmern. Die OGAW-Richtlinie gestattet es Dachfonds, bis zu 30 % ihres Kapitals in „andere Organismen für gemeinsame Anlagen“, einschließlich Hedgefonds, zu investieren, sofern diese Organismen den Standards entsprechen, die in den betreffenden Richtlinien<sup>1</sup> gesetzt werden. Darüber hinaus ist mit der Behandlung dieses Themas in den Medien auch das Interesse von Kleinanlegern geweckt worden.

Für Hedgefonds gilt das Recht des Staates, in dem sie ihren Sitz haben. Dies kann sich auf Aspekte wie Betrug, Geldwäsche und Marktmanipulation beschränken. Die Manager der Fonds befinden sich jedoch oftmals im Anwendungsbereich eines anderen Rechts, das schärfer reguliert ist. Der Regulierung durch dieses Recht unterliegen sie allerdings nur im Hinblick auf ihre Managertätigkeiten. Es gibt keine weltweit einheitliche Vorgehensweise der Regulierungsbehörden, und in einigen EU-Mitgliedstaaten wird derzeit an Gesetzesänderungen gearbeitet.

In jüngster Zeit ist die Zahl der in Europa zugelassenen Dachfonds angestiegen. Die Schweiz, Luxemburg, Italien, Irland und Hongkong haben ihre Bestimmungen gelockert, um den Zugang zu Hedgefonds für gewöhnliche Anleger zu erleichtern.<sup>2</sup> Der Gesetzgeber in

<sup>1</sup> Richtlinien 2001/107/EG und 2001/108/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Januar 2002 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates.

<sup>2</sup> Financial Times vom 31. Juli 2003, Donnerstag-Ausgabe USA 2.

Deutschland prüft derzeit Vorschläge zur Regulierung. Das Vereinigte Königreich hat kürzlich beschlossen, seine Bestimmungen nicht zu lockern.

Irland ist vielleicht am aktivsten, wenn es darum geht, den Zugang zu Hedgefonds zu erweitern. Kleinanleger konnten zuvor lediglich in Dachfonds investieren, die weniger als zehn Prozent ihres Nettoinventarwerts in unregulierten Fonds anlegen. Die irische Zentralbank hat diese Vorschrift im Dezember 2002 geändert. Damit können eingetragene Dachfonds nunmehr uneingeschränkt in Systeme investieren, die nicht reguliert werden. Voraussetzung ist allerdings, dass mindestens 12 500 Euro angelegt werden, der Fondsmanager über angemessene Sachkenntnis verfügt und der Fonds nicht in andere Dachfonds investiert.

In den USA haben Befürchtungen bezüglich Hedgefonds das Personal der Börsenaufsichtsbehörde veranlasst, einen Bericht abzufassen, in dem explizitere Mittel zur Beaufsichtigung und Registrierung von Teilnehmer empfohlen werden.

Sollten Kleinanleger verstärkt in Hedgefonds investieren, wäre es angebrachter, wenn diese Fonds ihren Sitz in Europa hätten, wo eine bessere Beaufsichtigung möglich wäre. Die Steuersysteme und das Fehlen eines einheitlichen Marktes für Regulierungszwecke wirken abschreckend, und viele Mitgliedstaaten belegen Anleger, die in Hedgefonds mit Sitz im Ausland investieren, mit Steuerbußgeldern.

### Derivative Finanzinstrumente

Derivate können genutzt werden, um das Risiko sowohl zu verringern als auch zu erhöhen. Bereits im antiken Griechenland setzten Olivenproduzenten Derivate ein: Sie einigten sich auf einen zukünftigen Lieferpreis und -zeitpunkt, um sich so weitestgehend gegen das Risiko abzusichern, dass die Preise zum Erntezeitpunkt niedriger liegen.

Derivate umfassen viele Produkte, und ständig werden neue geschaffen. Ein besonders starkes Wachstum ist auf den Märkten für Futures, Optionen und Swaps<sup>1</sup> zu verzeichnen. Ende Juni 2003 standen insgesamt 123,9 Billionen US-Dollar an Zins- und Währungsderivaten 2,7 Billionen US-Dollar an Kreditderivaten und 2,8 Billionen US-Dollar an Wertpapierderivaten aus.<sup>23</sup>

Das Ergebnis ist mit einem zugrunde liegenden „Vermögenswert“ oder mathematisch messbarem Posten verbunden (Wertpapier, Zinssatz, Währung, Ware (einschließlich Energie), Index, Volatilität), der normalerweise zu einem späteren Zeitpunkt abgerechnet wird.

Die Hauptmärkte für den Endkundenhandel mit Derivaten in Europa betreffen gedeckte Optionsscheine (Covered Warrants), Zertifikate, Aktienanleihen („Geldmarktprodukte“)

---

<sup>1</sup> Zinsswap: Ein Abkommen zwischen Banken oder Unternehmen, Zinsverbindlichkeiten auszutauschen (normalerweise erfolgt ein Tausch zwischen zinsfixer und zinsvariabler Verbindlichkeit).

<sup>2</sup> Der „ausstehende oder fiktive Betrag“ ist lediglich eine quantitative Größe, die zur Berechnung der Zahlungen genutzt wird. Typischerweise erfolgt keine physische Übertragung.

<sup>3</sup> International Swaps and Derivatives Association.

sowie in einigen Ländern „organisierte Märkte“. Extremer ist das so genannte Spread Betting. Diese Möglichkeit, auf die Entwicklung von Finanzinstrumenten Wetten abzuschließen, kann ein Mittel für das Hedging oder für das Beziehen spekulativer Positionen zur Verfügung stellen. Im Vereinigten Königreich wird Spread Betting zusammen mit herkömmlichen Finanzdienstleistungen durch die Finanzaufsichtsbehörde FSA reguliert.

Derivate Finanzinstrumente werden auch in einer Reihe jüngst verabschiedeter Richtlinien berücksichtigt. Derivative Produkte können in Europa an Kleinanleger verkauft werden<sup>1</sup>, vorausgesetzt, dass in einem Prospekt, der ein Risikoprofil beinhaltet, die Funktionsweise des Derivats erläutert wird. Alle Länder betonen die Verantwortung des Wertpapierhauses für die Bewertung, ob, ein Anleger geeignet ist, mit solchen Produkten zu handeln. Die Regulierungsbehörden können die Genehmigung eines Derivatproduktes verweigern, wenn sie der Auffassung sind, dass das Produkt nicht klar verständlich ist.

Die vorgeschlagene Wertpapierdienstleistungsrichtlinie stellt Verhaltensregeln für Unternehmen auf, die Investitionen in derivative Produkte anbieten. Die Richtlinie über Marktmissbrauch deckt auch die Märkte für Derivate ab, die von früheren Rechtsakten nicht erfasst waren. Der Anwendungsbereich der OGAW-Richtlinie sowie der Rechnungslegungs-Richtlinien ist ebenfalls auf derivative Finanzinstrumente ausgedehnt worden. Die derzeitige Überprüfung der Vorschriften zur Eigenkapitalausstattung (d. h. Richtlinie über die angemessene Eigenkapitalausstattung III) sollte den Rahmen für die Beaufsichtigung im Einklang mit dem Basel-II-Abkommen noch weiter verbessern und wird darüber hinaus die operationellen Risiken erfassen, die bei solchen Aktivitäten bestehen.

#### Themenbereiche für die Diskussion

1. Der Markt für Hedgefonds ist aufgrund der verschiedenen Regulierungssysteme, fehlenden einheitlichen Handelsplattformen und diskriminierenden Steuersystemen fragmentiert. Institutionelle und private Anleger zeigen erhöhtes Interesse, im EU-Recht sind für sie jedoch keine geeigneten Investitionsvehikel vorgesehen. Der Berichterstatter vertritt die Auffassung, dass ein System, das separat besteht und nur in geringem Maße reguliert wird, die beste Option wäre. Die Fonds könnten sich für eine Beaufsichtigung in diesem System entscheiden und müssten sich dann an die spezifischen Regeln des Systems halten.
2. Es gibt Bedenken hinsichtlich der Frage, ob es Hedgefonds gestattet werden sollte, an Kleinanleger zu verkaufen, ohne dass die Handelsstrategien und die leistungsbezogenen Gebühren klar offen gelegt werden, die Berichterstattung über die Ergebnisse der Fonds eindeutig geregelt ist und Sicherheit hinsichtlich der Preise besteht. Es ist klar, dass solche Produkte mit deutlichen und gut verständlichen Warnhinweisen versehen sein müssen und darüber hinaus über eine allgemein verständliche Beschreibung ihrer Anlagestrategie und ihres Risikoprofils, einschließlich der Gebührenstrukturen, verfügen müssen.
3. Bei den Derivaten fragen die Regulierungsbehörden zunehmend, ob ausreichende Informationen über die zugrunde liegenden Vermögenswerte zur Verfügung stehen, ob

---

<sup>1</sup> Gemäß der Wertpapierprospektrichtlinie 2003 werden Derivate von den Bestimmungen über den Europäischen Pass profitieren können.

sich die Kleinanleger bewusst sind, wie das Produkt auf Veränderungen am Markt reagiert, ob der Preis des Produkts korrekt ermittelt wird und ob die Werbung auf Kleinanleger zugeschnitten ist. Bildung und klare Information müssen der Schlüssel dazu sein, um den Anlegern die Fähigkeit zu vermitteln, die Risiken zu verstehen, mit denen solche Produkte behaftet sind. Berater, Investmentmanager, Mitarbeiter in den Kreditabteilungen und Buchhalter sollten diesbezüglich in den Prüfungen zur Erlangung ihrer Qualifikation getestet werden.

4. Es gibt Bedenken hinsichtlich der Systemauswirkungen, die Derivate und Hedgefonds über das Marktrisiko, das operationelle Risiko und das Kreditrisiko auf die Finanzmärkte haben können. Die Regulierungs- und Bankaufsichtsbehörden sollten Möglichkeiten entwickeln, wie sie solche akkumulierten Systemrisiken bewerten und sich darüber austauschen können.
5. Hedgefonds und Derivate können ein hohes Risiko aufweisen, wenn keine angemessene interne Risikokontrolle erfolgt. Marktteilnehmer wie Unternehmen und Einzelpersonen, die nicht in diesem Maße an ein solches Umfeld gewöhnt sind, könnten schlechter in der Lage sein, mit diesen Bedingungen umzugehen, was das Risiko unvorhergesehener und nicht ausgleichbarer Verluste bergen kann. Die für die Rechnungslegung zuständigen Regulierungsbehörden sollten im Kontext international anerkannter Rechnungslegungsstandards (z. B. der IAS-Board) und internationaler Auditkontrollen das erforderliche System bezüglich der Berichterstattung im Rahmen der Rechnungslegung von Unternehmen umsetzen. Einzelpersonen können nur auf Bildung und einen gewissen Grad an Regulierung zu Schutzzwecken bauen, die sich auf den Umfang der Kenntnisse, den Reichtum und die Komplexität beziehen.
6. Die Banken haben (basierend auf ihren eigenen Kriterien und/oder Ratingansätzen) interne Grenzwerte für das Kreditrisiko festgelegt, auch wenn Kreditderivate diese Bewertungen verzerren und übertrieben darstellen können. Der Basel-II-Ausschuss wird spezielle Erfordernisse für diesen Risikotyp aufnehmen. Die EU muss bei der Umsetzung von Basel II diese besondere Risikokategorie berücksichtigen.
7. Die Regulierungsbehörden könnten bei der Bewertung von Risiken vor Probleme gestellt sein und Schwierigkeiten damit haben, mit schnellen Entwicklungen Schritt zu halten. Es könnte sein, dass sich die Behörden nicht immer des Risikos bewusst sind, dem das internationale Finanzsystem als Ganzes ausgesetzt ist. Derzeit ziehen wir die Koordination zwischen nationalen Regulierungsbehörden der Einrichtung einer EU-Aufsichtsbehörde vor. Die nationalen Behörden müssen über ausreichend sachverständiges Personal verfügen, um diese anspruchsvolle Rolle in einem sich schnell verändernden und von technischen Entwicklungen geprägten Bereich der Finanzierung erfüllen zu können.
8. Es gibt Behauptungen, wonach Hedgefonds und Derivate zu der jüngsten Volatilität an den Märkten beigetragen hätten. Andererseits wird argumentiert, sie brächten Stabilität in die Märkte. Der Berichtersteller ist im Großen und Ganzen der Auffassung, dass Hedgefonds und Derivate zur Effizienz und selbstständigen Gleichgewichtsfindung an den Finanzmärkten beitragen und dass die bestmögliche Option darin besteht, auf einem frei beweglichen Markt mit fast harmonisierten Grundregeln nur ein geringes Maß an

Regulierung anzuwenden.