

## Vor § 1: Einleitung zum Gesamtwerk

**Literatur:** *Apathy/Iro/Koziol* (Hrsg), Österreichisches Bankvertragsrecht IV<sup>2</sup> (2012); *Dornseifer*, Bedarf es einer Regulierung von Hedgefonds und Private Equity? – Eine Replik auf die Maßnahmen der Bundesregierung, in *Leible/Lehmann* (Hrsg), Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen? (2009); *ESMA*, ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs, ESMA/2015/1236, 30. 7. 2015, ergänzt durch ESMA/2016/1140, 12. 9. 2016; *European Commission*, Report of the Alternative Investment Expert Group – Developing European Private Equity, 2006; *European Commission*, Report of the Alternative Investment Expert Group – Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe, 2006; *European Commission*, Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) – Directive 2011/61/EU, FISMA/2016/105(02)/C, 10. 12. 2018; *FMA*, Jahresbericht 2022 Asset Management, <https://www.fma.gv.at/publikationen/fma-jahresberichte/> (abgefragt am 1. 2. 2024); *Group of Thirty*, Financial Reform – A Framework for Financial Stability, 15. 1. 2009, [https://www.actuaries.org/cttees\\_tfriskcrisis/documents/group\\_of\\_30\\_report.pdf](https://www.actuaries.org/cttees_tfriskcrisis/documents/group_of_30_report.pdf) (abgefragt am 1. 2. 2024); *Horsfield-Bradbury*, Hedge Fund Self-Regulation in the US and the UK, 28. 4. 2008; *International Organization of Securities Commissions Technical Committee*, Hedge Funds Oversight – Consultation Report, March 2009; *International Organization of Securities Commissions Technical Committee*, Hedge Funds Oversight – Final Report, June 2009; *International Organization of Securities Commissions Technical Committee*, Unregulated Financial Markets and Products – Consultation Report, May 2009; *Kammel/Schredl*, Das InvFG 2011 – Richtungweisende Gesetzgebung oder verpasste Chance? ÖBA 2011, 556; *Kammel/Stidl*, Ein Wagniskapitalfondsgesetz für Österreich – dringende Notwendigkeit oder Wagnis? ÖBA 2023, 492; *Kammel/Thierrichter*, Der Begriff des Sondervermögens vor einem investmentfondsrrechtlichen Hintergrund, ÖBA 2011, 237; *Leixner* (Hrsg), Investmentfondsgesetz 2011 (2011); *Majcen/Zahradník*, Stärken und Schwächen der österreichischen Regulierung von AIF und AIFM, ÖBA 2023, 632; *Papaioannou/Park/Pihlman/van der Hoorn*, IMF Working Paper – Procyclical Behavior of Institutional Investors during the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges, WP/13/193, September 2013; *The President's Working Group on Financial Markets*, Report of The President's Working Group on Financial Markets – Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, April 1999; *Weiser/Jang*, Die nationale Umsetzung der AIFM-Richtlinie und ihre Auswirkungen auf die Fondsbranche in Deutschland, BB 2011, 1219; *Woll*, Lobbying under Pressure: The Effect of Salience on European Union Hedge Fund Regulation, JCMS 2013, 555.

### Übersicht

	Rz
I. Überblick .....	1
II. Entstehungsgeschichte des AIFMG .....	9
III. Ziele der AIFM-RL bzw des AIFMG .....	19
A. Überblick .....	19
B. Begrenzung systemischer Risiken .....	20
C. Stärkung des Anlegerschutzes .....	26
D. Etablierung eines Binnenmarkts für AIF und deren Manager .....	31
E. Schutz der Zielunternehmen von Private Equity Fonds .....	35
IV. Zwei Säulen des europäischen Investmentfondsrechts .....	39
V. Grundprinzipien des (alternativen) Investmentfondsrechts .....	44
A. (Investment-)Fonds als kollektives Anlagevehikel .....	44
B. Regulierung der AIF-Verwaltungsgesellschaft (AIFM) .....	49
1. AIFM als Regelungssubjekt .....	49
2. Ausnahme von der Konzessionspflicht für „kleine AIFM“ .....	53
C. Materieller Fonds begriff .....	56
D. Verschiedene Anlegerklassen .....	60
1. Anlegerschutz und unterschiedliche Anlegerklassen .....	60

2. Die verschiedenen Anlegerklassen im österreichischen Rechtsbestand . . . . .	62
VI. Ergänzende Rechtsakte . . . . .	65
A. Spezielle alternative Investmentfondskategorien . . . . .	65
B. Delegierte Verordnungen und Durchführungsverordnungen . . . . .	71
C. Sonstiges . . . . .	73
VII. Investmentfondslandschaft in Österreich . . . . .	74
A. „Zerstreute“ Rechtslage . . . . .	74
B. Kategorien von AIF . . . . .	82
1. Überblick . . . . .	82
2. InvFG-AIF . . . . .	84
a) Allgemeines . . . . .	84
b) Charakteristika der InvFG-AIF . . . . .	89
3. Immo-AIF . . . . .	93
4. Sonstige AIF . . . . .	98
VIII. Neue Entwicklungen und Ausblick . . . . .	99
A. AIFMD II . . . . .	99
B. Überarbeitetes ELTIF-Rahmenwerk (ELTIF II) . . . . .	102
C. Ausblick . . . . .	105

## I. Überblick

- Am 22. 7. 2013 trat in Österreich das **Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG)**<sup>1</sup> in Kraft. Das AIFMG geht auf die **Alternative Investmentfonds Manager-Richtlinie (AIFM-RL)**<sup>2</sup> der EU zurück.
- Vor allem seit der Finanzkrise ab 2007 entwickelte sich überwiegend auf europäischer Ebene ein Problembewusstsein für die rasante Entwicklung der Fondsmärkte und die Tatsache, dass sämtliche Verwaltungsgesellschaften von jenen Fonds, welche noch nicht durch die OGAW-RL<sup>3</sup> reguliert waren (sog „nicht harmonisierte Fonds“ oder „**Alternative InvestmentfondsAIF**“) einen erheblichen Teil aller investierten Vermögenswerte in der EU verwalteten. Augenscheinlich wurde auch, dass Verwalter von AIF („**Alternative Investmentfonds ManagerAIFM**“)<sup>4</sup> in beträchtlichem Umfang am Handel auf den (europäischen) Märkten für Finanzinstrumente beteiligt waren und so die Märkte und Unternehmen, in die sie investierten, erheblich beeinflussen konnten.<sup>5</sup> Dabei können die Geschäftstätigkeiten von AIFM ein Ausmaß annehmen, das dazu beitragen kann, erhebliche Risiken über das Finanzsystem zu verbreiten oder zu verstärken.<sup>6</sup> Neben fragmentierten nationalen Gesetzen erschwerte ein uneinheitliches und unkoordiniertes Vorgehen der EU-Mitgliedstaaten zudem ein wirksames Management dieser Risiken.<sup>7</sup>

1 Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz – AIFMG BGBI I 2013/135.

2 RL 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. 6. 2011 über die Verwalter alterntativer Investmentfonds und zur Änderung der RL 2003/41/EG und 2009/65/EG und der VO (EG) 1060/2009 und (EU) 1095/2010, ABl L 2011/174, 1.

3 RL 85/611/EWG des Rates vom 20. 12. 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl L 1985/375, 3. Diese Richtlinie wurde mit der RL 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. 7. 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl L 2009/302, 32 (OGAW IV-RL) aufgehoben und durch diese ersetzt.

4 Der Begriff des „Managers“ meint die Verwaltungsgesellschaft und nicht die natürliche Person, die im Namen dieser Verwaltungsgesellschaft handelt.

5 ErwGr 1 AIFM-RL.

6 ErwGr 2 S 1 AIFM-RL.

7 ErwGr 2 S 2 AIFM-RL.

Die ursprüngliche Intention des europäischen Gesetzgebers war es, die Tätigkeit von **Hedgefonds** und **Private Equity Fonds** zu regulieren.<sup>8</sup> Bedingt durch den politischen Druck im Zuge der Finanzkrise ab 2007 entschied sich der europäische Gesetzgeber schlussendlich dafür, eine Regulierung auf den weiten Bereich der Alternativen Investmentfonds auszudehnen. Damit wurde mit der AIFM-RL letztlich eine ganze Bandbreite von Fondskonstruktionen, die weit über Hedgefonds und Private Equity Fonds hinausging, einer Regulierung unterworfen.<sup>9</sup>

Um die **Regelungszwecke** der AIFM-RL – insb die Begrenzung von (systemischen) Risiken, die Stärkung des Anlegerschutzes sowie die Schaffung eines Binnenmarkts für AIFM – zu erreichen, sieht die AIFM-RL neben Zulassungsvoraussetzungen vor allem einheitliche Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit des AIFM, Bestimmungen zum Vertrieb und zur Verwaltung sowie Transparenz- und Offenlegungspflichten gegenüber Aufsichtsbehörden und Anlegern vor. Dabei wird die Verwaltungsgesellschaft und nicht der Fonds selbst einem harmonisierten Aufsichtsrahmen unterstellt (**Managerregulierung**).<sup>10</sup>

Ungeachtet dessen steigt auch in Österreich das Interesse an alternativen Investments langsam, aber stetig an. Während die Anzahl an konzessionierten AIFM in Österreich von 2018 bis 2022 von 23 auf 22 (-1) nahezu gleichblieb, stieg die Anzahl an registrierten AIFM von 2018 bis 2022 von 27 auf 38 (+11). Insgesamt waren zum 31. 12. 2022 60 AIFM nach dem AIFMG bei der FMA zugelassen.<sup>11</sup>

Zum Stichtag 31. 12. 2022 waren fünf österreichische AIFM im Rahmen der Dienstleistungsfreiheit im EWR-Raum tätig, während hingegen 112 EU-AIFM (+12 im Vergleich zum Jahr 2021) im Zuge der Dienstleistungsfreiheit auf Grund des Passportregimes der AIFM-RL in Österreich tätig waren.<sup>12</sup> In Bezug auf die Niederlassungsfreiheit ist ein österreichischer AIFM im EWR vertreten.<sup>13</sup> Von der Niederlassungsfreiheit haben sechs Gesellschaften (+0 im Jahr 2022) aus anderen EWR-Mitgliedstaaten durch die Errichtung einer Zweigstelle in Österreich Gebrauch gemacht.<sup>14</sup>

Im Hinblick auf das verwaltete Fondsvermögen wurden in österreichischen Fonds aggregiert insgesamt rund 200,2 Mrd Euro an Fondsvermögen (NAV) verwaltet. Davon entfallen etwa 109,4 Mrd Euro auf AIF (rund -12,2% bzw -15,2 Mrd Euro im Jahr 2022).<sup>15</sup>

Die Anzahl der in Österreich zum Vertrieb bewilligten AIF stieg von 1.099 im Jahr 2018 auf 1.197 im Jahr 2022. Außerdem stiegen die zum Vertrieb in Österreich notifizierten AIF vom Jahr 2018 von 1.110 auf 2.632 im Jahr 2022. Die meisten dieser ausländischen Kapitalanlagegesellschaften bzw AIFM haben ihre Herkunftsänder in Luxemburg, Irland, Deutschland und Frankreich.<sup>16</sup>

<sup>8</sup> Hedgefonds und Private Equity Fonds zählen zu den sog „Alternativen Investments“. Darunter versteht man Anlageformen, die sich von traditionellen Anlagen (wie bspw Aktien, Anleihen oder auch traditionellen Investmentfonds) unterscheiden, indem sie innovative Anlagestrategien zur besseren Diversifikation und Optimierung der Rendite-Risiko-Struktur des Portfolios anwenden. Siehe dazu *Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) Deutschland, Alternative Investments*, 1. 9. 2020, <https://www.bvai.de/alternative-investments/alternative-investments-allgemein> (abgefragt am 1. 2. 2024); vgl *Weiser/Jang, BB* 2011, 1219 (1219).

<sup>9</sup> Vgl auch ErläutRV 2401 BlgNR 24. GP 10; vgl *Klebeck/Eckner in Zetsche, AIFMD*<sup>3</sup> § 3.02[A] 64f.

<sup>10</sup> Vgl dazu Rz 49ff.

<sup>11</sup> Vgl dazu im Detail *FMA, Jahresbericht 2022 Asset Management*, <https://www.fma.gv.at/publikationen/fma-jahresberichte/> (abgefragt am 1. 2. 2024).

<sup>12</sup> *FMA, Jahresbericht 2022 Asset Management* 6.

<sup>13</sup> *FMA, Jahresbericht 2022 Asset Management* 6.

<sup>14</sup> *FMA, Jahresbericht 2022 Asset Management* 6.

<sup>15</sup> *FMA, Jahresbericht 2022 Asset Management* 10.

<sup>16</sup> *FMA, Jahresbericht 2022 Asset Management* 14f.

## II. Entstehungsgeschichte des AIFMG

- 9** Die OGAW-RL war der Dreh- und Angelpunkt für das Entstehen einer erfolgreichen europäischen Fondsbranche. Im Zuge der Überarbeitung der OGAW-RL wurde unter anderem mit dem Grünbuch vom 12. 7. 2005 der EU-Kommission<sup>17</sup> eine öffentliche Diskussion darüber angestoßen, wie die europäische Fondsbranche weiter ausgebaut und effizienter gemacht werden könnte. Im Rahmen dieser Diskussionen stellte die EU-Kommission fest, dass sich auch parallel ein Markt für alternative Anlageinstrumente – vor allem für Hedgefonds und Private Equity Fonds – etabliert hatte, die komplexer und risikobehafteter sind als klassische Investmentfonds nach der OGAW-RL. Unterschiedliche nationale Regelungen bzw. eine starke regulatorische Fragmentierung schränkten nach Ansicht der EU-Kommission die Entwicklung dieses Sektors stark ein. Im Nachgang zum Grünbuch setzte die EU-Kommission Expertengruppen<sup>18</sup> ein, die sich unter anderem mit AIF – insb Hedgefonds und Private Equity Fonds – und vor allem mit deren zukünftigen Entwicklungen näher auseinandersetzen.<sup>19</sup> Die Ergebnisse dieser öffentlichen Diskussion und die Empfehlungen der Expertengruppen wurden in dem von der EU-Kommission veröffentlichten Weißbuch vom 15. 11. 2006<sup>20</sup> zusammengefasst. Hinsichtlich der alternativen Investmentfonds wurde mit dem Weißbuch eine dritte Expertengruppe einberufen, die sich mit der Möglichkeit einer europaweiten Initiative von (nicht unter die OGAW-RL fallenden) offenen Immobilienfonds beschäftigte.<sup>21</sup>
- 10** Auf internationaler Ebene riefen in der Folge auch die Finanzminister der G7-Gruppe am 10. 2. 2007 in Essen (D) zur Wachsamkeit auf und wiesen auf die möglichen Risiken der schnell wachsenden Hedgefonds-Industrie für die Stabilität der internationalen Finanzmärkte hin.<sup>22</sup> Während der damalige deutsche Bundesminister für Arbeit und Soziales, *Franz Müntefering*, Hedgefonds und Private Equity Fonds einst als „Heuschrecken“<sup>23</sup> bezeichnete und gemeinsam mit seinem deutschen Parteikollegen, Finanzminister *Peer Steinbrück*, mehr

17 *Kommission der Europäischen Gemeinschaften*, Grünbuch für den Ausbau des Europäischen Rahmens für Investmentfonds, KOM (2005) 314 endgültig.

18 Vgl *European Commission*, Report of the Alternative Investment Expert Group – Developing European Private Equity, 2006 sowie *European Commission*, Report of the Alternative Investment Expert Group – Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe, 2006.

19 EU-Kommission, Pressemitteilung vom 31. 1. 2006, Finanzdienstleistungen: Kommission benennt Experten für Investmentfonds-Arbeitsgruppen, IP/06/96. Die EU-Kommission sah zwei Expertengruppen vor: Die Sachverständigengruppe „Markteffizienz“ und die Sachverständigengruppe „Alternative Investmentfonds“. Letztere teilte sich in die Untergruppen „Private Equity Fonds“ und „Hedgefonds“.

20 *Kommission der Europäischen Gemeinschaften*, Weißbuch für den Ausbau des Binnenmarktrahmens für Investmentfonds, KOM(2006) 686 endgültig.

21 EU-Kommission, Pressemitteilung vom 14. 6. 2007, Finanzdienstleistungen: Kommission benennt Mitglieder der Expertengruppe für offene Immobilienfonds, IP/07/836; vgl auch *European Commission*, Expert Group Report on Open Ended Real Estate Funds (2008).

22 Vgl G7/8 Finance Ministers, Statement by G7 Finance Ministers, 10. 2. 2007, <http://www.g7.utoronto.ca/finance/fm070210.htm> (abgefragt am 1. 2. 2024); *Hulverscheidt*, Finanzminister-Treffen in Essen – G7 nehmen Hedge-Fonds ins Visier, 12. 2. 2007, <https://www.sueddeutsche.de/geld/finanzminister-treffen-in-essen-g7-nehmen-hedge-fonds-ins-visier-1.246585> (abgefragt am 1. 2. 2024); *Reuters*, Update 2 – G7 vows vigilance on hedge funds, needs more work, 10. 2. 2007, <https://www.reuters.com/article/g7-hedgefunds-communique-idUSL1077497120070210> (abgefragt am 1. 2. 2024).

23 Der Begriff „Heuschrecke“ gilt im deutschen politischen Sprachgebrauch seitdem als eine abwertende Tiermetapher für Private Equity Gesellschaften. *Müntefering* warf kurzfristig orientierten Investoren vor, nicht an die Menschen zu denken, wenn zu Gunsten einer höheren Rendite deren Arbeitsplätze abgebaut werden.

Transparenz forderte,<sup>24</sup> bekräftigte der zu dieser Zeit als Mitglied der EU-Kommission für Binnenmarkt und Dienstleistungen zuständige *Charlie McCreevy* aber, Anlagegesellschaften wie Hedgefonds und Private Equity Fonds nicht (strenger) regulieren zu wollen.<sup>25</sup> Ähnlich sah das auch der damalige Vorsitzende der US-amerikanischen Federal Reserve, *Ben Bernanke*, der die US-Behörden davor warnte, Innovationen durch eine Überregulierung des Hedgefonds-Sektors zu behindern. Er war der Ansicht, dass Hedgefonds für die Wirtschaft von großem Nutzen seien, indem sie dazu beitragen würden, die Liquidität auf den Märkten sicherzustellen.<sup>26</sup>

Die nicht zuletzt von den Expertengruppen häufig befürwortete „light-touch“-Regulierung wandelte sich in der durch die Finanzkrise ab 2007 entstandenen Dynamik und dem damit einhergehenden politischen Druck zu einer pro-regulatorischen Haltung.<sup>27</sup> Auf europäischer Ebene fasste das EU-Parlament mit dem „*Lehne*-Bericht“<sup>28</sup> und dem „*Rasmussen*-Bericht“<sup>29</sup> zwei Entschließungsanträge an die EU-Kommission und forderte sie damit auf, alle relevanten Akteure und Finanzmarktteilnehmer (darunter Hedgefonds und Private Equity Fonds) neuen Regeln zu unterwerfen. Mit dem *Rasmussen*-Bericht wurde die EU-Kommission damit erstmals aufgefordert, einen Gesetzesvorschlag zu unterbreiten, der über die Regulierung von (nur) Hedgefonds und Private Equity Fonds hinausgeht.<sup>30</sup>

Nachdem der damalige Kommissionspräsident, *Jose Manuel Barroso*, im Oktober 2008 erneut eine Expertengruppe – unter Leitung des früheren IWF-Chefs *Jacques de Larosière* – einberufen hatte, folgte noch am Höhepunkt der Finanzkrise im Februar 2009 das Ergebnis in Form eines Berichts mit Empfehlungen zur zukünftigen Regulierung und Beaufsichtigung der europäischen Finanzmärkte (**Larosière-Bericht**).<sup>31</sup> In diesem Bericht wurden die Hintergründe und Ursachen der Finanzkrise rudimentär beleuchtet und Empfehlungen zur Beseitigung von Schwächen im Finanzsystem ausgesprochen. Hinsichtlich Hedgefonds kam die Expertengruppe zum Ergebnis, dass diese bei der Entstehung der Finanzkrise keine wesentliche Rolle gespielt und sich ihr Einfluss auf Aktien- und Leerverkäufe beschränkt hatten. Dennoch

24 *Mildner/Silva-Garbade*, Heuschrecken oder globale Feuerwehr – G-7-Finanzminister diskutieren über den Umgang mit Hedgefonds, (SWP-Aktuell 24), April 2007, [https://www.swp-berlin.org/publications/products/aktuell/2007A24\\_mdn\\_sgb\\_ks.pdf](https://www.swp-berlin.org/publications/products/aktuell/2007A24_mdn_sgb_ks.pdf) (abgefragt am 1. 2. 2024); vgl auch *Woll*, JCMS 2013, 555 (560f).

25 Siehe *EURACTIV*, McCreevy verteidigt Entscheidung, Hedge Fonds nicht zu regulieren, 22. 2. 2007, <https://www.euractiv.de/section/finanzdienstleistungen/news/mccreevy-verteidigt-entscheidung-hedge-fonds-nicht-zu-regulieren-de/> (abgefragt am 1. 2. 2024); *Welt*, EU-Kommissar bricht Lanze für Hedge-Fonds, 23. 2. 2007, [https://www.welt.de/welt\\_print/article731451/EU-Kommissar-bricht-eine-Lanze-fuer-Hedgefonds.html](https://www.welt.de/welt_print/article731451/EU-Kommissar-bricht-eine-Lanze-fuer-Hedgefonds.html) (abgefragt am 1. 2. 2024); *Buck*, Hedge funds, private equity ‘good for market’, 19. 2. 2007, <https://www.ft.com/content/f847c506-c05b-11db-995a-000b5df10621> (abgefragt am 1. 2. 2024).

26 Siehe *Bernanke*, Speech-Financial Regulation and the Invisible Hand, 11. 4. 2007, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070411a.htm> (abgefragt am 1. 2. 2024); *Bernanke*, Speech-Regulation and Financial Innovation, 15. 5. 2007; <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070515a.htm> (abgefragt am 1. 2. 2024).

27 Vgl *Zetsche* in *Zetsche*, AIFMD<sup>3</sup> § 1.01[C] 3.

28 Vgl *Europäisches Parlament*, Bericht mit Empfehlungen an die Kommission zur Transparenz institutioneller Investoren (2007/2239(INI)) („*Lehne*-Bericht“), 9. 7. 2008.

29 Vgl *Europäisches Parlament*, Bericht mit Empfehlungen an die Kommission zu Hedge-Fonds und Private Equity (2007/2238(INI)) („*Rasmussen*-Bericht“), 11. 9. 2008.

30 Siehe auch *Weiser/Jang*, BB 2011, 1219 (1219).

31 Vgl *European Commission*, Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière („*Larosière*-Bericht“), 25. 2. 2009.

empfahl die Expertengruppe erhöhte Transparenzvorschriften für solche Hedgefonds-Manager, die systemrelevante Hedgefonds verwalten.<sup>32</sup>

- 13** Nach etlichen Diskussionen und vor dem Hintergrund des steigenden politischen Drucks durch die Finanzkrise sowie der immer lauter werdenden Forderungen nach einer strengeren Finanzmarktregeierung, organisierte die EU-Kommission noch im Februar 2009, einen Tag nach Veröffentlichung des *Larosière*-Berichts, eine Konferenz zur Diskussion über Hedgefonds und Private Equity Fonds.<sup>33</sup> In seiner Eröffnungsrede der Konferenz erklärte der zuständige Binnenmarktkommissar, *Charlie McCreevy*, seine zurückhaltende Euphorie hinsichtlich einer Hedgefonds- und Private Equity Fonds-Regulierung. Er argumentierte, dass Hedgefonds- und Private Equity Fonds zu Unrecht zu Sündenböcken eines tieferliegenden Problems der Finanzkrise abgestempelt worden wären.<sup>34</sup> Dies tat er mit einem Fingerzeig auf das Ergebnis des *Larosière*-Berichts, dem zufolge sowohl Hedgefonds als auch Private Equity Fonds keine große Rolle in der Finanzkrise gespielt hätten. In dieser Konferenz hielt der Sozialdemokrat *Poul Nyrup Rasmussen*, der als großer Kritiker des Binnenmarktkommissars galt, der Ansicht von *Charlie McCreevy* entgegen und präsentierte seine Beweggründe für eine striktere Regulierung.<sup>35</sup>
- 14** In der Zwischenzeit veröffentlichte auch die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) im März 2009, auf Basis der G20-Erklärung in Washington D.C.,<sup>36</sup> einen Konsultationsbericht<sup>37</sup> mit Empfehlungen zu einer Regulierung von Hedgefonds.<sup>38</sup> Beim anschließenden internationalen Londoner G20-Gipfel Anfang April 2009 einigten sich die Staats- und Regierungschefs der G20-Staaten dann darauf, Regulierungs- und Aufsichtsmaßnahmen auf **alle systemrelevanten Finanzinstitutionen, -instrumente und -märkte** und somit auch auf systemrelevante Hedgefonds auszudehnen.<sup>39</sup> Noch am 30. 4. 2009 – nach dem G20-Gipfeltreffen in London – veröffentlichte die EU-Kommission den Vorschlag für eine Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds.<sup>40, 41</sup>

32 Vgl *Larosière*-Bericht Rz 86 und Empfehlung 7.

33 Vgl Zetzsche in *Zetzsche*, AIFMD<sup>3</sup> § 1.01[E] 4.

34 *Charlie McCreevy*, European Commissioner for Internal Market and Services Opening Speech, EC Conference on Private Equity & Hedge Funds, SPEECH/09/80, 26. 2. 2009: "Hedge funds and private equity were the poster-boys of the new finance. They surfed the wave of abundant liquidity and cheap credit. Now as the financial system crumbles, they are easy scapegoats for more deep-rooted problems. Before we rush out to point the finger of blame we should not forget that hedge funds and private equity have not been central to the crisis, and it is not just me that says so."

35 Vgl Zetzsche in *Zetzsche*, AIFMD<sup>3</sup> § 1.01[E] 4; s *Austria Federal Chamber of Labour*, Last battle of hedge funds against regulation in Brussels? 6. 3. 2009, <https://www.akeuropa.eu/en/last-battle-hedge-funds-against-regulation-brussels> (abgefragt am 1. 2. 2024).

36 *Leaders of the Group of Twenty*, Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy, Action Plan to Implement Principles of Reform, 15. 11. 2008, <http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html> (abgefragt am 1. 2. 2024).

37 IOSCO, Hedge Funds Oversight – Consultation Report. Der Final Report wurde im Juni 2009 veröffentlicht.

38 Vgl ErwGr 89 AIFM-RL.

39 *G20 Staats- und Regierungschefs*, Erklärung der Staats- und Regierungschefs auf dem G-20-Gipfel, 2. 4. 2009, <https://www.bundesregierung.de/resource/blob/975254/475006/7108d9f4cd67803dda290e508a834ab0/g20-erklaerung-london-2009-de-data.pdf?download=1> (abgefragt am 1. 2. 2024).

40 Vorschlag für eine RL des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. 4. 2009 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der RL 2004/39/EG und 2009/. . ./EG, KOM(2009) 207 endgültig.

41 Obwohl sich alle politischen Diskussionen bis zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Richtlinievorschlags ausschließlich um Hedgefonds und Private Equity Fonds drehten, folgte man mit dem Rechtsbegriff „AIF“ dem Wording des Grünbuchs und des Weißbuchs der EU-Kommission, die

Der Richtlinievorschlag der EU-Kommission blieb dabei nicht ohne politischen Gegenwind.<sup>42</sup> Vor allem gab es großen Diskussionsstoff in Bezug auf die Drittstaatenregelung, nach der es in Drittstaaten zugelassenen AIFM verboten war, AIF innerhalb der EU zu vertreiben, sofern die Regelungen dieses Drittstaats nicht den Regeln der EU gleichwertig waren.<sup>43</sup> Beispielsweise adressierte US-Finanzminister *Timothy Geithner* einen Brief an den damals neuen EU-Binnenmarktkommissar *Michel Barnier* und brachte darin seine Sorge zum Ausdruck, dass die neue EU-Regulierung US-Unternehmen vom europäischen Markt ausschließen würde.<sup>44</sup>

Vor diesem Hintergrund folgten auf die Veröffentlichung des Richtlinievorschlags zahlreiche Änderungsanträge und unzählige Debatten über den Umfang und die Reichweite der AIFM-RL.<sup>45</sup> Dabei forderte das EU-Parlament, allen voran der Wirtschafts- und Währungsausschuss des EU-Parlaments (ECON) durch seinen Berichterstatter *Jean-Paul Gauzès*, strengere Regeln als von der EU-Kommission vorgeschlagen.<sup>46</sup> Die verschiedenen Positionspapiere dienten schließlich im Sommer 2010 als Grundlage für ein Trilogverfahren zwischen den Vertretern der am EU-Gesetzgebungsprozess beteiligten Institutionen.<sup>47</sup> Die Gespräche erwiesen sich da-

---

zur Abgrenzung von der OGAW-RL von der „alternativen Investmentbranche“, „alternativen Anlageformen“ und „alternativen Anlagestrategien“ sprachen. Vgl *Zetsche in Zetsche*, AIFMD<sup>3</sup> § 1.01 [E] 4f.

- 42 Vgl dazu ua *manager magazin*, Hedgefonds – Briten torpedieren Regulierung, 14. 7. 2009, <https://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-636188.html> (abgefragt am 1. 2. 2024); *Wragge*, London wehrt sich gegen Hedgefonds-Regulierung, 4. 9. 2009, <https://www.euractiv.de/section/binnenmarkt-und-wettbewerb/news/london-wehrt-sich-gegen-hedgefonds-regulierung/> (abgefragt am 1. 2. 2024); zu den politischen und wirtschaftlichen Interessen von vor allem Deutschland, Frankreich und Großbritannien vgl ausführlich *Woll*, JCMS 2013, 555ff.
- 43 Vgl *Harris*, AIFM ‘third country’ threat stirs wide concern, 15. 3. 2010, <https://www.privateequityinternational.com/aifm-third-country-threat-stirs-wide-concern/> (abgefragt am 1. 2. 2024); *O'Donnell*, Exclusive: Geithner warns EU on hedge-fund law, 6. 10. 2010, <https://www.reuters.com/article/us-eu-hedgefunds-idUKTRE69537720101006> (abgefragt am 1. 2. 2024).
- 44 *Lewis/Mawson*, Geithner warns EC over AIFM legislation, 10. 3. 2010, <https://www.fnondon.com/articles/geithner-aifm-letter-20100310> (abgefragt am 1. 2. 2024); *Sam Jones*, Revealed: The Geithner letter to EU's Michel Barnier, 11. 3. 2010, <https://www.ft.com/content/a824043a-7379-32ca-99e5-450f1f189e23> (abgefragt am 1. 2. 2024); *Hutchings*, Geithner's letter to Barnier warns against discrimination, 11. 3. 2010, <https://www.fnondon.com/articles/geithner-letter-to-barnier-20100311> (abgefragt am 1. 2. 2024); s auch *EURACTIV*, Hedgefonds-Regulierung: EU weist US-Vorwürfe zurück, 12. 3. 2010, [https://www.euractiv.com/section/euro-finance/news/eu-rejects-us-claims-of-hedge-funds-regulation-rift/?\\_ga=2.253288969.1809533589.1707951911-590517662.1705931497](https://www.euractiv.com/section/euro-finance/news/eu-rejects-us-claims-of-hedge-funds-regulation-rift/?_ga=2.253288969.1809533589.1707951911-590517662.1705931497) (abgefragt am 1. 2. 2024); *Harris*, Geithner expresses AIFM concern again, 7. 4. 2010, <https://www.perenews.com/geithner-expresses-aifm-concern-again/> (abgefragt am 1. 2. 2024).
- 45 Vgl auch *Tait*, EU struggles for deal on hedge fund rules, 16. 3. 2010, <https://www.ft.com/content/54a20d30-3146-11df-9741-00144feabdc0?kbc=a02ea563-eb16-4e49-af97-a1e3aa351677> (abgefragt am 1. 2. 2024).
- 46 Vgl *Zetsche in Zetsche*, AIFMD<sup>3</sup> § 1.01[E] 5 mwN; vgl auch *Europäisches Parlament*, Pressemitteilung vom 18. 5. 2010, Hedge funds: MEPs call for less speculation and more transparency, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/presse/pr\\_info/2010/EN/03A-DV-PRESSE\\_IPR\(2010\)05-17\(74645\)\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/presse/pr_info/2010/EN/03A-DV-PRESSE_IPR(2010)05-17(74645)_EN.pdf) (abgefragt am 1. 2. 2024); *Europäisches Parlament*, Bericht über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG, (KOM(2009)0207 – C7-0040/2009-2009/0064(COD)) („Gauzès-Bericht“), 11. 6. 2010.
- 47 Vgl *Zetsche in Zetsche*, AIFMD<sup>3</sup> § 1.01[E] 6; vgl auch *EURACTIV*, Hedgefonds vor unsicherer EU-Zukunft nach MdEP-Abstimmung, 18. 5. 2010, [https://www.euractiv.de/section/finanzdienstleistungen/news/hedgefonds-vor-unsicherer-eu-zukunft-nach-mdep-abstimmung/?\\_ga=2.241073931.94761377.1697458095-613415543.1697458094](https://www.euractiv.de/section/finanzdienstleistungen/news/hedgefonds-vor-unsicherer-eu-zukunft-nach-mdep-abstimmung/?_ga=2.241073931.94761377.1697458095-613415543.1697458094) (abgefragt am 1. 2. 2024).

bei als äußerst langwierig, weil die Positionen stark voneinander abwichen und Kompromisse nur schwer zu finden waren.<sup>48</sup> Wenig bis kaum wurden dabei die Interessen der Fondsindustrie berücksichtigt, weil jene in der Finanzkrise stark an Vertrauen eingebüßt hatten.<sup>49</sup> Nach weiteren erfolglosen Kompromissvorschlägen wurde unter der belgischen Ratspräsidentschaft ein tragfähiger Kompromiss erarbeitet, auf den man sich schließlich am 26. 10. 2010 im Rahmen der Triloggespräche einigen konnte.<sup>50</sup>

- 17 Letztlich konnte damit aber nur ein Minimalkonsens erzielt werden, so dass die endgültige AIFM-RL am 8. 6. 2011 vom Europäischen Parlament und dem Rat angenommen wurde. Sie wurde am 1. 7. 2011 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht und trat am 21. 7. 2011 in Kraft.<sup>51</sup>
- 18 Die AIFM-RL war von den Mitgliedstaaten bis zum 22. 7. 2013 in nationales Recht umzusetzen,<sup>52</sup> wobei Österreich erst kurz vor Ende des Umsetzungszeitraums den Begutachtungsentwurf<sup>53</sup> und die Regierungsvorlage<sup>54</sup> veröffentlichte und anschließend das Bundesgesetz, mit dem das AIFMG erlassen wurde, verspätet kundmachte.<sup>55</sup> Das AIFMG ist in Österreich mit 22. 7. 2013 rückwirkend „rechtzeitig“ in Kraft getreten. Auffallend ist dabei, dass man hierzulande die AIFM-RL nahezu – bis auf spezifische österreichische Adaptierungen – wortgleich in das AIFMG übernommen hat.

### III. Ziele der AIFM-RL bzw des AIFMG

#### A. Überblick

- 19 Durch die AIFM-RL und damit auch durch das AIFMG sollte als übergeordnetes Ziel ein umfassender und wirksamer Regulierungs- und Aufsichtsrahmen für Manager von Alternativen Investmentfonds geschaffen werden. Mit diesem Regelungsregime adressierte die AIFM-RL im Wesentlichen vier Problemfelder aus der Vergangenheit.<sup>56</sup> Erstens sollten Risiken, die durch AIF bzw deren Verwalter vor allem auf Makroebene (systemische Risiken) entstehen können, begrenzt werden. Zweitens sollte der Anlegerschutz verbessert werden.<sup>57</sup> Drittens war es das erklärte Ziel, einen Binnenmarkt für den Vertrieb von AIF (sog. „EU-Vertriebsspass“) sowie für die grenzüberschreitende Verwaltung von AIF (sog. „EU-Verwaltungsspass“) zu schaffen. Viertens sollte die Transparenz beim Erwerb einer beherrschenden Unternehmensbeteiligung durch Private Equity Fonds erhöht und das Zielunternehmen besser gegen „Asset Stripping“ (Ausplündерung eines Zielunternehmens) geschützt werden.

48 Vgl im Detail Kammel, ÖBA 2011, 18 (19).

49 Vgl Zetsche in Zetsche, AIFMD<sup>3</sup> § 1.01[E] 6.

50 Council of the European Union, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending directives 2003/41/EC and 2009/65/EC, 2009/0064 (COD) – Text agreed in the trilogue on 26 October 2010, 27. 10. 2010.

51 Art 70 AIFM-RL.

52 Art 66 Abs 1 AIFM-RL.

53 Veröffentlichung des Begutachtungsentwurfes am 23. 4. 2013.

54 Veröffentlichung der Regierungsvorlage am 4. 6. 2013.

55 BGBI I 2013/135; Datum der Kundmachung am 29. 7. 2013, Datum des Inkrafttretns am 22. 7. 2013.

56 Vgl auch Tollmann in Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-RL Einleitung Rz 17; Zetsche in Zetsche, AIFMD<sup>3</sup> § 1.03, 9f.

57 Ob die AIFM-RL professionellen Anlegern tatsächlich mehr Schutz gewährt, wird tw kritisch gesehen. Vgl Mansfeld in Moritz/Klebeck/Jesch, KAGB I/1 Einleitung Rz 32.

## B. Begrenzung systemischer Risiken

Lange Zeit herrschte Einigkeit, dass Hedgefonds kein systemisches Risiko<sup>58</sup> verursachen können, weil Verluste lediglich von den Anlegern selbst getragen werden und daher nicht auf andere Finanzinstitute übergreifen.<sup>59</sup> Außerdem unterlagen bestimmte Anleger oder Dienstleister von Hedgefonds (wie Banken bzw Prime Broker) bereits selbst einer Regulierung, weshalb für viele kein augenscheinliches Sicherheitsrisiko virulent war.<sup>60</sup> Das Beispiel des Zusammenbruchs des US-Hedgefonds Long-Term Capital Management (LTCM) im Jahr 1998 machte aber deutlich, dass eine übermäßige Hebelwirkung – also die Finanzierung von Investitionen durch hohen Einsatz von Fremdkapital (**Leverage**) – die negativen Auswirkungen eines einzigen Ereignisses durch einen Dominoeffekt auf andere Marktteilnehmer und das Finanzsystem als Ganzes erheblich verstärken kann.<sup>61</sup>

Zur Zeit der Finanzkrise ab 2007 herrschte jedenfalls Einigkeit darüber, dass insb Hedgefonds keine wesentliche Rolle bei der Entstehung der Finanzkrise spielten.<sup>62</sup> Sehr wohl hätten Hedgefonds aber dazu beigetragen, Risiken über das Finanzsystem zu verbreiten oder zu verstärken.<sup>63</sup> Dies soll insb jene Verwaltungsgesellschaften von Hedgefonds und Rohstofffonds betroffen haben, die systematisch Hebefinanzierungen einsetzen und große Positionen auf wichtigen Finanzmärkten eingingen.<sup>64</sup>

Neben den möglichen systemischen Risiken, die dadurch entstehen können, dass systemrelevante Finanzinstitute Hedgefonds im großen Umfang Fremdkapital bereitstellen (Gegenparteirisiko), verschärften Hedgefonds durch ihr prozyklisches Verhalten<sup>65</sup> die Finanzkrise, indem sie auf Grund ihrer dominierenden Rolle auf vielen Finanzmärkten die Bildung einer Vermögensblase (bzw auch eine Deflation) befeuerten. Platzte eine Vermögensblase, ging dies außerdem in der Regel mit einer Verschärfung der Kreditbedingungen einher. Prime Broker<sup>66</sup>, die als Kreditgeber für Hedgefonds fungierten, hatten oft die Vermögenswerte der Hedgefonds als Sicherheiten für ihre Kredite in ihren Büchern.<sup>67</sup> Durch das Platzen der Vermögenspreisblase – und den damit einhergehenden fallenden Preisen – forderten Prime Broker Hedgefonds auf, den Fremdkapitalanteil zu reduzieren (**Deleveraging**) bzw höhere Sicherheiten

58 Zum systemischen Risiko durch Hedgefonds s im Detail *Horsfield-Bradbury*, Hedge Fund Self-Regulation in the US and the UK, 28. 4. 2008, 12 ff.

59 Vgl EC, Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on AIFM, SEC(2009) 576, 64; *Horsfield-Bradbury*, Hedge Fund Self-Regulation in the US and the UK, 28. 4. 2008, 14.

60 Vgl EC, Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on AIFM, SEC(2009) 576, 64.

61 Vgl *Horsfield-Bradbury*, Hedge Fund Self-Regulation in the US and the UK, 28. 4. 2008, 12; *President's Working Group on Financial Markets*, Report of The President's Working Group, 1999, 29.

62 Vgl Dornseifer in *Leible/Lehmann*, Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen? 77 f; *Larosière-Bericht* Rz 86.

63 ErwGr 2 und 49 AIFM-RL.

64 Vgl EC, Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on AIFM, SEC(2009) 576, 18; Vorschlag zu einer RL des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds vom 30. 4. 2009, KOM(2009) 207 endgültig 3.

65 Siehe weiterführend *Papaioannou/Park/Pihlman/van der Hoorn*, IMF Working Paper – Procyclical Behavior of Institutional Investors during the Recent Financial Crisis.

66 Als Prime Broker fungierten meistens Investmentbanken; zum Begriff vgl die Kommentierung bei § 2 Abs 1 Z 32.

67 Vgl im Detail EC, Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on AIFM, SEC(2009) 576, 66 f; *Zetsche* in *Zetsche, AIFMD*<sup>3</sup> § 19.01, 545.

zu stellen, um ihr eigenes Ausfallrisiko zu begrenzen.<sup>68</sup> In Kombination mit dem massiven Abzug von Anlegergeldern waren Hedgefonds daher gezwungen, in großem Umfang Vermögenswerte zu veräußern, um ihren Fremdkapitalanteil zu reduzieren bzw. Anlegergelder zurückzubezahlen.<sup>69</sup> Der massenhafte Verkauf von Vermögenswerten bei ohnehin stark fallenden Preisen brachte die Kurse weiter unter Druck und trug so schlussendlich zur Panik an den Finanzmärkten bei.<sup>70</sup>

- 23 Da AIFM nicht nur national, sondern vielmehr international tätig waren (und sind), wurde eine wirksame Beaufsichtigung auf Makroebene zudem dadurch verhindert, dass ein einheitlicher Ansatz für die Erhebung systemaufsichtsrelevanter Daten von AIFM (zB Leverage und Risikokonzentrationen) sowie ein wirksamer Mechanismus für den **Informationsaustausch** zwischen den für die Makraufsicht zuständigen Behörden auf europäischer oder globaler Ebene fehlten.<sup>71</sup>
- 24 Auch bei den **mikroprudenziellen Risiken** (Marktrisiken, Liquiditätsrisiken, Gegenparteirisiken und operationelle Risiken) zeigte die Finanzkrise ab 2007 erhebliche Schwachstellen in den Risikomanagementsystemen auf.<sup>72</sup> Vor allem war der Umgang mit Liquiditätsrisiken ein besonderes Problem im Alternativen Investmentfonds-Sektor. Dabei führten vor allem die Kombination aus illiquiden Anlagen und dem Druck zum Abbau von Fremdkapital und der Rücknahme von Anteilen durch die Anleger zu einem erheblichen Liquiditätsungleichgewicht.<sup>73</sup>
- 25 Diesem Problem begegnet die AIFM-RL mit erhöhten **Transparenzvorschriften** zur Überwachung von Systemrisiken sowie mit Verpflichtungen, relevante makroprudenzielle **Daten** auf europäischer Ebene **auszutauschen**.

### C. Stärkung des Anlegerschutzes

- 26 AIF werden vorwiegend an erfahrene und **professionelle Anleger** vertrieben.<sup>74</sup> Die Stärkung des Anlegerschutzes von professionellen Anlegern durch die AIFM-RL, führte zu einem Paradigmenwechsel des europäischen Gesetzgebers.<sup>75</sup> Bislang war man davon ausgegangen, dass gerade diese professionellen Anleger in der Lage sind, die mit ihren Investitionen verbundenen Risiken zu verstehen und auch entsprechend zu tragen.<sup>76</sup>

68 Vgl im Detail EC, Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on AIFM, SEC(2009) 576, 65 und 67.

69 Vgl im Detail EC, Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on AIFM, SEC(2009) 576, 8; *Tollmann in Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, AIFM-RL Einleitung Rz 18.

70 Vgl im Detail EC, Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on AIFM, SEC(2009) 576, 8 und 64; *Tollmann in Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, AIFM-RL Einleitung Rz 18.

71 EC, Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on AIFM, SEC(2009) 576, 18.

72 Im Detail siehe EC, Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on AIFM, SEC(2009) 576, 19 und 71ff.

73 EC, Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on AIFM, SEC(2009) 576, 19.

74 ErwGr 15 AIFM-RL; EC, Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on AIFM, SEC(2009) 576, 6.

75 Vgl *Zetzsche in Zetzsche*, AIFMD<sup>3</sup> § 1.03, 10.

76 EC, Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on AIFM, SEC(2009) 576, 19 und 73; vgl *Horsfield-Bradbury, Hedge Fund Self-Regulation in the US and the UK*, 28. 4. 2008, 7ff mwN; *Tollmann in Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, AIFM-RL Einleitung Rz 21.