

Peter E. Gumpel:
**US-amerikanische und europäische Ansätze
zur Regulierung von Hedgefonds:
der Dodd-Frank Act als Pendant zur
AIFM-Richtlinie**

Präsentiert beim Seminar „Gesellschafts- und Unternehmensrecht“,
Wirtschaftsuniversität Wien, Institut für Zivil- und
Unternehmensrecht

Wien, am 28. März 2014

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Zusammenfassung	3
1. Einleitung	4
2. Die Ausgangssituation: "Hedgefonds" und die Finanzkrise von 2007-2009	4
2.1 <i>Der Begriff „Hedgefonds“</i>	4
2.2 <i>Die Finanzkrise von 2007-2009 und danach</i>	7
2.3 <i>Folge der Krise: internationaler Konsens, Hedgefonds zu Regulieren</i>	7
3. US-amerikanische Hedgefonds-Regulierung	10
3.1 <i>USA als Standort von Hedgefonds</i>	10
3.2 <i>Gesetzeslage vor 2010</i>	10
3.3 <i>Dodd-Frank Act: Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010</i>	13
4. Europäische Hedgefonds-Regulierung	16
4.1 <i>Gesetzeslage vor 2010</i>	16
4.2 <i>Die AIFM-Richtlinie und deren Implementierung</i>	17
5. Vergleich zwischen den US-amerikanischen und europäischen Vorgangsweisen	23
5.1 <i>Im Allgemeinen</i>	23
5.2 <i>Systemische Risiken</i>	23
5.3 <i>Fondsspezifische Risiken</i>	25
6. Begründung der verschiedenen Vorgangsweisen und Ansätze zu einer Verbesserung	26
Literaturverzeichnis	29

Zusammenfassung

In den USA sowie in der Europäischen Union veranlasste die Finanzkrise von 2007-2009 eine verschärfte Regulierung von sogenannten „Hedgefonds“.

Dies erfolgte in den USA vornehmlich durch den „Dodd-Frank Act“ und in der Europäischen Union durch Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds („AIFM-Richtlinie“) und die dann im Anschluss teilweise implementierte nationale Gesetzgebung.

Die Initiativen in den USA und in Europa sind aus dem gleichen Anlass entstanden, nämlich dem politischen Wunsch, solche Finanzprodukte, die vermeintlich zu einer Destabilisierung des Finanzsystems geführt und Anleger sowie andere wirtschaftliche Akteure geschädigt hatten, schärfer zu kontrollieren.

Die anfängliche Planung für beide Initiativen war sogar zwischen den US-amerikanischen und europäischen Seiten koordiniert und weitgehend harmonisiert – auf politischer Ebene durch die G20 Gruppe der wichtigsten Industrie- und Schwellenländer, sowie auf technischer Ebene durch IOSCO und andere Gremien.

Nichtdestotrotz gibt es entscheidende Unterschiede zwischen den US-amerikanischen und europäischen Vorgangsweisen. Der US-amerikanische „Dodd-Frank Act“ hatte in Bezug auf Hedgefonds das Hauptziel *systemischen Risiken*, die das gesamte Finanzsystem gefährden können, entgegenzuwirken. Im Gegensatz spielten systemische Risiken bei der europäischen AIFM-Richtlinie eine weitaus untergeordnetere Rolle. Das Hauptziel der AIFM-Richtlinie ist, *fondsspezifische Risiken* durch verschärfte operative Regulierung von Hedgefonds und verstärkte Schutzmaßnahmen für Anleger zu kontrollieren.

Beide gesetzliche Initiativen beinhalten Maßnahmen, die zu einer professionelleren Verwaltung von Hedgefonds sowie zu einem verbesserten Schutz deren Anleger führen können. Wichtig hier im europäischen Kontext zu erwähnen sind die strengen Vorschriften in der AIFM-Richtlinie bezüglich unabhängiger Verwahrstellen, die – in der Meinung des Autors dieses Aufsatzes – eine sehr wichtige Schutzmaßnahme gegen Wiederholung von Betrugsfällen wie der Fall „Madoff“ darstellen.

Dennoch beinhalten die Initiativen auch Vorschriften, die einigermassen „über ihr Ziel hinauschießen“.

Es ist zum Beispiel unklar inwieweit die „Volcker Rule“ im Dodd-Frank Act, die Nostro-Geschäfte sowie das Aufsetzen und die Verwaltung von Hedgefonds (und private equity-Fonds) seitens Banken weitgehend verbietet, wirklich zu einem stabileren und effizienteren Finanzsystem führen kann.

Auch die sehr detaillierten und tendenziell aufdringlichen Regeln der AIFM-Richtlinie bezüglich Verwaltung von Hedgefonds scheinen in vielen Fällen für einen verbesserten Anlegerschutz entbehrlich zu sein, zumal die Investoren in Hedgefonds in erster Linie institutionelle und vermögende Investoren sind, sie eigens imstande sind, die Risiken solcher Investitionen

einzuschätzen. Andererseits können solche Regeln zu einer Verringerungen der Quantität und Qualität von Finanzprodukten führen, die an europäische Investoren angeboten werden, und dadurch eine eher kontraproduktive Wirkung für den Finanzmarkt haben.

1. Einleitung

Als Reaktion zur Finanzkrise von 2007-2009, die vornehmlich Nordamerika und Europa betraf,¹ haben die USA und die Europäische Union sogenannten „Hedgefonds“ durch eine Ausweitung der Wertpapiergesetzgebung zum ersten Mal weitgehend Regulierung unterstellt.

Auf Basis der Entwicklung des „Hedgefonds“ als Anlageform sowie des Hintergrunds der Finanzkrise von 2007-2009 analysiert dieser Aufsatz die wichtigen gesetzlichen Bestimmungen, die von den USA bzw. der Europäischen Union für die verschärfte Regulierung von Hedgefonds in Reaktion auf die Finanzkrise eingeführt wurden, einerseits in den USA durch den „Dodd-Frank Act“, andererseits in der Europäischen Union durch die Alternative Investment Fund Manager (AIFM)-Richtlinie und entsprechende nationale Gesetzgebung.

Dieser Aufsatz analysiert die Begründungen und Ziele der neuen Gesetzgebung in Europa und in den USA, vergleicht die Vorgangsweisen beider Rechtskreise im Zusammenhang mit der durchzuführenden Politik und macht Empfehlungen bezüglich weiterer Schritte bzw. Optimierungen. Angesichts des begrenzten Formats dieses Aufsatzes werden diese Empfehlungen nur ansatzweise ausgeführt.

2. Die Ausgangssituation: „Hedgefonds“ und die Finanzkrise von 2007-2009

2.1 Der Begriff „Hedgefonds“

„Hedgefonds“ ist eine Sammelbezeichnung für Investmentvehikel, die komplexe oder differenzierte Investitionsstrategien verfolgen, um Erträge insbesondere kurz- und mittelfristig zu maximieren. Der Begriff ist nicht rechtlicher Natur aber hat sich in der Investmentbranche im letzten halben Jahrhundert entwickelt um Fonds zu beschreiben, die im Gegensatz zu Publikumsfonds (mutual funds), eher von institutionellen Investoren oder vermögenden Privatinvestoren gezeichnet werden und daher historisch kaum oder nur begrenzt den Kapitalmarktgesetzen unterlegen haben. Im Gegensatz zu venture capital- und private equity-Fonds sind sie nicht dazu gedacht, in die langfristige Entwicklung von Unternehmen zu investieren sondern investieren sie in eher kurzfristige Marktopportunitäten.

Das Konzept vom „Hedgefonds“ wurde zuerst in 1949 vom Soziologen und Journalisten *Alfred Winslow Jones* beschrieben² und von ihm konkret durch Etablierung einer Investmentpartnerschaft realisiert.³ Das Investmentschema von Jones bezog sich auf „hedging“- oder

¹ Die Finanzkrise von 2007-09 war in Wirklichkeit keine „Weltwirtschaftskrise“, da wirtschaftlich zunehmend wichtige Schwellenländer wie etwa China, Indien und Brasilien im Zeitraum positive Wirtschaftsentwicklung verbuchten.

² Siehe *Brown*, Hedge Funds: Omniscient or Just Plain Wrong?, NYU Stern School of Business 2001, <http://pages.stern.nyu.edu/~sbrown/omniscient.pdf> (26.3.2014). Siehe *Litt*, Prudence: Paradigm Shift in Pension & Wealth Management, AEI Policy Series 2006, http://www.aei.org/files/2006/05/15/20060512_LittNPNRFinal.pdf (26.3.2014).

³ Siehe *Litt*, Prudence: Paradigm Shift in Pension & Wealth Management, AEI Policy Series 2006, http://www.aei.org/files/2006/05/15/20060512_LittNPNRFinal.pdf (26.3.2014).

Absicherungsstrategien, anfangs durch Kauf von Aktien mit gleichzeitigem Leerverkauf anderer Aktien, um das marktbezogene Risiko auszuschließen und positive Resultate unabhängig von der Richtung des Marktes zu ermöglichen. Schon zu diesem Zeitpunkt implementierte Jones zentrale Aspekte von „Hedgefonds“, unter anderem das Benutzen von Hebelung (leverage) um die Ertragskraft des Fonds zu erhöhen, eine gewinnorientierte Kompensierung des Managers sowie der Vertrieb des Fonds nur an eine begrenzte Zahl von institutionellen oder vermögenden privaten Investoren, um Regulierung seitens der Kapitalmarktgesetze zu vermeiden.

In der Mitte der 1960er Jahre wurde Jones' Konzept vom „Hedgefonds“ – das im vorherigen Jahrzehnt sich als sehr erfolgreich bewies – in der Investmentbranche allgemein bekannt, doch nicht bevor andere professionellen Investoren wie *Warren Buffett* und *Barton Biggs* das Konzept erfolgreich angewandt haben. In der Folge – seit den 1970er und 1980er Jahren – wurden „Hedgefonds“ als alternatives Investitionsvehikel zunehmend beliebt. Unter den erfolgreichsten Hedgefonds vom Ende des zwanzigsten Jahrhunderts waren die Quantum-Fonds von *George Soros* – die vornehmlich in abgesicherten internationalen Devisentransaktionen investierten – sowie der Steinhardt Partners Fonds von *Michael Steinhardt*, der hauptsächlich in börsennotierten Aktien investierte.

Diese Fonds hatten folgende Merkmale, die „Hedgefonds“ im Jargon der Finanzbranche im Anschluss definierten:

- Weitgehendes Benutzen von Hebelung (leverage) bzw. von Leerverkäufen, Termingeschäften oder Derivaten, um Erträge durch Fremdfinanzierung zu erhöhen;
- Benutzen von „hedging“ (Absicherungs)-Strategien um Kursgewinne während verschiedener Marktphasen erlangen zu können („absolute return“-Strategie);
- steueroptimierte Konstruktionen (Hedgefonds sind in der Regel Personengesellschaften oder andere „flow-through“ Konstrukte, die Doppelbesteuerung von Fondserträgen bzw. -ausschüttungen vermeiden; weiter wurden viele Hedgefonds aus Steueroptimierungsgründen in „offshore“ Jurisdiktionen registriert);
- Kurzfristigerer Fokus als „venture capital“- und „private equity“-Fonds;
- Management Fees weitgehend erfolgsorientiert (typische „management fee“ von 1-2% vom Nettoinventarwert plus „performance fee“ von 15-20% des Jahresgewinns, nachdem eine vereinbarte Hürde überschritten wird);
- Vermarktung an institutionelle Investoren bzw. vermögende Privatinvestoren (oft mit hohen Mindestinvestitionsbeträgen, wie USD 100.000 oder mehr);
- Sperrfristen („lock-up periods“), die vorzeitige oder kurzfristige Rücknahmen (redemptions) von Fondsanteilen erschweren.⁴

Erst nach dem Kollaps des Hedgefonds *Long-Term Capital Management L.P.* (LTCM) im Zuge der Asien- und Russland-Finanzkrisen in 1997-1999 – der ein Eingreifen der amerikanischen

⁴ Siehe *Maris*, The new architecture for hedge fund regulation: an assessment of the recent US and EU initiatives, *Law and Financial Markets Review* 2012, 208 (209); *Dornseifer*, Hedge Funds and Systemic Risk Reporting, in *Zetzsche* (Hrsg), *The Alternative Investment Fund Managers Directive* 2012, 557 (558).

Notenbank, um systemischen Folgewirkungen auf das gesamte Finanzsystem entgegenzuwirken, veranlasste – gab es zunehmend Aufrufe für eine striktere Regulierung von Hedgefonds.

LTCM war ein Hedgefonds, der in 1994 vom Investmentbanker *John W. Meriwether* mit Mitwirken der bekannten Finanzwirtschaftler und späteren Wirtschafts-Nobelpreisträger *Myron S. Scholes* und *Robert C. Merton* mit dem Ziel gegründet wurde, computeroptimierte Arbitrage- und andere Handelsstrategien in den internationalen Renten- und Aktienmärkten durchzuführen. Das Benutzen von Hebelung seitens LTCM war besonders ausgeprägt, aufgrund der oft sehr kleinen Zins- und Kursdifferenzen bei Rentenmarkt-Arbitragegeschäften, wodurch ein starkes Leverage notwendig war, um ausreichende Gewinne zu erlangen. Im Jahr 1998 erlitt der Fonds – dessen langfristiger Strategie auf Investition in den schwächeren (und daher mit hohen Zinsen und niedrigen Anleihekursen gekennzeichneten) europäischen Rentenmärkten in Erwartung auf eine „Konvergenz“ mit den etablierten US-amerikanischen, deutschen und anderen entwickelteren Rentenmärkten fokussierte – schwerwiegende Verluste als Folge des Einbruchs der europäischen Rentenmärkte während der 1997-1998 Asien- und Russland-Krisen. Dies veranlasste die Liquidierung von anderen Anlagenbeständen des Fonds, so dass die Insolvenz dieses Fonds androhte. Anfang 1998 hatte LTCM Eigenkapital von USD 4,72 Milliarden aber Fremdkapital von über USD 124,5 Milliarden, mit Derivativpositionen von ca. USD 1,25 Billion. Wegen gefürchteter „Kettenreaktionen“ auf kreditgebende Banken und Derivativ-Gegenparteien intervenierte die US-amerikanische Notenbank und arrangierte den Auffang des Fonds durch ein Konsortium von Kommerzbanken, gefolgt von seiner Zwangsliquidierung.

Der nächste wichtige Skandal im Hedgefonds-Bereich betraf den Hedgefonds *Amaranth Advisors* im Jahre 2006. Mit Verlusten von über USD 6,5 Milliarden aufgrund spekulativer Termin- und Arbitragegeschäfte im Erdgasbereich wurde dieser Fonds suspendiert und liquidiert und in der Folge wurden die Betreiber des Fonds von den Regulierungsbehörden (Commodities Futures Trading Commission und Federal Energy Regulatory Commission) wegen Marktmanipulation gerügt.⁵ Obwohl die Handelsverluste größer als die bei LTCM waren haben die Behörden kein systemisches Risiko geortet und der Fonds wurde einfach ordnungsgemäß abgewickelt ohne staatliche Intervention.

Seit den 1980er Jahren wurden Hedgefonds auch zunehmend erfolgreich in Europa verwaltet und vertrieben. Unter den erfolgreichen Beispielen waren die obenerwähnten Quantum Funds von George Soros, die aus London gemanagt wurden und offshore registriert waren. Auch in Österreich wurden Hedgefonds und andere sogenannten „alternative investment“-Vehikel erfolgreich lanciert, zuerst durch „Hasenbichler Asset Management“ und später durch verschiedene Betreiber wie etwa „Superfund“.⁶ Schätzungsweise gibt es in Österreich derzeit rund 50 Manager, die „alternative investment“-Produkte verwalten, mit etwa 100 verschiedenen Fondsprodukten und einem Volumen von rund EUR 15 Milliarden.⁷

⁵ Siehe FERC Rules that Amaranth's Brian Hunter Practiced Manipulation, http://www.opalesque.com/fullarticle/56890/amaranth/Legal_FERC_rules_that378.html (2010); Amaranth Advisors, http://en.wikipedia.org/wiki/Amaranth_Advisors (26.3.2014)

⁶ Siehe Alternative investments: A small but lively industry, Financial Times (2010), <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e72aa27a-891b-11df-8ecd-00144feab49a.html#axzz2xvZ7wtEA> (26.3.2014).

⁷ Siehe *Pfluger*, Alternative Fonds und das nicht definitive Gesetz, Der Standard 2013, <http://derstandard.at/1379292028526/Alternative-Fonds-und-das-nicht-definitive-Gesetz> (26.3.2014) (Informationsstand: 2013).

2.2. Die Finanzkrise von 2007-2009 und danach

Die Finanzkrise und konsequente tiefe Rezession in den USA und Europa im Zeitraum von 2007 bis zirka 2009 fachte im ersten Halbjahr 2007 als eine Immobilienkrise in den USA an, in Folge des Einbruches des spekulativen Wohnbaumarkts in den USA, eine Entwicklung, die auch in europäischen Ländern wie Spanien stattfand, wo das Platzen einer Immobilienblase Banken in Bedrängnis brachte.⁸

Die Finanzkrise war eigentlich in erster Linie dem Einbruch der US-amerikanischen Immobilienblase zurückzuführen, die zu massiven Verlusten seitens Investmentbanken und anderer Investoren in strukturierten Kreditprodukten (CDOs) – die weitgehend aus gebündelten „subprime“-Hypotheken bestanden – führte, die wiederum eine Stornierung von kurzfristigen Krediten und einen Liquiditätseingpass bei Banken hervorrief, welche eine Teilübernahme insolventer Banken durch die US-amerikanische Regulierungsbehörden veranlasste.

Erst durch die Insolvenz der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 breitete sich die Finanzkrise schlagartig auf Europa aus. Wegen der starken internationalen Verflechtungen von Lehman Brothers, deren Schuldscheine von vielen europäischen Banken gehalten wurden, kam der Interbankenmarkt international weitgehend zum Erliegen, was wiederum ein massives koordiniertes Eingreifen der internationalen Notenbanken in die Finanzmärkte hervorrief, um einen drohenden Finanzkollaps zu vermeiden.

Hedgefonds waren unter den ersten Opfern der Rezession. Im Juni 2007 – während der Ausweitung der Immobilienkrise – teilte die Investmentbank Bear Stearns den Kunden zwei ihrer Hedgefonds – die in strukturierten Immobilienprodukten investiert war und die Ende 2006 noch mit USD 1,5 Milliarden bewertet wurden – mit, dass ihr Fondseinlagen fast wertlos geworden sind.⁹

Die Auswirkung der Finanzkrise führte zu massiven Rücknahmeaufträgen bei Hedgefonds im Zeitraum 2008-2009 (sowie bei anderen Arten von Anlagefonds), die zur Schließung von einigen weiteren Hedgefonds führte.

Sehr bekannt war der Kollaps der sogenannten „Hedgefonds“ von Bernard Madoff im Dezember 2008, sowie von mehreren Zubringerfonds („feeder funds“) von Madoff in den USA und Europa. In Wirklichkeit waren diese Fonds keine „Hedgefonds“ sondern Teile eines betrügerischen Anlagesystems mit Schneeballcharakter („Ponzi scheme“), wo in Wirklichkeit kein Anlegergeld investiert wurde. Einige dieser Fonds – die auch als OGAW-Fonds an Kleininvestoren vermarktet wurden – waren durch österreichische Banken aufgesetzt, vor allem Unicredit Bank Austria („Primeo Fonds“) and Bank Medici („Thema Fonds“; „Herald Fonds“).

2.3 Folge der Krise: internationaler Konsens, Hedgefonds zu Regulieren

In der Wirtschaftskrise haben Hedgefonds eine stets untergeordnete Rolle gespielt, dennoch wurde diese Rolle seitens der Politik und gewisser Kommentatoren besonders hervorgehoben.

⁸ Als nützliche Zusammenfassung der Hintergründe und Auswirkung der Weltwirtschaftskrise von 2007-09 siehe Finanzkrise ab 2007, http://de.wikipedia.org/wiki/Finanzkrise_ab_2007 (26.3.2014).

⁹ *Morgenstern*, Bear Stearns Says Battered Hedge Funds Are Worth Little, New York Times 2007, http://www.nytimes.com/2007/07/18/business/18bond.html?_r=1&adxnnl=1&oref=slogin&adxnnlx=1226062831-Nd0apSougUfAcRw42W+CZw (26.3.2014).

Im Juni 2008 hat der Präsident der New York Federal Reserve Bank und späterer US-amerikanische Finanzminister *Timothy Geithner* Hedgefonds als Teil eines parallelen oder „Schatten“-Bankensystems bezeichnet, dessen fehlende Regulierung zu einem höchst volatilen und gefährdeten Finanzsystem geführt hat.¹⁰ Seine Meinung wurde von mehreren Kommentatoren, unter anderem der Wirtschafts-Nobelpreisträger *Paul Krugman* geteilt.¹¹

Dieser Standpunkt wurde in der Folge von politischen Leitfiguren in den USA und Europa aufgenommen.

US-Präsident Obama bezeichnete Hedgefonds als „Spekulanten“, die „sich weigerten sich wie anderen Marktteilnehmer zu opfern“ und sich auf „durch die Steuerzahler finanzierte Rettungspakete in Aussicht stellten“.¹² Diese Meinung wurde vom französischen Präsidenten Sarkozy und von der deutschen Bundeskanzlerin Merkel geteilt.¹³ Präsident Sarkozy rief zur verschärften Regulierung von Hedgefonds auf, auf der Basis, dass „der Kauf von Unternehmen seitens fremdfinanzierten Hedgefonds – die einen Viertel der Belegschaft entlassen und in der Folge sich durch Zerschlagung des Unternehmens bereichern – nicht toleriert werden könne“, mit dem Zusatz „wir haben den Euro nicht erschaffen, um Kapitalismus ohne Ethik oder Moral zu ermöglichen“.¹⁴

Um eine vereinte und koordinierte Politik zur Linderung der Finanzkrise und Entwicklung von Maßnahmen um künftige Krisen zu vermeiden fand im November 2008 ein Treffen der Staats- bzw. Regierungschefs der G20 Staaten (zuzüglich Niederlande und Spanien) in Washington, D.C. statt. Zur Vermeidung der Wiederholung von Finanzkrisen wurden dort Maßnahmen für eine „effektivere Regulierung der Finanzmärkte“ vereinbart, mit einem Katalog von knapp 50 Einzelmaßnahmen, unter anderem „eine stärkere Reglementierung spekulativer Hedgefonds sowie anderer bislang unregulierter Finanzprodukte.“¹⁵ Die Teilnehmerstaaten verpflichteten sich, diese Maßnahmen in nationales Recht umzusetzen.

In der Folgekonferenz der G20 im April 2009 in London wurden Maßnahmen zur systematischen Regulierung von Hedgefonds und ähnlichen Finanzanlagekonstruktionen konkretisiert.¹⁶ Auf technischer Ebene wurden dann konkrete Vorschläge seitens IOSCO, der Internationalen Organisation von Wertpapierregulatoren, ausgearbeitet.¹⁷

¹⁰ “In early 2008 [a]ssets held in hedge funds grew to roughly \$1.8 trillion. The combined balance sheets of the then five major investment banks totalled \$4 trillion. In comparison the total assets of the top five bank holding companies in the United States at that point were just over \$6 trillion, and the total assets of the entire banking system were about \$10 trillion. The combined effect of these factors was a financial system vulnerable to self-reinforcing asset price and credit cycles.” *Geithner*, Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System, <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2008/tfg080609.html> (26.3.2014).

¹¹ Siehe *Krugman*, The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008 (2009).

¹² Siehe *Mufson/Tse*, In Chrysler Saga, Hedge Funds Cast as Prime Villain, Washington Post 2009, <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/04/30/AR2009043004141.html> (26.3.2014); *Rivière*, op.cit., 291.

¹³ Siehe *Rivière*, The Future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach, Richmond Journal of Global Law & Business 263 (2011), 263 (271).

¹⁴ *Rivière*, op.cit., 291-292; *Evans-Pritchard*, Sarkozy Turns on ‘Predator’ Hedge Funds, *Daily Telegraph* 2007, <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/2808197/Sarkozy-turns-on-predator-hedge-funds.html> (26.3.2014).

¹⁵ Abschlusserklärung des Weltfinanzgipfels, <http://www.handelsblatt.com/politik/international/dokumentation-abschlusserklaerung-des-weltfinanzgipfels/3055082.html> (26.3.2014).

¹⁶ Siehe G20 London Summit Official Communiqué, http://www.eu-un.europa.eu/articles/fr/article_8622_fr.htm (26.3.2014)

¹⁷ Siehe *Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions (IOSCO)*, Hedge Funds Oversight: Final Report 2009, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf> (26.3.2014)

Laut IOSCO sowie Parlamentarier in den USA und Europa fielen die wichtigsten Risiken seitens Hedgefonds, die das effiziente und krisenfreie Funktionieren des Finanzmarktes gefährden, in folgenden Kategorien:

- Systemische Risiken (“systemic, macroprudential risks”): Risiken, die auf Basis einer kettenartigen Ausbreitung durch folgende Kanäle Gefahr für das gesamte Finanzsystem bergen:
 - Kreditkanal – Gefährdung von systematisch wichtigen Gegenparteien (z.B. Prime Brokers, Banken);
 - Marktkanal – angebliche prozyklische Tendenz seitens Hedgefonds Vermögenspreis-Blasen zu verschärfen;
- Fondsspezifische Risiken (“microprudential risks”): z.B. Versagen von internen Risikomanagementsystemen, Liquiditätskrisen, sowie Marktrisiken, die die Fonds selber (bzw. ihre Anleger) betreffen;
- nicht gedeckte Leerverkäufe.¹⁸

In der Folge wurden auf legislativer Ebene in den USA den Dodd-Frank Act sowie auf europäischer Ebene die AIFM-Richtlinie ausgearbeitet und verabschiedet.

Dennoch, trotz der weitverbreiteten Meinung, dass Hedgefonds zur Auslösung der Finanzkrise und zu deren Verschärfung und Verlängerung wesentlich betrogen, scheint dies nicht in der Tat der Fall zu sein.¹⁹

Laut International Financial Services London (IFSL) waren im September 2007 bloß 5% von Hedgefonds-Assets in hypothekarisch gesicherten Wertpapieren (mortgage-backed securities), die eigentlichen Auslöser der Finanzkrise, investiert.²⁰

Auch während der Zeit der Finanzkrise verbuchten Hedgefonds deutlich höhere Renditen als die Aktienmärkte.²¹

Es kann argumentiert werden, dass viele Hedgefonds sogar deren Investoren von den negativen Auswirkungen der Krise geschont haben, einerseits durch Absicherungs (hedging)- und Diversifizierungsstrategien, die eine Entkoppelung von Marktrisiken erreichten, andererseits durch begrenzte Investitionen in Risikopapieren wie CDOs (im Gegensatz zu Banken standen Hedgefonds unter keinem Zugzwang die mit hohen „ratings“ versehenen CDOs zu erwerben).

Einige Hedgefonds, die kontrazyklisch investierten – am bekanntesten der *Paulson Credit Opportunity Fund* vom Investor *John Paulson*, dessen Strategie sich auf einen erwarteten Einbruch

¹⁸ Siehe *Rivière*, op.cit. 290-92.

¹⁹ Siehe *Rivière*, op.cit., 290.

²⁰ *International Financial Services London (IFSL) Research*, Financial Markets Series: Hedge Funds 2009 (2009), <http://www.thecityuk.com> (2009); *Rivière*, op.cit., 290ff.

²¹ Siehe *Maris*, op.cit. 210, 215. Im Gegensatz zu den MSCI World und S&P 500 Indizes, die im Jahr 2008 42% bzw. 37% verloren hat der Credit Suisse Broad Index von Hedge Funds nur 19% in 2008 verloren, und in diesem Jahr verbuchten einer aus fünf Hedgefonds sogar Gewinne. Siehe www.hedgeindex.com/hedgeindex/documents/CS%20Tremont%20Hedge%20Fund%2008%20Recap_Final.pdf (2009).

des „subprime“-Hypothekenmarktes ausrichtete – haben sogar während der Finanzkrise außerordentlich hohe Renditen für ihre Investoren erwirtschaftet.²²

Auf jeden Fall nach der äußerst schwerwiegenden Finanzkrise von 2007-2009 stand die Politik in den USA sowie in Europa unter Zugzwang, Probleme zu identifizieren und Lösungen vorzuschlagen und zu implementieren.

Wie in den 1930er Jahren, zu welcher Zeit in den USA die wichtigsten Kapitalmarktgesetze als Korrektiv zu den vermeintlichen Ursachen der damaligen Finanz- und Wirtschaftskrise eingeführt wurden, sind als Reaktion zu der Finanzkrise von 2007-2009 wesentliche Novellierungen der Kapitalmarktgesetze in den USA und auch Europa adoptiert worden.²³ Diese werden im Hauptteil dieses Aufsatzes analysiert.

3. US-amerikanische Hedgefonds-Regulierung

3.1 USA als Standort von Hedgefonds

Die USA ist der Hauptstandort von Hedgefonds weltweit.

Über zweidrittel aller onshore Hedgefonds (d.h. Hedgefonds, die nicht in einer offshore-Jurisdiktion registriert sind) sind in den USA beheimatet, und zirka 70% von Hedgefonds-Assets weltweit werden aus den USA verwaltet.²⁴

Die Rolle von den USA ist weniger stark als am Beginn dieses Jahrzehnts, zu welchem Zeitpunkt US-Manager über 80% von Hedgefonds-Assets verwalteten. Dies ist hauptsächlich auf die wachsende Rolle von Europa – vor allem vom Londoner Finanzmarkt – und Asien zurückzuführen.²⁵

3.2 Gesetzeslage vor 2010

Die US-amerikanischen Kapitalmarktgesetze bestehen aus einem dichten Regelwerk, das anfangs als Teil der „New Deal“-Gesetzgebung in Reaktion auf die Wirtschaftskrise der 1930er Jahre eingeführt wurde. Die wichtigsten Gesetze sind der *Securities Act von 1933* und der *Securities Exchange Act von 1934*, die in Bezug auf Anlagefonds vom *Investment Company Act von 1940* und vom *Investment Advisers Act von 1940* ergänzt wurden. Das Grundanliegen dieser Gesetze ist der Schutz des privaten Anlegers durch eine möglichst weitgehende Publizität. Die Überwachung obliegt der Kapitalmarktregulierungsbehörde „Securities and Exchange Commission“ („SEC“). Der Securities Act von 1933 erfordert die Registrierung von zu emittierenden Wertpapieren bei öffentlichen Emissionen mit der SEC und die Ausgabe eines Prospektes. Der Securities Exchange Act von 1934 erfordert periodische Berichterstattung an die SEC und an Anleger. Darüber hinaus

²² Siehe *Zuckerman*, *The Greatest Trade Ever: The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History* (2010).

²³ Siehe *Coffee*, *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms* 46, *Columbia Law School Center for Law and Economic Studies*, Working Paper No. 237, 2003), <http://ssrn.com/abstract=447940> (26.3.2014), zitiert in *Rivière*, op. cit., 291: „historisch werden Blasen von Crashes gefolgt, die wiederum von strengerer Gesetzgebung gefolgt wird“.

²⁴ *International Financial Services London (IFSL) Research*, *Financial Markets Series: Hedge Funds May 2013* (2013), <http://www.thecityuk.com> (26.3.2014)

²⁵ *Ibid.*, 3.

untersagen diese Gesetzte unwahre oder irreführende Behauptungen bzw. das Verschweigen wichtiger Tatsachen sowie andere betrügerischen Handlungen im Zusammenhang mit dem Verkauf, der Ausgabe und dem Vertrieb von Wertpapieren.²⁶

Anlagefonds werden in den USA in erster Linie durch den Investment Company Act von 1940 geregelt, der Prospekte bzw. regelmäßige Berichterstattung bezüglich „investment companies“, nämlich Kapitalanlage- und Investmentgesellschaften, die an das Publikum vermarktet werden, vorschreibt sowie und Benimmregeln für solche „investment companies“ um Interessenkonflikte zu vermeiden und Anleger zu schützen anordnet.²⁷

In den USA werden *Anlageberater* in erster Linie durch den Investment Advisers Act von 1940 geregelt, der die Registrierung von „investment advisers“ (Investmentberater) mit der SEC erfordert, unter anderem Verwalter (managers) von „investment companies“ wie Anlagefonds. Dieses Gesetz enthält auch Regeln für Anlageberater bezüglich Treuepflichten, Berichterstattung, Kompensierung, Vermeidung von Interessenskonflikten, Verwahrung von Klientengeldern, und anderweitigen Anlegerschutzmaßnahmen.²⁸

Im US-amerikanischen Rechtssystem wird der Begriff „Hedgefonds“ nicht konkret definiert.²⁹

In ihrem 2003er Bericht über die Implikationen des Wachstums von Hedgefonds hat die SEC Hedgefonds als „pools“ von Wertpapieren und gegebenenfalls anderen Vermögenswerten, die nicht durch die einschlägigen Wertpapiergesetze reguliert werden, definiert:

*“[A hedge fund is] ... a pool of securities and perhaps other assets that does not register its securities offerings under the Securities Act [of 1933] and which is not registered as an investment company under the Investment Company Act [1940]”.*³⁰

Bis zur Verabschiedung des Dodd-Frank Act waren Hedgefonds-Manager und Hedgefonds weitgehend von den Bestimmungen der US-amerikanischen Kapitalmarktgesetze befreit (obwohl viele Hedgefonds-Manager und Hedgefonds sich freiwillig den Gesetzen unterstellt haben).

Erstens wurden Platzierungen von Hedgefonds-Anteilen in der Regel nicht durch öffentliche Angebote durchgeführt, so dass sie unter den „private placement“ Ausnahmen der Gesetze fielen, wie zum Beispiel § 4(2) vom Securities Act von 1933, bzw. Regel 305 von Regulation D nach diesem Gesetz, die Privatplatzierungen außerhalb des Gesetzesumfang an maximal 35 „sophisticated purchasers“ und eine unbegrenzte Zahl von „accredited investors“ mit ausreichend Finanzkraft gestattete³¹. Weiter wurden Emittenten mit nicht mehr als 100 wirtschaftsberechtigten Eigentümern vom Investment Company Act von 1940 ausgenommen, auch wenn diese Eigentümer wiederum Fonds mit mehreren Eigentümern waren.³² Darüber hinaus waren Angebote von

²⁶ Für eine Übersicht der U.S.-amerikanischen Kapitalmarktregeln vor Erneuerungen wie Dodd-Frank siehe *Gumpel/Ramin/Schiessl*, Kapitalmarktregeln für Emissionen und Akquisitionen in den USA, Der Betrieb 1988, 1432.

²⁷ Investment Company Act of 1940, 15 U.S.C. §§ 80a-1 ff.

²⁸ Investment Advisers Act of 1940, 15 U.S.C. §§ 80b-1 ff.

²⁹ *Rivière*, op.cit.

³⁰ *Securities and Exchange Commission*, Implications of the Growth of Hedge Funds: Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission (2013), <http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf> (26.3.2014). Siehe auch *Rivière*, loc.cit., *Securities and Exchange Commission*, U.S. SEC Roundtable on Hedge Funds 2013, <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedgevaughn.htm> (26.3.2014).

³¹ Securities Act of 1933, §4(2), 15 U.S.C. §77d(2); Regulation D, 17 C.F.R. 203.506 (2009).

³² Investment Company Act of 1940, § 3(c)(1), 15 U.S.C. §§ 80a-3(c)(7)

Fondsanteilen an „qualifizierte Käufer“ mit ausreichender Finanzkraft (z.B. Personen mit investiertem Kapital von USD 5 Mio. oder mehr) vom Investment Company Act von 1940 ausgenommen.³³ Weiter sind die Registrierungs- und Berichterstattungspflichten von Securities Exchange Act von 1934 nur Anwendbar auf Emittenten (inklusive Fonds) mit 500 oder mehr wirtschaftsberechtigten Eigentümern.³⁴

Insbesondere durch die sogenannten „*private adviser exemption*“ im Investment Advisers Act von 1940 wurden „private“ Investmentberater mit weniger als 15 Klienten vom Gesetz befreit. Dadurch wurden viele Verwalter von Hedgefonds – z.B. Verwalter, die einen einzigen Anlagefonds als „Klienten“ hatten – von den Bestimmungen des Gesetzes ausgenommen.³⁵

Dennoch waren Hedgefonds und deren Verwalter auch vor der Verabschiedung des Dodd-Frank Act nicht völlig von den U.S.-amerikanischen Wertpapiergesetzen außer Acht genommen.

Zum Beispiel sind die Bestimmungen vom Securities Exchange Act von 1934 gegen betrügerische Praktiken – § 10 (b) dieses Gesetzes und dessen „Rule 10b-5“ – auf alle Investmentberater und andere Marktteilnehmer, unter anderem nichtregistrierte Verwalter von Hedgefonds, anwendbar.³⁶ Laut diesen Bestimmungen haben Hedgefonds-Manager Treuepflichten gegenüber aktuellen sowie potentiellen Anlegern, wie die Pflicht, alle für Investitionsentscheidungen relevanten Informationen („material information“) offenzulegen.³⁷

Auf jeden Fall haben viele – sogar die meisten – Hedgefonds bzw. deren Verwalter sich schon freiwillig mit der SEC registriert, zumal eine solche Registrierung sowie Compliance mit den SEC-Vorschriften das Vertrauen seitens Anleger erhöhen kann.³⁸

Neben den oben beschriebenen Wertpapiergesetzen gibt es eine Reihe anderer Gesetze auf Bundesebene, die die Aktivitäten von Hedgefonds regulieren. Unter anderem sind folgende gesetzlichen Bestimmungen relevant für Hedgefonds:

- Hedgefonds, die Waretermingeschäfte durchführen, unterliegen dem Commodity Exchange Act sowie Regeln, die von der Commodity Futures Trading Commission verabschiedet werden.³⁹
- Händler (broker-dealers), die Hedgefonds-Anteile im Markt verkaufen, unterliegen Regeln der NASD (National Association of Securities Dealers)⁴⁰
- Sollte über 25% des Eigenkapitals (bzw. einer Eigenkapitalklasse) eines Hedgefonds von einem Pensions-Fonds (ERISA Fiduciary) gehalten werden unterliegt der Fonds besonderen Treuhandregeln gemäß dem Employment Retirement Income Security Act von 1974 (ERISA).⁴¹

³³ Investment Company Act of 1940, § 3(c)(7), 15 U.S.C. §§ 80a-3(c)(7)

³⁴ Securities Exchange Act of 1934, §12(g), 15 U.S.C. § 78(1)(g).

³⁵ Investment Advisers Act of 1940, § 3(b)(3), 15 U.S.C. §§ 80b-3(b)(3).

³⁶ Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78j-(b).

³⁷ Siehe *Rivière*, op.cit., 277-278.

³⁸ Siehe *Rivière*, op.cit., 303, 304-305.

³⁹ Ibid.

⁴⁰ Ibid.

⁴¹ Siehe ERISA Rule 3-101, 29 C.F.R. § 4.7 (2010); *Rivière*, op.cit, 278.

- Bestände von US-Schatzscheinen oder Devisen in Beträgen höher als definierte Schwellenwerten müsse der Federal Reserve Bank of New York auf Basis Richtlinien des Finanzministeriums gemeldet werden.⁴²
- Gemäß dem USA PATRIOT Act von 2001 sind Hedgefonds „Finanzinstitutionen“, die Anti-Geldwäsche-Bestimmungen einhalten müssen.⁴³

Letztens können Hedgefonds auch den Anlegerschutzgesetzen der einzelnen Bundesländer („blue sky laws“) unterliegen, die zwar nicht die Geschäftstätigkeit der Fonds regulieren, sondern gegebenenfalls die Tätigkeit der Fonds-Manager bzw. den Vertrieb der Fondsanteile regeln, und können in gewissen Fällen strengere Vorschriften gegen betrügerische Handlungen als von den Bundesgesetzen vorgesehen sind verhängen.⁴⁴

3.2 Dodd-Frank Act: Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010

Am 21. Juli 2010 unterfertigte Präsident Obama den „Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010“, in der Folge „Dodd-Frank Act“ genannt.⁴⁵ Dieses Gesetz stellt eine weitgehende Reform zu den US-amerikanischen Kapitalmarktgesetzen in Reaktion auf die Finanzkrise von 2007-2009 dar.

Titel I vom Dodd-Frank Act etabliert den „Financial Stability Oversight Council“ als Rat zur Überwachung der Stabilität des US-amerikanischen Finanzmarkts und zur Koordinierung der Aktivitäten der verschiedenen Finanzmarktregulierungsbehörden der USA.⁴⁶ Dieser Rat wird ermächtigt – wenn notwendig – Finanzdienstleistungsunternehmen außerhalb des Bankensektors (unter anderem auch Hedgefonds) unter die Aufsicht der US-amerikanischen Notenbank zu stellen. Dieser Rat dient in erster Linie der Gewährleistung der Stabilität des Finanzmarktes sowie dem Schutz des amerikanischen Finanzsystems bei einer wiederholten schweren Finanzkrise.⁴⁷

Titel II des Dodd-Frank Act ermächtigt die Finanzmarktregulierungsbehörden bestimmte Finanzdienstleistungsunternehmen – vor allem Banken, aber theoretisch auch Hedgefonds – unter Zwangsverwaltung zu stellen, wenn sie in finanzielle Schwierigkeiten geraten und eine Bedrohung für die Stabilität des amerikanischen Finanzmarktes darstellen.⁴⁸

Die wichtigsten Teile des Dodd Frank Act betreffend Hedgefonds sind Titel IV, auch „Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010“ (in der Folge „PFIARA“) genannt, der die Verwalter (investment advisers) von Hedgefonds weitgehend reguliert⁴⁹, und Titel VI, der die sogenannte „Volcker Rule“ beinhaltet, die Kommerzbanken weitgehend untersagt, „Risikogeschäfte“ wie das Aufstellen und die Verwaltung von Hedgefonds zu betätigen.

⁴² Siehe *Rivière*, op.cit., 303, 304-305.

⁴³ Uniting and Strengthening America by Providing Appropriate Tools Required to Intercept and Obstruct Terrorism (USA PATRIOT) Act of 2001, Pub.L.No. 107-56, §352, 115 Stat. 272, 322. Siehe *Rivière*, op. cit. 278.

⁴⁴ Siehe z.B. N.Y. General Business Law §§ 353, 358 (McKinney 2011) (auf Basis des „Martin Act“ ist der Attorney General des Bundesstaates New York befugt, zivil- und strafrechtliche Verfahren wegen Finanzbetrug einzuleiten). Siehe auch *Rivière*, op. cit., 279.

⁴⁵ Publ.L. 111-203, 124 Stat. 1376.

⁴⁶ Ibid.

⁴⁷ Ibid.

⁴⁸ Ibid.

⁴⁹ Siehe H.R. 4173, 111th Congress Title V, Subtitle A, 11.12.2009.

Durch Titel IV vom Dodd-Frank Act – die PFIARA-Bestimmungen – werden Verwalter von Hedgefonds dem Investment Advisers Act von 1940 unterzogen. Dies geschieht durch Eliminierung der oben diskutierten „private adviser exemption“ und Erstreckung von Registrierungspflichten an die meisten Hedgefonds-Verwalter von Fonds mit USD 150 Mio. oder mehr unter Verwaltung⁵⁰, wobei die Regulierung von Verwaltern von kleineren Fonds den einzelnen Bundesländern überlassen wird.⁵¹

Unter anderem beinhaltet Titel IV folgende Bestimmungen hinsichtlich Hedgefonds:

- Bereitstellen von betrieblichen Unterlagen und anderen Informationen, die für die SEC und den Financial Stability Oversight Council notwendig sein können, um systemische Risikofragen zu analysieren und zu lösen (inklusive Daten zu Vermögen unter Verwaltung, Benutzung von Leverage, Kreditausfallrisiken, Handel- und Investitionspositionen, Bewertungspolitik, Kategorien von Vermögenswerten, Sondervereinbarungen und -arrangements, die gewissen Investoren bevorzugen, Handelspraktiken, usw.);
- Regelmäßige Berichterstattung an die SEC: Jährliche “ADV”-Erklärung (öffentlich verfügbar);
- Verschiedene „compliance“-Mechanismen (Verhaltenskodex, Insider-Trading-Regeln, Bestellen eines „compliance officer“, regelmäßige Inspektionen seitens der SEC);
- Befreiung von einigen Klassen von Verwaltern:
 - Private Fondsberater mit weniger als \$150m unter Verwaltung;
 - Venture Capital-Fondsmanager;
 - “Foreign private advisers” (sehr enge Definition als Investmentberater mit keiner Betriebsstätte in USA, bzw. weniger als 15 Fondsklienten/-investoren in den USA, bzw. weniger als \$25 Mio. in Vermögen unter Verwaltung, das US-Klienten oder Investoren anrechenbar ist).

Im Titel IV vom Dodd-Frank Act wird der Terminus „Hedgefonds“ nicht definiert. Statt dessen bezieht sich das Gesetz auf Verwalter von „private funds“, die im negativen definiert werden, als alle Fonds die unter denjenigen von Hedgefonds gebrauchten Ausnahmen unter §3(c)(1) und §3(c)(7) vom Investment Company Act von 1940 fallen.⁵² Interessanterweise werden in der AIFM-Richtlinie der Europäischen Union Hedgefonds ähnlich in negativer Art umschrieben, und zwar als kollektive Investmentvehikel, die nicht bereits von der OGAW-Richtlinie (UCITS) erfasst werden.

Titel VI vom Dodd Frank Act beinhaltet die sogenannte „Volcker Rule“. Auf Basis dieser Vorschrift werden Banken, Sparkassen und deren Holdinggesellschaften untersagt, die meisten Arten von Nostrotransaktionen (proprietary trading) durchzuführen sowie Eigentum an “hedge funds” oder “private equity funds” zu erwerben oder behalten bzw. diese Anlagevehikel aufzusetzen oder zu verwalten.

⁵⁰ PFIARA § 402, 408.

⁵¹ Ibid. § 409.

⁵² Dodd-Frank Act § 402

Der Hauptgrund der Volcker Rule ist die Vermeidung *systemischer Risiken* für die Stabilität des Banken- und Finanzsystems (und in der Folge der realen Wirtschaft), die angeblich verursacht werden, wenn Kommerzbanken in Verwendung von Kundengeldern „Risikogeschäfte“ durchführen.⁵³ Das politische Ziel der Volcker Rule ist dem des ehemaligen *Glass-Steagall Act*⁵⁴ ähnlich, der in Folge der Wirtschaftskrise der 1930er Jahre eine starke Trennung zwischen „Kommerzbanken“ und „Investmentbanken“ durchführte, um ähnliche „Risikogeschäfte“ seitens Kommerzbanken zu begrenzen.

Es gibt im Titel V des Dodd-Frank Act „de minimis“ Ausnahmen für kleineren Investitionen, wobei Banken können bis 3% von ihrem “Tier 1 Kapital” in Hedgefonds und private equity-Fonds (bzw. können nicht mehr als 3% ihres Gesamt-Eigenkapitals in solchen Fonds investieren dürfen). Diese könne als „Startkapital“ für Fonds dienen.

Die Volcker Rule-Bestimmungen sollen im Juli 2015 in Kraft treten; bis dahin sollten detaillierte Regeln bezüglich deren Implementierung verabschiedet werden, auch hinsichtlich Berichterstattungspflichten seitens Banken.⁵⁵

⁵³ Siehe *Rivière*, op. cit., 309-310.

⁵⁴ Banking Act of 1932, CRS 2010°, 1, 5

⁵⁵ Dodd-Frank Act §§ 601 ff. Siehe *Chon*, Banks left guessing on Volcker Rule, Financial Times 2014, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b7d2a0e0-93f8-11e3-bf0c-00144feab7de.html#axzz2xFZ7wtEA> (26.3.2014).

4. Europäische Hedgefonds-Regulierung

4.1 Gesetzeslage vor 2010

Historisch haben die Länder der Europäischen Union eine ganz ähnliche Regulierungspolitik gegenüber Hedgefonds wie die der USA verfolgt, und zwar durch eine Klassifizierung von Anlagefonds in zwei Kategorien:

- Fonds, die den Erfordernissen von der OGAW-Richtlinie (UCITS) bzw. den nationalen OGAW-konformen Gesetzen entsprechen und berechtigt sind, Fondsanteile im Retail-Markt zu vertreiben.
- Alle nicht-OGAW Fonds, inklusive Hedgefonds, Private Equity-Fonds, Rohstofffonds und Immobilienfonds, die als zu riskant für Kleinanleger eingestuft werden und für Investitionen seitens erfahrener, professioneller und institutioneller Investoren reserviert sind.⁵⁶

Historisch haben die verschiedenen europäischen Staaten Hedgefonds unterschiedlich reguliert, zumal Regelungen auf nationaler Ebene verabschiedet werden. Großbritannien verfolgte den Ansatz, nur die Verwalter von Fonds (investment advisers) zu regeln,⁵⁷ wobei in Großbritannien Hedgefonds-Verwalter durch die britische Financial Services Authority (Finanzmarktaufsicht) autorisiert werden müssen.⁵⁸ Im Gegensatz regulierte Irland (Qualified Investor Fund) den Fonds selber, sowie Deutschland teilweise auch.⁵⁹ Luxemburg verabschiedete spezifische Gesetze für bestimmte Produkte (wie z.B. Partie II für Publikumsfonds, SICARS für private equity und venture capital Fonds, und SIFs für Spezialfonds).⁶⁰ Frankreich und Italien regulierten sowohl die Fondsverwalter als auch die Fonds selber.⁶¹

Die verschiedenen europäischen Länder hatten auch unterschiedliche Regeln bezüglich Mindestinvestitionsbeträge sowie qualitativer Erfordernisse für Hedgefonds. Zum Beispiel erforderte Italien eine Mindestzeichnung von EUR 500.000 seitens Hedgefonds-Investoren, Frankreich hatte verschiedene Mindestzeichnungsbeträge und qualitative Erfordernisse nach Art und Rechtsform des Fonds, und Deutschland hatte weder Mindestbeträge noch qualitative Erfordernisse für Hedgefondsinvestoren.⁶²

Insbesondere wurden viele Hedgefondsverwalter für Portfolio-Management oder Anlageberatung durch MiFID lizenziert.

⁵⁶ Die Anlagefonds und -produkte, die in der zweiten Kategorie fallen, wurden als „Alternativinvestitionsfonds“ bezeichnet, ein Begriff, der in der AIFM-Richtlinie rechtlich verankert wurde. Siehe unten §4.2.

⁵⁷ Siehe *Rivière*, op. cit., 280.

⁵⁸ Financial Services and Market Act 2000, § 19, <http://www.lme.com/~media/Files/Corporate%20Structure/FSMA%202000.pdf>

⁵⁹ Siehe *Zetzsche*, op.cit., 1.

⁶⁰ *Ibid.*, 2.

⁶¹ Siehe *Rivière*, op.cit., 281; *Associazione Italiana del Risparmio Gestito and European Fund and Asset Management Association*, *Hedge Funds Regulation in Europe: A Comparative Survey* (2005), http://www.assogestioni.it/index.cfm/3.154.562/05_250845_efama_hdgfnd_rprt_1.pdf (26.3.2014)

⁶² *Ibid.*

Angebote von Fondsanteilen an das Publikum unterliegen der Prospektrichtlinie 2003/71/EG.⁶³

Durch die OGAW-Richtlinie⁶⁴ wurde ein europäischer Rechtsrahmen für die Verwaltung und Vertrieb von Publikumsfonds in der Europäischen Union schaffen. Diese Richtlinie schreibt spezielle Anforderungen an Wertpapierfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften vor, um den Schutz von Anlegern zu gewährleisten, insbesondere die Regelung der zulässigen Vermögensgegenstände, in die ein zugelassener Fonds (OGAW) investieren darf („eligible assets“).⁶⁵ OGAW unterliegen einer Zulassungspflicht und werden von den nationalen Finanzaufsichtsbehörden (in Österreich von der Finanzmarktaufsicht) überwacht. Die OGAW-Richtlinien schreiben detaillierte Berichtserstattungspflichten vor, u.a. durch den ausführlichen und den vereinfachten Verkaufsprospekt sowie durch periodische Berichte. Ganz wichtig ist der „Europa-Pass“, der es gestattet, vorbehaltlich einer Anzeige, in allen EWR-Staaten OGAW-Fonds öffentlich anzubieten, sofern sie über eine Zulassung in ihrem EU-Herkunftsland verfügen.⁶⁶

4.2 Die AIFM-Richtlinie und deren Implementierung

Am 11. November 2010 verabschiedete das Europäische Parlament Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds, in der Folge „AIFM-Richtlinie“ genannt.⁶⁷ Der Entwurf dieser Richtlinie wurde von der Europäischen Kommission Ende April 2009 im Anschluss an dem oben beschriebenen G20 Gipfel am Anfang des Monats.⁶⁸

Die AIFM-Richtlinie reguliert Verwalter von sogenannten „alternativen Investmentfonds“, definiert in negativer Art als kollektive Investmentvehikel, die nicht bereits von der OGAW-Richtlinie (UCITS) erfasst werden.⁶⁹ In der Folge werden alternative Investmentfonds (Alternative Investment Funds) „AIF“ genannt und deren Verwalter („Alternative Investment Fund Managers“) „AIFM“ genannt.

Gemäß der AIFM-Richtlinie ist ein „alternativer Investmentfonds“ als „jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Anlagezweige, der von einer Gruppe von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen der betreffenden Anleger zu investieren“ definiert, vorausgesetzt dass er nicht bereits nach der OGAW-Richtlinie genehmigungspflichtig ist.⁷⁰

⁶³ Siehe *Zetzsche*, Introduction: Overview, Regulatory History and Technique, Transition, in *Zetzsche* (Hrsg), The Alternative Investment Fund Managers Directive (2012), 1.

⁶⁴ Richtlinie 85/611/EWG vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), u.a. geändert und ersetzt durch OGAW IV-Richtlinie 2009/65/EG vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, bzw. durch Richtlinien 2010/43/EU und 2010/44/EU (in der Folge „OGAW-Richtlinie“).

⁶⁵ Siehe Richtlinie 2007/16/EG

⁶⁶ Siehe OGAW IV-Richtlinie: OGAW IV-Richtlinie 2009/65/EG vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren

⁶⁷ Österreich: AIFMG, BGBI I, 2013/135

⁶⁸ Siehe hinsichtlich des Entwurfs für die AIFM-Richtlinie:
http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_proposal_de.pdf

⁶⁹ Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1006/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (in der Folge, AIFM-Richtlinie), Artikel 4 (1).

⁷⁰ AIFM-Richtlinie, Artikel 3.

Die Zielsetzung der AIFM-Richtlinie ist die Schaffung einheitlicher und harmonisierter Rahmenbedingungen in der Europäischen Union (sowie im gesamten Europäischen Wirtschaftsraum) für die Zulassung und Beaufsichtigung von AIFMs, um ein kohärentes Vorgehen bezüglich der Risiken und Folgen für Anleger und Märkte in der Europäischen Union (sowie im EWR) zu gewährleisten.⁷¹

Dadurch werden Fonds erfasst, die nicht an das breite Publikum angeboten werden und daher auf Basis der OGAW-Richtlinie nicht genehmigungspflichtig sind, vornehmlich Hedgefonds, sowie andere Investitionsvehikel, wie etwa Venture Capital-Fonds, Private Equity-Fonds, Immobilienfonds, die an institutionelle Investoren oder vermögende Privatinvestoren angeboten werden.

Durch die AIFM-Richtlinie – wie auch bei dem Dodd-Frank Act in den USA – wird der *Verwalter* solcher alternativer Investmentfonds erfasst.

Die AIFM-Richtlinie erstreckt sich nicht nur auf Verwalter mit Sitz im Europäischen Wirtschaftsraum sondern auch auf Verwalter aus Drittländern, die ihre Fonds im Europäischen Wirtschaftsraum vertreiben möchten.⁷²

Laut der AIFM-Richtlinie brauchen AIFMs spezifische Autorisierung um AIFs zu verwalten und zu vertreiben.

Strenge operative und organisatorische Erfordernisse werden dem Verwalter sowie – indirekt durch die Verpflichtungen des Verwalters – dem Fonds selber auferlegt. AIFMs und AIFs, die ihren Sitz außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraum haben, dürfen Fondsanteile nicht an Investoren im Europäischen Wirtschaftsraum vermarkten, solange dass sie die mandatierten Verpflichtungen nicht entsprechen.

Die AIFM-Richtlinie wird über einen Zeitraum von einigen Jahren völlig in Kraft treten, einerseits durch Verfeinerung und Präzisierung der Bestimmungen durch die Europäische Kommission und ESMA, sowie durch praktische Implementierung in die Gesetzgebung der einzelnen EU-Mitgliedstaaten (bzw. EWR-Staaten). Obwohl die Absicht der Richtlinie ist, ein harmonisiertes, EU- (und EWR-)weites anwendbares Regelwerk zu schaffen, wird es den einzelnen Mitgliedsstaaten gestattet, strengere Standards („gold-plating“) anzuwenden, solange gegen die AIFMs anderer Staaten nicht diskriminiert werden.

Laut der AIFM-Richtlinie hätte ein Inkrafttreten der nationalen Umsetzung der Hauptbestimmungen der Richtlinie bis 22. Juli 2013 stattfinden sollen.⁷³

Die Vorgangsweisen der einzelnen Mitgliedstaaten bezüglich Implementierung der AIFM-Richtlinie sind nicht einheitlich.

Zum Beispiel hat Deutschland entschieden, ihr gesamtes System für Fondsmanagement-Regulierung zu revidieren, durch Einführung des neuen Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) mit mehreren neuen Regelungen zusätzlich zu den Erfordernissen der AIFM-Richtlinie.

⁷¹ Siehe *Kammel*, Alternative Investment Fund Manager Richtlinie – „Another European Mess“?, ÖBA 2011, 28, 1, Fußnote 2.

⁷² AIFM-Richtlinie, Artikel 1.

⁷³ *Ibid.*

Im Gegenteil – wie unten detailliert beschrieben – hat Österreich die Bestimmungen der AIFM-Richtlinie eher ohne wesentliche Verbesserungen („gold-plating“) in sein Rechtssystem eingebaut.

Stark vereinfacht dargestellt⁷⁴ fassen sich die Bestimmungen der AIFM-Richtlinie wie folgt zusammen:

- Zulassungsbestimmungen: Das Mindestkapital für AIFM beträgt EUR 300.000 für einen intern verwalteten AIF und EUR 125.000 für einen externen Verwalter. Weiter fordert die AIFM-Richtlinie zusätzliche Eigenmittel in Höhe von 0,02% des Betrages, um den der Nettoinventarwert des Portfolios EUR 250 Mio. übersteigt, nicht jedoch mehr als EUR 10 Mio. Ein AIFM muss eine Rechtsperson sein. Es gibt besondere Erfordernisse für die Anteilseigner des AIFM (mit mindestens 10% des Kapitals oder der Stimmrechte), die gewährleisten, dass der AIFM mit einer „soliden und umsichtigen Geschäftsführung“ versehen wird.
- Ein AIFM unterliegt detaillierten Verhaltensregeln und operativen Anforderungen. Gemäß Art. 9 Abs. 1 der AIFM-Richtlinie ist ein AIFM verpflichtet, seiner Tätigkeit ehrlich nachzugehen sowie seine Investoren fair und gleich zu behandeln. Die operativen Erfordernisse an AIFMs beinhalten detaillierte und strenge Regelungen zum Vergütungssystem, Interessenskonflikten, Risikomanagement und Liquiditätsmanagement. Zum Beispiel erfordert die Richtlinie, dass mindestens 50% der variablen Vergütung (Bonus) aus Anteilen an dem von dem AIFM verwalteten AIF bestehen muss.
- Ein AIFM muss laut Richtlinie organisatorisch so aufgestellt sein, damit jederzeit angemessene und geeignete personelle und technische Ressourcen für die ordnungsgemäße Verwaltung der AIF eingesetzt werden. Insbesondere muss der AIFM über eine ordnungsgemäße Verwaltung und Buchhaltung, Kontroll- und Sicherheitsvorkehrungen bezüglich der elektronischen Datenverarbeitung, sowie interne Kontrollverfahren verfügen.
- Weiter muss ein AIFM gemäß Art. 16 der Richtlinie geeignete und schlüssige Verfahren festlegen, um eine ordnungsgemäße und unabhängige Bewertung der Vermögenswerte des AIF mindestens jährlich vornehmen zu können. Besondere Bewertungsregeln sind für offene und geschlossene Fonds anwendbar. Bestimmte Regeln sollen die Unabhängigkeit bzw. Redlichkeit von Bewertern – extern sowie intern – gewährleisten.
- Von ganz entscheidender Bedeutung ist die Errichtung einer unabhängigen Verwahrstelle gemäß Art. 18 Abs. 1 der Richtlinie. Verwahrstellen können Kreditinstitute oder Wertpapierfirmen mit Sitz in der EU, sowie bestimmte andere Einrichtungen, die einer Aufsicht und ständigen Überwachung unterliegen und als zulässige OGAW-Verwahrstellen qualifizieren. Die EU-Mitgliedstaaten können gegebenenfalls auch andere Stellen, wie Notare, Rechtsanwälte und Registerstellen für diesen Zweck zulassen. Die Verwahrstelle hat gemäß Richtlinie für die Ordnungsmäßigkeit des Verkaufs, der Ausgabe, des Rückerwerbs und der Rücknahme von Anteilen am AIF sowie die Berechnung des Wertes der Anteile des AIF sicherzustellen.

⁷⁴ Wegen des kurzen Formates dieses Aufsatzes ist eine ausführliche Beschreibung und Analyse der AIFM-Richtlinie hier nicht möglich. Für eine gute Zusammenfassung der Regelungsbereiche der AIFM-Richtlinie (Stand 2011), siehe *Wieser/Jang*, Die nationale Umsetzung der AIFM-Richtlinie und ihre Auswirkungen auf die Fondsbranche in Deutschland, Betriebs-Berater (2011), 1219 (1220-1226).

- Ein wesentlicher Bestandteil der AIFM-Richtlinie bezieht sich auf Transparenz-anforderungen an den AIFM. Laut Art. 19 der Richtlinie muss ein AIFM für jeden von ihm verwalteten EU-Fonds, oder in der Europäischen Union vertriebenen Fonds, für jedes Geschäftsjahr einen Jahresbericht vorzulegen, der den zuständigen Behörden des EU-Herkunftslands sowie auf Anfrage den Anlegern zur Verfügung stellen. Desweiteren hat ein AIFM bestimmte Informationspflichten gegenüber den Behörden, sowie aktuellen und potenziellen Anlegern (und ggf. auch Portfoliounternehmen und deren Gesellschafter), nach Art. 20 und 21 der Richtlinie, wie etwa bezüglich Information zum Einsatz von Leverage sowie zur Erlangung von Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen.
- In Bezug auf den öffentlichen Vertrieb bzw. die Privatplatzierung von Anteilen an AIFs setzt die Richtlinie spezifische Mindeststandards. Zugelassene AIFMs dürfen in der Regel Anteile an verwalteten AIFs (in ihrem Herkunftsland bzw. durch den „EU-Pass“ in anderen Mitgliedsländern) nur an professionelle Anleger betreiben (definiert gemäß Art. 3 Abs. 1 lit. analog Anhang II von MiFID). Mitgliedsstaaten haben dennoch das Recht (gemäß Art. 35j Abs. 1 der Richtlinie) in ihrem Hoheitsgebiet den Vertrieb von Fondsanteilen auch an Privatanleger zu gestatten, wobei sie hierfür strengere Auflagen als für den Vertrieb an professionelle Anleger vorsehen können.
- Auf Basis des sogenannten „EU-Passes“ wird – analog zu der Situation bei OGAW – der europaweite (d.h. EWR-weite) Vertrieb von AIF-Anteilen erstattet. Dies bezieht sich auf den Vertrieb von EU-AIF sowie nicht-EU-AIF, die von einem EU-AIFM verwaltet werden, EU-AIF, die von einem nicht EU-AIFM verwaltet werden, sowie nicht-EU-AIF, die von einem nicht-EU-AIFM verwaltet werden. Die detaillierten Regelungen betreffend den EU-Pass sollen zwischen 2015 und 2018 eingeführt werden.
- Um bestimmte Problembereiche zu erfassen gibt es spezifische Regulierungen der Investitionstätigkeiten von AIFs:
 - Zur Vermeidung von systemischen Risiken für das Finanzsystem bzw. möglichen Marktstörungen können die zuständigen Behörden Beschränkungen hinsichtlich des Einsatzes von Leverage erlangen. (AIFM-Richtlinie, Art. 25).
 - Beim Erreichen von Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen muss auch ein Verbot an „asset stripping“ beachtet werden (AIFM-Richtlinie, Art. 30).
 - Hinsichtlich Analgen in „collateralized“ (verbrieften) Positionen seitens AIFM (im Namen des AIF) hat die Europäische Kommission das Recht Beschränkungen zu erlassen (durch Anforderungen an Originatoren, Sponsoren, sowie Kreditgeber) (AIFM-Richtlinie, Art. 13).

In Österreich wurde das Rahmenwerk von der AIFM-Richtlinie durch das „Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz“⁷⁵ (in der Folge „AIFMG“) durchgeführt. Kurz zusammengefasst wurden durch das AIFMG zunächst das Investmentfondsgesetz 2001 (InvFG)⁷⁶ und Immobilieninvestmentfondsgesetz (ImmoInvG)⁷⁷ kompatibel mit der AIFM-Richtlinie gemacht, wobei das Investmentfondsgesetz (das die Bestimmungen des UCITS implementiert) sich

⁷⁵ BGB I 2013 29.07.2013, http://www.ris.bka.gv.at/Dokumente/BgblAuth/BGBLA_2013_I_135/BGBLA_2013_I_135.pdf

⁷⁶ Bundesgesetz über Investmentfonds (InvFG), BGBl. I 2011/77.

⁷⁷ Bundesgesetz über Immobilienfonds (ImmoInvFG), BGBl. I Nr. 80/2003.

auf „Alternative Investment Funds“ wie „Spezialfonds“, „Sonstige Fonds“⁷⁸ und Pensionsinvestmentfonds bezieht, und sich das ImmoInvFG die Bestimmungen der AIFM-Richtlinie auf offene Immobilieninvestmentfonds erstreckt.⁷⁹ Durch das neue AIFMG sollten alle sonstigen Alternative Investment Funds gemäß der AIFM-Richtlinie geregelt werden, inklusive Hedgefonds, Private Equity-Fonds, geschlossene Immobilienfonds, Management Future Fonds, Rohstofffonds, Infrastrukturfonds etc.⁸⁰

Die Hauptbestimmungen des AIFMG sind folgende⁸¹:

1. Geltungsbereich (§ 1 AIFMG): bezieht sich auf Alternative Investment Fund Manager (AIFM) mit Sitz in der Europäischen Union sowie außerhalb der Europäischen Union (wobei die letzteren einen AIF in der Europäischen Union verwalten oder betreiben müssen); „kleine“ AIFM, die Vermögenswerte von unter EUR 100 Mio. (mit Hebelfinanzierung) bzw. EUR 500 Mio. (ohne Hebelfinanzierung) werden ausgeschlossen.
2. Um die Tätigkeit als AIFM aufnehmen zu dürfen muss eine Konzessionserteilung durch die österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) erfolgen (wobei unterschiedliche Regeln, auch hinsichtlich Kapitalisierung, „intern“ und „extern“ verwalteten AIFM betreffen) (AIFMG §§ 4-7).
3. Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit des AIFM werden festgeschrieben, u.a. Bestimmungen zur Vergütungspolitik, Vermeidung von Interessenskonflikten, Risikomanagement, Liquiditätsmanagement, organisatorischen Anforderungen (insbesondere die Sicherstellung von angemessenen und geeigneten personellen und technischen Ressourcen); ordnungsgemäße und unabhängige Bewertungen der AIF-Vermögenswerte, Vermeidung von Interessenskonflikten, und weitgehend unabhängige Verwahrstellen (AIFMG §§ 10-19)
4. Transparenzanforderungen, die im Großen und Ganzen das OGAW-Rahmenwerk bezüglich Jahresberichte und deren Inhalte an AIFMs (in Bezug auf deren verwalteten Fonds) übertragen; neben Jahresberichte sollten Anlegern (sowie der FMA) prospektähnliche Informationen zur Verfügung gestellt werden⁸²; jedenfalls ist der AIFM verpflichtet, den Anlegern des AIF zumindest jährlich zu berichten, welchen Anteil an den Vermögenswerten des Fonds „schwer zu liquidieren“ sind, sowie über Regelungen zur Steuerung der Liquidität des Fonds und über das aktuelle Risikoprofil und Risikomanagementsysteme des Fonds zu informieren. (AIFMG §§ 20-22)
5. AIFM, die Fonds mit Hebelfinanzierung verwalten, haben erhöhte Informationspflichten an die FMA (um systemische Risiken frühzeitig zu erkennen); darüber hinaus unterlegen AIFM erhöhte Transparenzanforderungen, die AIF verwalten, die die Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen und Emittenten erlangen (wie etwa Mitteilungen über den

⁷⁸ Siehe Diskussion in *Nicolussi*, Austria, in *Zetzsche* (Hrsg), *The Alternative Investment Fund Managers Directive* (2012), 675.

⁷⁹ Siehe Diskussion in *Kammel*, *Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG) & Co.: Eine erste Bestandsaufnahme*, ÖBA 2013, 483, 484; *Nicolussi*, Austria, in *Zetzsche* (Hrsg), *The Alternative Investment Fund Managers Directive* (2012), 673ff.

⁸⁰ *Ibid.*

⁸¹ AIFMG, BGBl I, 2013/135. Siehe Diskussion in *Kammel*, *Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG) & Co.: Eine erste Bestandsaufnahme*, ÖBA 2013, 483, 486-491.

⁸² Das Angebot von Fondsanteilen nur an professionelle Investoren ist befreit von Regulierung nach dem österreichischen Kapitalmarktgesetz. Siehe KMG § 1(1) Nr. 11. Sollten Fondsanteile an das Publikum angeboten werden wäre das Angebot prospektpflichtig nach dem Kapitalmarktgesetz (KMG § 2).

Erwerb bedeutender Beteiligungen und die Erlang von Kontrolle von nicht börsennotierten Unternehmen) (AIFMG §§ 23-26)

6. Ermöglichung des Vertrieb von Anteilen an EU-AIF aus anderen EU-Ländern in Österreich als Herkunftsmitgliedstaat des AIFM sowie den Vertrieb von Anteilen von EU-AIF in anderen Mitgliedstaaten durch einen in Österreich konzessionierten AIFM und den Vertrieb von Anteilen von EU-AIF aus anderen Mitgliedstaaten in Österreich durch einen in Österreich konzessionierten AIFM, bzw. die Bedingungen für die Verwaltung von EU-AIF in Österreich durch AIFM mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat (AIFMG §§ 29-33)
7. Spezifische Vorschriften in Bezug auf Drittländer, u.A. Bedingungen für EU-AIFM die nicht-EU AIF verwalten und deren Anteile im EU-Ausland vertreiben, sowie Vertrieb von nicht-EU AIF in Österreich durch einen in Österreich konzessionierten AIFM oder EU-AIFM mit „Pass“ (sowie Einführung von „Pässen“ für nicht-EU AIF bzw. nicht-EU AIFM (diese Vorschriften unterliegen teilweise Überprüfungsverfahren seitens der Europäischen Kommission und anderen Gremien (wie EMSA) und sind nicht völlig ausgereift). (AIFMG §§ 34-47)
8. Letztlich sieht das AIFMG in §48 vor, dass bestimmte Typen von AIF auch für den Vertrieb an Privatkunden nach Bestreiten eines Bewilligungsverfahrens zugelassen werden können.

Der Erstentwurf von der AIFM-Richtlinie enthielt auch Beschränkungen bezüglich Leerverkäufe (short selling) seitens Hedgefonds und anderer AIFs. Dennoch wurde diese Beschränkungen nicht in der endgültigen AIFM-Richtlinie enthalten, da verschiedene Marktteilnehmer außer AIFs Leerverkäufe durchführen und es angebracht schein, Beschränkungen bezüglich Leerverkäufe in einer Sonderrichtlinie zu bestimmen.⁸³

⁸³ Richtlinie (EU) Nr. 236/2012 vom Europäischen Parlament und Rat der Europäischen Union vom 14.03.2012, OJ L 86, 24.03.2012.

5. Vergleich zwischen den US-amerikanischen und europäischen Vorgangsweisen

5.1 Im Allgemeinen

Wie oben beschrieben sind die neu erschaffenen Regulierungssysteme in den USA und der Europäischen Union aus ähnlichem Anlass entstanden – als Folge der Finanzkrise von 2007-2009 und der politischen Notwendigkeit eine entsprechende Antwort auf die vermeintlichen Ursachen der Krise zu erbringen. Weiter wurden die in den USA und in Europa ergriffenen Maßnahmen durch gemeinsame und weitgehende harmonisierte Strategien veranlasst – wie in den G20 Gipfeln in Washington und London in 2008 und 2009 vereinbart und auf technischer Ebene von IOSCO und anderen Gremien vorbereitet.

Trotz der ähnlichen Entstehungsgeschichte von Dodd-Frank und der AIFM-Richtlinie gibt es nicht nur starke Parallelitäten zwischen den Vorgangsweisen sondern auch entscheidende Unterschiede zwischen der US-amerikanischen und europäischen Herangehensweisen hinsichtlich der Regulierung von Hedgefonds.

Wichtige Parallelitäten zwischen den amerikanischen und europäischen Vorgangsweisen sind unter anderem:

- Verstärkte Regulierung von sogenannten „alternativen Investitionen“, unter anderem Hedge-Fonds;
- Regulierung der Hedgefonds-Manager, im Gegensatz zu einer direkten Regulierung der Hedgefonds selber;
- Registrierung von Hedgefonds-Managern (USA: mit der SEC; EU mit nationalen Behörden), mit weitgehenden Berichtserstattungspflichten (disclosure);
- Beiträge der Gesetzgebung zur Standardisierung und Professionalisierung der Hedgefonds-Industrie.

Die entscheidenden Unterschiede zwischen den Herangehensweisen in den USA einerseits und Europa andererseits liegen in den Risiken, den die jeweilige Gesetzgebung versucht entgegenzuwirken. Die Bestimmungen des Dodd-Frank Act in den USA betreffend Hedgefonds sind hauptsächlich dazu gedacht, *systemische Risiken* – d.h. Risiken einer Gefährdung des gesamten Finanzsystems – zu vermeiden. Im Gegensatz haben die neuen Vorschriften laut der AIFM-Richtlinie in Europa hinsichtlich „alternative investment funds“ (wie Hedgefonds) das Hauptziel, *fondsspezifische Risiken* entgegenzuwirken, die Auswirkungen nicht auf das gesamte Finanzsystem sondern auf die Fondsanleger bzw. Portfoliounternehmen selber haben können.

Diese Differenzen in Vorgangsweisen werden in den nächsten Teilen dieses Aufsatzes analysiert.

5.2 Systemische Risiken

Das Hauptziel vom Dodd-Frank Act, was Hedgefonds anbelangt, ist die Vermeidung von systemimmanente (oder sogenannte „systemic“ oder „macroprudential“) Risiken.

Eine Durchsicht der Hauptkapitel dieses Gesetzes zeigt dies deutlich:

- Der durch Titel I vom Dodd-Frank Act etablierte „Financial Stability Oversight Council“ hat die Aufgabe mit Ziel des Schutzes des Finanzsystems Finanzdienstleistungsunternehmen wie Hedgefonds zu überwachen und wenn nötig unter Aufsicht der Notenbank zu stellen.
- Titel II vom Dodd-Frank Act ermächtigt die US-amerikanischen Aufsichtsbehörden Finanzdienstleistungsunternehmen wie auch Hedgefonds zwangszuverwalten, wenn sie in Schwierigkeiten geraten und eine Bedrohung für die Stabilität des Finanzmarktes darstellen.
- Das Kernstück vom Dodd-Frank Act – die „PFIARA“-Bestimmungen des Titel IV – das Hedgefonds-Verwaltern dem Investment Advisers Act von 1940 unterzieht und wichtige internen Regelungen auferlegt – ist auch weitgehend dazu gedacht, systemische Risiken entgegenzuwirken: zum Beispiele durch die Berichterstattung an den Financial Stability Oversight Council und an andere Behörden, damit sie das Bestehen von systemischen Risiken feststellen und notwendige Gegenmaßnahmen ergreifen können.
- Letztlich hat die „Volcker Rule“ – Titel VI vom Dodd-Frank Act das Hauptziel, systemische Risiken durch das Untersagen vom Aufstellen und von der Verwaltung von Hedgefonds und Private Equity-Fonds, sowie Investitionen in solchen Fonds, seitens Banken, Sparkassen und deren Holdinggesellschaften zu vermeiden.

Im Gegensatz spielt in der AIFM-Richtlinie die Vermeidung systemischer Risiken eine weitaus untergeordnetere Rolle.

Fast alle Bestimmungen der AIFM-Richtlinie beziehen sich auf das Management von Hedgefonds und anderen „AIFs“, sowie dessen Auswirken auf „stakeholders“ wie deren Anteilseigner und Portfolio-Unternehmen.

Die wichtigste Ausnahme ist im Fall von Leverage (Hebelung).

Laut Artikel 25 der AIFM-Richtlinie haben die zuständigen Behörden die Aufgabe, Risiken zu bewerten, die aus der Nutzung von Hebelfinanzierungen durch einen AIFM bei einem von ihm verwalteten AIF erwachsen könnten und, wenn dies zur Gewährleistung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems als nötig erachtet wird, können den Umfang der Hebelfinanzierung, die der AIFM einsetzen darf, beschränken. AIFM, die Fonds mit Hebelfinanzierung verwalten, haben erhöhte Informationspflichten an die Aufsichtsbehörden, um systemische Risiken frühzeitig zu erkennen. Darüber hinaus unterliegen AIFM erhöhten Transparenzanforderungen, wenn sie AIF verwalten, die die Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen und Emittenten erlangen (wie etwa Mitteilungen über den Erwerb bedeutender Beteiligungen sowie das Erlangen von Kontrolle vom nicht börsennotierten Unternehmen).⁸⁴

⁸⁴ Siehe österreichisches AIFMG §§ 23-26.

5.3 Fondsspezifische Risiken

Im Gegensatz zu dem US-amerikanischen Dodd-Frank Act hat die EU-Richtlinie ihren Fokus eher auf *fondsspezifische Risiken* für den Fonds selber (sowie dessen „stakeholder“) statt auf systematische Risiken für die gesamte Finanzwirtschaft.

Anders als Titel IV vom Dodd-Frank Act, der eher konzise gefasst ist und die US-amerikanische Vorgangsweise zur Regulierung von Hedgefonds nicht wesentlich ändert ist die AIFM-Richtlinie lang und komplex, mit 56 Artikeln und über 130 Seiten, die viele detaillierte Aspekte von Hedgefondsregulierung abdeckt. Die AIFM-Richtlinie ist insgesamt viel ehrgeiziger und intrusiver als der Dodd-Frank Act, was die Verwaltung von Hedgefonds anbetrifft.

Wie oben beschrieben werden AIFM einem detaillierten Regulierungssystem unterstellt, mit unter anderem Zulassungsbestimmungen, Mindestkapitalerfordernissen, Anforderungen für Anteilseigner, detaillierten Verhaltensregeln und operativen Anforderungen (bezüglich Vergütungssystem, Interessenskonflikte, Risikomanagement, sowie Liquiditätsmanagement), organisatorischen Bestimmungen (wie etwa geeigneten personellen Ressourcen, Verwaltung, Buchhaltung, internen Kontrollsysteme etc.), ordnungsgemäßer und unabhängiger Bewertung der Vermögenswerte, Errichtung einer unabhängigen Verwahrstelle, regelmäßiger Berichterstattung an die Finanzmarktaufsicht, Regelungen bezüglich Vertrieb und Platzierung von Fondsanteilen, sowie sogar einem Verbot von „asset stripping“ bei nicht börsennotierten Unternehmen.

Mit Ausnahme von den Rechten des Regulators Beschränkungen an Hebelung von Fonds zu verhängen, um systemische Risiken und Marktstörungen zu vermeiden (AIFM-Richtlinie, Art. 25), und Anlagen in verbrieften Positionen zu beschränken (AIFM-Richtlinie, Art. 13), spielen in der AIFM-Richtlinie systemische Risikofaktoren eine sehr untergeordnete Rolle.

Die Wirkung vom Dodd-Frank Act, insofern dass dieses Gesetz bisher weitgehend unregulierte Hedgefonds und deren Manager den Kapitalmarktgesetzen unterzog, ist jedenfalls kleiner als augenscheinlich, zumal viele Hedgefonds und Hedgefonds-Verwalter sich schon freiwillig bei der SEC registriert haben lassen, um einen professionelleren Auftritt bei möglichen und aktuellen Anlegern zu ermöglichen. Zum Zeitpunkt der Verabschiedung vom Dodd-Frank Act hatten sich schätzungsweise über 50% der bisherigen Hedgefonds-Manager (in Bezug auf das verwaltete Fondsvolumen) hatten sich schon freiwillig unter dem Investment Advisers Act von 1940 Act registriert.⁸⁵

⁸⁵ Siehe *Rivière*, loc.cit.

6. Begründung der verschiedenen Vorgangsweisen und Ansätze zu einer Verbesserung

Der Fokus des Dodd-Frank Act auf das systemische Risiko für den gesamten Finanzmarkt ist dazu zurückzuführen, dass während der Finanzkrise von 2007-2008 ein solches systematische Risiko schlagend wurde. Diese Finanzkrise war gekennzeichnet von dem Kollaps von „systemrelevanten“ Finanzinstitutionen in der Folge einer „Kettenreaktion“ von Kreditausfällen und konnte nur durch den Auffang solcher Institutionen – wie etwa Bear Stearns, Bank of America und American International Group – durch den US-amerikanischen Staat und die US-amerikanische Zentralbank.

Das Hauptziel vom Dodd-Frank Act, der in unmittelbarer Reaktion zu dieser Krise verabschiedet wurde, war, Mechanismen und Schutzmaßnahmen einzuführen, um solche systemische Risiken in Zukunft rechtzeitig zu erkennen und zu vermeiden.

Hedgefonds, als wichtige Teilnehmer des Finanzmarkts mit beträchtlichen Kapitalbeträgen unter Verwaltung, rückten ins Visier dieser neuen Gesetzgebung, da sie als „systemrelevant“ galten. Darüber hinaus waren sie auch in den Medien, sowie von Politikern und Kommentatoren, eher als „raubkapitalistisch“ angesehen und daher eher „Teil des Problems“ statt der Lösung betrachtet.

Diese Ansicht war in Europa noch weiter verbreitet.

Obwohl die Finanzkrise Europa in Folge der Pleite der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers in voller Wucht erreichte standen systemische Risiken nur sehr begrenzt im Visier des europäischen Gesetzgebers, vermutlich da die systemische Problematik nicht von Europa ausging, sondern hatte ihre Ursachen in den USA.

Stattdessen war der Fokus der AIFM-Richtlinie auf den Schutz von Investoren und des Marktes. In Bezug auf „asset stripping“ (Art. 30 der AIFM-Richtlinie) sollte der Schutz auch die Portfolio-Unternehmen von Hedgefonds sowie deren Mitarbeiter erfassen. Diese Zielsetzung scheint weitgehend populistischer Natur zu sein, um vermeintliche Exzesse der Finanzwirtschaft unter Kontrolle zu bringen.

Die nächste Frage – die in diesem kurzen Aufsatz nur ansatzweise und eher impressionistisch behandelt werden kann – ist, inwiefern die Gesetzesinitiativen rechts- und wirtschaftspolitisch wirklich Sinn machen – für Anleger sowie für den Finanzmarkt als Ganzen.

Es ist jedenfalls klar, dass viele der neuen Vorschriften vom Dodd-Frank Act und von der AIFM-Richtlinie vernünftig und sinnvoll sind und zu einer professionelleren und verbesserten Gestaltung der Hedgefonds-Industrie führen können. Die Berichterstattungs-, Publizitäts- und operativen Verpflichtungen die durch den Dodd-Frank Act (mittels Anwendung des Investment Advisers Act von 1940) sowie durch die AIFM-Richtlinie von Hedgefonds-Managern durchgeführt werden müssen gehören großteils zu den „best practice“-Erfordernissen.

Dennoch scheint es, dass einige Bestimmungen „über das Ziel hinausschießen“ oder sogar kontraproduktiv sind.

Die AIFM-Richtlinie, die per Definition auf nicht-OGAW regulierte Investmentvehikel anwendbar ist, betrifft vornehmlich Verwalter von Investmentfonds, die an institutionelle Investoren und vermögende Privatinvestoren vermarktet werden. Die Frage stellt sich, inwieweit solche Anleger bei „alternativen Investmentfonds“ – die allgemein imstande sein sollen, die Risiken selber einzuschätzen, solche detaillierten Schutzmaßnahmen wirklich brauchen. Gewisse Bestimmungen der AIFM-Richtlinie – wie etwa detaillierte Regelungen bezüglich der variablen Vergütung des Fondsverwalters (neben einigen anderen Beispielen) – scheinen in dieser Hinsicht nicht wirklich notwendig und zielführend zu sein.

In diesem Zusammenhang würde es als angebracht scheinen, bei der zukünftigen Regulierung von Hedgefonds eher in Richtung einer „light-touch regulation“ zu tendieren.

Darüber hinaus scheint es, dass Restriktionen an die Vermarktung von Nicht-EU-Fonds in Europa das Angebot und die Vielfalt von Hedgefonds- und anderen Investmentprodukten, die an europäische Investoren angeboten werden, verringern und ihnen dadurch interessante Investitionsmöglichkeiten vorenthalten werden. Angesichts der Tatsache, dass die meisten Hedgefonds entweder aus den USA gemanagt werden oder offshore registriert sind (wie oben erwähnt werden über 70% von Hedgefonds-Assets aus den USA verwaltet) werden Restriktionen zugunsten europäischen Fondsverwaltern für europäische Investoren tendenziell ungünstig sein. Die Regelungen in Bezug auf den „EU-Pass“ und die Zulassung in Europa von Fonds aus „Drittländern“ sind immer noch in Bearbeitung. Aber es sind schon Stimmen laut – wie etwa vom US-amerikanischen Ex-Finanzminister *Geithner* – dass diese Regelungen nicht zu streng gefasst werden sollen. Diesen Stimmen sollen gehorcht werden.

Dennoch beinhaltet die AIFM-Richtlinie mehrere sehr zielführende und nützliche Regelungen. Besonders hervorzuheben ist die Verpflichtung gemäß Art. 18 Abs. 1 der Richtlinie eine unabhängige Verwahrstelle einzurichten, mit strengen Auflagen bezüglich der Ordnungsmäßigkeit des Verkaufs, der Ausgabe, des Rückerwerbs und die Rücknahme von Anteilen am Fonds sowie die Berechnung des Wertes der Anteile des Fonds. Auch bei erfahrenen und professionellen Anlegern ist eine solche Regelungen äußerst wichtig. Die Gefahren von inadäquaten Kontrollen seitens Depotbanken (custodians/depositaries) wurden bei den betrügerischen „Hedgefonds“ von Bernard Madoff in 2008 schlagend. Die Vermögenswerte von den Madoff-Zubringerfonds, die als Hedgefonds mit „absolute return“ Strategie an Investoren vermarktet wurden, wurden von bekannten Depotbanken wie zum Beispiel HSBC Luxemburg gehalten, die ohne die notwendige Sorgfalt weiter an Madoffs Firma in New York überreicht wurden, wo sie letzten Endes unterschlagen wurden. Die diesbezüglichen Bestimmungen der AIFM-Richtlinie, die teilweise auf die Intervention der damaligen französischen Finanzministerin *Christine Lagarde* aufgrund der Auswirkungen der Madoff-Affäre in Frankreich zurückzuführen sind, sollen dazu beitragen, solche Betrugsfälle in Zukunft zu verhindern.

Ein wichtiger Bereich auf US-amerikanischer Ebene in dem die neuen Regelungen noch vervollständigt werden müssen ist in Zusammenhang mit der Einführung der sogenannten Volcker Rule, deren Bestimmungen erst im Juli 2015 in Kraft treten sollen. Die konkreten Regelungen für Implementierung der Volcker Rule, die teilweise schon veröffentlicht wurden, sind äußerst komplex aber fangen an, Banken eine konkrete Rahmenbedingung für ihre künftigen asset-

management Aktivitäten zu geben.⁸⁶ In dieser Hinsicht ist es wichtig das Grundziel der Volcker Rule im Auge zu fassen, nämlich die Vermeidung systemischer Risiken. Wie von einigen Kommentatoren bemerkt⁸⁷ hat die Volcker Rule die Tendenz, dieses Ziel nicht optimal zu erreichen, zumal die Volcker Rule gleichzeitig überinklusiv ist – da nicht alle Banken, auch nicht alle Großbanken, systemische „Kettenreaktion“-Risiken für das Finanzsystem bergen – sowie unterinklusiv ist, da viele Finanzinstitutionen, die nicht Banken sind (wie etwa Versicherungsinstitutionen⁸⁸) Systemrelevanz haben. Aus diesem Grund ist es unklar inwieweit die „Volcker Rule“ wirklich zu einem stabileren und effizienteren Finanzsystem führen kann. Es ist wichtig, dass die endgültigen Durchführungsregeln so gestaltet werden, damit das Ziel der Volcker Rule, nämlich systemische Risiken zu verhindern, erreicht und nicht übertroffen wird.

Wie anfangs in diesem Aufsatz beschrieben haben Hedgefonds in der Tat zum Entstehen und zur Ausbreitung der Finanzkrise von 2007-2009 wenig beigetragen. Obwohl Hedgefonds systemrelevant sein können – wie der Fall LTCM vor 15 Jahren zeigte – ist es wichtig, dass eine Überregulierung von diesem wichtigen und zukunftssträchtigen Finanzprodukt nicht stattfindet.

⁸⁶ Siehe *Benson/Michaels*, Banks' World Under Dodd-Frank Takes Shape With Volcker Rule, Bloomberg.com (2013), <http://www.bloomberg.com/news/print/2013-12-11/banking-under-dodd-frank-takes-shape-with-volcker-rule-approval.html> (27.3.2014); *Moore/Campbell/Marcinek*, Wall Street Exhales as Volcker Rule Seen Sparing Market-Making, Bloomberg.com (2013), <http://www.bloomberg.com/news/2013-12-11/wall-street-exhales-as-volcker-rule-seen-sparing-market-making.html> (27.3.2014).

⁸⁷ Siehe *Rivière*, op. cit. 263 (309-310); *Scott* in Implications of the „Volcker Rules“ for Financial Stability: Hearing Before the Senate Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs, 11th Cong. 3 (2010), http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=files.View&FileStore_id=C372f56f-819f-4d93-bb5a-6c1802aeb18a (27.3.2014)

⁸⁸ Die größte von den US-amerikanischen Behörden „aufgefangene“ Finanzinstitution in der Finanzkrise von 2007-2009 war keine Bank, sondern ein Versicherungskonzern, American International Group.

Literaturverzeichnis

Aragon/Liang/Park, Onshore and Offshore Hedge Funds: Are They Twins?,
<http://ssrn.com/abstract=2014402> (26.3.2014).

Associazione Italiana del Risparmio Gestito / European Fund and Asset Management Association,
Hedge Funds Regulation in Europe: A Comparative Survey (2005),
http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,154,562/05_250845_efama_hdgfnd_rprt_1.pdf
(26.3.2014).

Baffi/Lattuca/Santella, Extending the EU Financial Regulatory Framework to AIFM, Credit
Derivatives, and Short Selling, <http://ssrn.com/abstract=1792993> (26.3.2014).

Benson/Michaels, Banks' World Under Dodd-Frank Takes Shape With Volcker Rule,
Bloomberg.com (2013), <http://www.bloomberg.com/news/print/2013-12-11/banking-under-dodd-frank-takes-shape-with-volcker-rule-approval.html> (29.3.2014).

Brice, Dodd-Frank Regulation of Hedge Funds and Derivatives, <http://ssrn.com/abstract=1679187>
(26.3.2014).

Brown, Hedge Funds: Omniscient or Just Plain Wrong?, NYU Stern School of Business 2001,
<http://pages.stern.nyu.edu/~sbrown/omniscient.pdf> (26.3.2014).

Chincarini, Hedge Funds The Misunderstood Investment Vehicle Comments Welcome,
<http://ssrn.com/abstract=1788473> (26.3.2014).

Chon, Banks left guessing on Volcker Rule, Financial Times 2014,
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b7d2a0e0-93f8-11e3-bf0c-00144feab7de.html#axzz2xFZ7wtEA>
(26.3.2014).

Cluchey, The Financial Crisis and the Response of the United States: Will Dodd Franck Protect Us
from the Next Crisis?, <http://ssrn.com/abstract=1831661> (26.3.2014).

Coffee, Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms 46,
Columbia Law School Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 237, 2003),
<http://ssrn.com/abstract=447940> (26.3.2014).

European Securities and Markets Authority (ESMA), Final report: Guidelines on key concepts of
the AIFMD (2013), http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1339_final_report_on_esma_guidelines_on_aifmd_reporting_for_publication_revised.pdf
(26.2.2014).

Evans-Pritchard, Sarkozy Turns on 'Predator' Hedge Funds, *Daily Telegraph* 2007,
<http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/2808197/Sarkozy-turns-on-predator-hedge-funds.html> (26.3.2014).

Geithner, Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System,
<http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2008/tfg080609.html> (26.3.2014).

Gordon/Muller, Confronting Financial Crisis: Dodd-Frank's Dangers and the Case for a Systemic Emergency Insurance Fund (2010), <http://ssrn.com/abstract=1636456> (26.3.2014).

Gumpel/Ramin/Schiessl, Kapitalmarktregeln für Emissionen und Akquisitionen in den USA, Der Betrieb 1988, 1432.

Implications of the „Volcker Rules“ for Financial Stability: Hearing Before the Senate Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs, 11th Cong. 3 (2010),
http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=files.View&FileStore_id=C372f56f-819f-4d93-bb5a-6c1802aeb18a (27.3.2014)

International Financial Services London (IFSL) Research, Financial Markets Series: Hedge Funds 2009 (2009), <http://www.thecityuk.com> (2009);

International Financial Services London (IFSL) Research, Financial Markets Series: Hedge Funds May 2013 (2013), <http://www.thecityuk.com/> (26.3.2013)

Johnson, Why Register Hedge Fund Advisers – A Comment, Washington & Lee Law Review 2013, 713, <http://ssrn.com/abstract=2243986> (26.3.2014).

Kaal, Hedge Fund Manager Registration Under the Dodd-Frank Act, San Diego Law Review 2013, 1.

Kaal, Hedge Fund Regulation via Basel III, Vanderbilt Journal of Transnational Law 2011, 289.

Kammel, Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG) & Co.: Eine erste Betandsaufnahme, ÖBA 2013, 483

Kammel, Alternative Investment Fund Manager Richtlinie – „Another European Mess“?, ÖBA 2011, 28

Krugman, The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008 (2009).

Litt, Prudence: Paradigm Shift in Pension & Wealth Management, AEI Policy Series 2006,
http://www.aei.org/files/2006/05/15/20060512_LittNPNRFinal.pdf (26.3.2014).

Maris, The new architecture for hedge fund regulation: an assessment of the recent US and EU initiatives, Law and Financial Markets Review 2012, 208.

Martin, Is Systemic Risk Prevention the New Paradigm? A Proposal to Expand Investor Protection Principles to the Hedge Fund Industry, St. John's Law Review 2012,
<http://ssrn.com/abstract=1901666> (26.3.2014).

Möllers/Harrer/Krüger, The AIFM Directive and Its Regulation of Hedge Funds and Private Equity, Journal of Law and Commerce 2011, 87.

Moore/Campbell/Marcinek, Wall Street Exhales as Volcker Rule Seen Sparing Market-Making, Bloomberg.com (2013), <http://www.bloomberg.com/news/2013-12-11/wall-street-exhales-as-volcker-rule-seen-sparing-market-making.html>.

Morgenstern, Bear Stearns Says Battered Hedge Funds Are Worth Little, New York Times 2007,
http://www.nytimes.com/2007/07/18/business/18bond.html?_r=1&adxnml=1&oref=slogin&adxnmlx=1226062831-Nd0apSougUfAcRw42W+CZw (26.3.2014).

Mufson/Tse, In Chrysler Saga, Hedge Funds Cast as Prime Villain, Washington Post 2009,
<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/04/30/AR2009043004141.html>
(26.3.2014).

Overmyer, The “Foreign Private Adviser” Exemption: A Potential Gap in the New Systemic Risk
Regulatory Architecture, Columbia Law Review 2010, 2185.

Pfluger, Alternative Fonds und das nicht definitive Gesetz, Der Standard 2013,
<http://derstandard.at/1379292028526/Alternative-Fonds-und-das-nicht-definitive-Gesetz>
(26.3.2014).

Rivière, The Future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach, 10 Richmond Journal of
Global Law & Business 2011, 263.

Securities and Exchange Commission, Implications of the Growth of Hedge Funds: Staff Report to
the United States Securities and Exchange Commission (2013),
<http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf> (26.3.2014).

Securities and Exchange Commission, U.S. SEC Roundtable on Hedge Funds (14.-15. Mai 2013),
<http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm> (26.3.2014).

Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions (IOSCO),
Hedge Funds Oversight: Final Report 2009,
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf> (26.3.2014).

Whitehead, The Volcker Rule and Evolving Financial Markets, Harvard Business Law Review
2011, 39.

Wieser/Jang, Die nationale Umsetzung der AIFM-Richtlinie und ihre Auswirkungen auf die
Fondsbranche in Deutschland, Betriebs-Berater (2011), 1219.

Wymeersch, The regulation of private equity, hedge funds and state funds (2010),
<http://ssrn.com/abstract=1685202> (26.3.2014).

Zetzsche (Hrsg), The Alternative Investment Fund Managers Directive (2012)

Zuckerman, The Greatest Trade Ever: The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied
Wall Street and Made Financial History (2010).