



Newsletter Kapitalmarkt- und Bankrecht, FinTechs Issue 3|2024

Die Themen dieses Newsletters:

- 1. AIFMD II ermöglicht künftig Kreditvergabe**
- 2. Neue Chance durch ELTIF 2.0**
- 3. FinTech – Das neue FlexLex ist da!**
- 4. Update zum 1. Beitrag des Newsletters Kapitalmarkt- und Bankrecht, FinTechs Issue 2/2024 – VwGH zur „festgelegten Anlagestrategie“ und „operativen Tätigkeit“ iSd AIFMG**

1. AIFMD II ermöglicht künftig Kreditvergabe

Gemäß der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD) und deren Umsetzung im heimischen Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz (AIFMG) sind Verwalter (Alternative Investmentfonds-Manager - AIFM) mit Sitz im EWR oder in Drittstaaten, die AIF im EWR vertreiben und/oder verwalten, zulassungspflichtig. AIFMD/AIFMG statuieren diesbezüglich Risikomanagement- und Wohlverhaltensregeln, die an den AIFM adressiert sind. Die AIFMD erlaubt es AIFM, nach entsprechender nationaler Zulassung die in Anhang I AIFMD definierten Tätigkeiten auszuüben, wenn sie die Verwaltung eines AIF übernehmen. Diese Tätigkeitsliste ist Gegenstand der wechselseitigen Anerkennung im EWR (sog Passporting). AIFM dürfen keine anderen als die Anhang I AIFMD genannten Tätigkeiten ausüben, vorausgesetzt, die Zulassung des Herkunftsstaates deckt diese Tätigkeiten ab. Die Mitgliedstaaten können derzeit AIFM dazu ermächtigen, zusätzlich sonstige (Neben-)Dienstleistungen zu erbringen, wie etwa Anlageberatung oder individuelle Portfolioverwaltung. Die AIFM-Regulierung ermöglicht immerhin noch Kreditinstituten und Wertpapierfirmen die individuelle Portfolioverwaltung für AIF ohne eigene Zulassung. Die AIFMD ermächtigt AIFM jedoch nicht, Kredite zu vergeben. Kreditvergaben ermöglichen „nur“ die EuVECA-, EuSEF- und ELTIF-VO für diese „speziellen“ AIFs.

Die Kreditvergabe abseits von Banken erlebt aber gerade einen Frühling und „Private Debt“ ist in aller Munde. Öfter zu beobachten ist etwa, dass in Österreich registrierte Gesellschaften als Darlehensgeber mit einem in Luxemburg oder Deutschland domizilierten AIF als Darlehensgeber verschiedene endfällig ausgestaltete Kreditverträge abgeschlossen haben. Nach österreichischem Recht ist dies rechtlich unzulässig, auch wenn etwa, wie in Deutschland, dort AIFMs die Darlehensvergabe auf Rechnung eines AIF gestattet ist.



works

Dies wird durch die AIFMD II, konkret durch Erweiterung von Anhang I AIFM-RL ("Vergabe von Krediten im Namen eines AIF"), etwas geändert. Damit werden AIFM zur Vergabe von Krediten im Namen des von ihm verwalteten AIF ermächtigt, wodurch faktischer Darlehensgeber (AIF) und Entscheidungsträger (AIFM) auseinanderfallen. Entsprechend wird der Begriff des "kreditvergebenden AIF" eingeführt. Gegenstand des Passportings sind diese sekundärrechtlich anerkannten, kreditvergebenden AIF aber erst mit Geltungsbeginn der AIFMD II bzw mit deren Umsetzung in nationales Recht.

Die AIFMD II ist zwar bereits in Kraft getreten. Da es sich bei der AIFMD um eine Richtlinie handelt, muss diese aber noch in nationales Recht umgesetzt werden. Die EU-Mitgliedstaaten haben 24 Monate Zeit, um die neuen Regeln umzusetzen, bevor sie ab 16. April 2026 anzuwenden sind. Kreditvergebenden AIF befinden sich, wie beschrieben, jedenfalls mehr als nur in den Startlöchern dafür.

Sebastian Sieder

2. Neue Chance durch ELTIF-VO 2.0

Mit dem EU Green Deal will die EU der erste klimaneutrale Kontinent werden. Dafür müssen die Mitgliedstaaten jährlich EUR 700 Milliarden investieren, um den Green Deal der EU tatsächlich zu realisieren. In Zeiten knapper Haushalte werden die Staaten den Umbau aus eigener Kraft nicht bewältigen können. Eine wichtige Rolle spielen dabei Private Markets, also nicht öffentliche Märkte/Börsen (Private Equity, Private Debt, Infrastruktur etc). Zwischen 2013 und 2023 hat sich die Beschaffung von privatem Kapital von 145 Milliarden US-Dollar 2013 auf 300 Milliarden bis 2023 verdoppelt. Anlagen auf den Private Markets machten im vergangenen Jahr 27 Prozent der institutionellen Portfolios aus und zehn Prozentpunkte mehr als vor zehn Jahren.

Was in den nächsten zehn bis 20 Jahren als entscheidender Trend bei Private Assets angenommen wird, ist in allen Anlageklassen den Marktzugang für Privatanleger zu verbessern. Privatanleger können dies bereits beschränkt tun, indem sie sich mit Aktien an Private-Equity-Gesellschaften beteiligen. Ein wichtiger Schritt in Richtung Private Markets für Kleinanleger war die europäische Long-Term Investment Funds VO (ELTIF-VO)-Novelle (ELTIF-VO 2.0), die im Januar in Kraft getreten ist. Sie ermöglicht auch Privatanlegern den Zugang zu Fonds, die bisher institutionellen Investoren vorbehalten waren. Nach alter Rechtslage durften Privatanleger, deren Anlage-Portfolio insgesamt weniger als 500.000 Euro betrug, maximal zehn Prozent des Anlage-Portfoliovolumens in ELTIF investieren. Dabei mussten sie mindestens 10.000 Euro in ELTIF anlegen. Durch ELTIF-VO 2.0 gibt es solche gesetzlichen Zugangsbegrenzungen nicht mehr. Erforderlich ist es aber, vor dem Investment von Privatanlegern eine Geeignetheitsprüfung vorzunehmen und diesen eine Erklärung



zur Geeignetheit, wie man sie aus dem Wertpapierbereich (MiFID II/WAG 2018) kennt, auszuhändigen.

Von den zahlreichen Änderungen durch ELTIF-VO 2.0 besonders Hervorhebenswert erscheint die deutliche Erweiterung des Spektrums zulässiger Vermögensgegenstände durch zB:

- Ergänzung der Liste der für einen ELTIF zulässigen Vermögensgegenstände, indem nun auch einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen mit langfristigen Risikopositionen und grüne Anleihen (iSd EU-Green Bond Verordnung) von qualifizierten Portfoliounternehmen umfasst sind (Stichwort: Finanzierung Green Deal);
- Ermöglichung des Erwerbs von Anteilen an Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und an europäischen alternativen Investmentfonds (EU-AIF), die von europäischen Verwaltern alternativer Investmentfonds (EU-AIFM) verwaltet werden, diese Fonds in für ELTIFs zulässige Anlagen investieren und selbst nicht mehr als 10 Prozent ihres Anlagevermögens in anderen Fonds investiert haben (Stichwort: Dachfondsstrategie);
- Wegfall der bisherigen Schwelle von zehn Millionen Euro für Investitionen in Sachwerte (im Ergebnis: attraktiver durch Diversifizierung);
- Anhebung der Anlage- und Emittentengrenzen sowie sinnvolle Differenzierung zwischen ELTIF, die auch an Privatanleger vertrieben werden können, und solchen, die nur für professionelle Anleger zugänglich sind (Letztere sind an die Anlage- und Emittentengrenzen gar nicht gebunden).

Viele Marktteilnehmer gehen davon aus, dass ELTIF-VO 2.0 aufgrund der Strukturierungs- und Vertriebsvorteile zum „Gamechanger“ wird. Wir hoffen, dass diese positive Stimmung auch Österreich erfasst.

Sebastian Sieder

3. FinTech – Das neue FlexLex ist da!

Vor rund eineinhalb Jahren ist die 1. Auflage des FlexLex zum Thema „FinTech Rechtsgrundlagen Österreich & EU“ erschienen. Die Sammlung war eine der Ersten ihrer Art für das Segment Innovation und Technologie im Finanzsektor. Die Tatsache, dass bereits nach derart kurzer Zeit eine aktualisierte Auflage erscheint, zeigt, wie schnelllebig die Entwicklungen in diesem Bereich vorstattengehen. Zeit, einen Blick auf die aktuellen Entwicklungen zu werfen und auch einen in die Zukunft zu wagen.

Gernot Wilfling / Sebastian Sieder / Lukas Messner



works

4. Update zum 1. Beitrag des Newsletters Kapitalmarkt- und Bankrecht, FinTechs Issue 2/2024 – VwGH zur „festgelegten Anlagestrategie“ und „operativen Tätigkeit“ iSd AIFMG

Wie im Newsletter Kapitalmarkt- und Bankrecht, FinTechs Issue 2|2024 berichtet, hat das Bundesverwaltungsgericht (BVwG) der FMA-Ansicht widersprochen und judiziert, dass ein Prozesskostenfinanzierer, der Geld von Anlegern über ein Genussrecht einsammelt und damit unter anderem Prozesskosten finanziert, kein Alternativer Investmentfonds (AIF) ist (BVwG 3.8.2023, W158 2266457).

Die FMA hat gegen dieses BVwG-Erkenntnis außerordentliche Amtsrevision an den Verwaltungsgerechtshof (VwGH) erhoben. Gemäß § 2 Abs 1 Z 1 AIFMG ist ein AIF jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der Kapital von einer Anzahl von Anlegern sammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, ohne dass das eingesammelte Kapital unmittelbar der operativen Tätigkeit dient, und keine Genehmigung gemäß Richtlinie 2009/65/EG (OGWA-RL) benötigt.

Der VwGH hat in seinem Erkenntnis vom 15.02.2024 diesbezüglich einige höchst praxisrelevante Aussagen getroffen. Hinsichtlich Auslegung der festgelegten Anlagestrategie verweist der VwGH zunächst richtigerweise auf die ESMA-Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (ESMA/2013/611). Für das Vorliegen einer Anlagestrategie spricht es gemäß VwGH, wenn die Anlagestrategie in einem Dokument festgelegt wurde und/oder von den Anlegern gegenüber dem Organismus bzw. der juristischen Person rechtlich durchsetzbar ist. Zudem muss laut VwGH eine Anlagestrategie auch Anlagerichtlinien enthalten, die alle oder zumindest einzelne der in Rz 20 dieser ESMA-Leitlinien genannten Vorgaben aufweisen. Unter einer festgelegten Anlagestrategie ist laut VwGH demnach die fixe Vorgabe eines Handlungsspielraumes zu verstehen, nach dem sich der Alternative Investmentfonds Manager (AIFM) bei der Vermögensverwaltung zu orientieren hat. Die Anlagestrategie kann demnach sowohl in einer Gesellschaftssatzung, Vertragsunterlagen, aber auch in Werbeprospekten oder auf einer Website vorgegeben werden, muss aber so definiert sein, dass die Anleger gegenüber AIFM durchsetzen können. Durch eine solcherart festgelegte Anlagestrategie unterscheiden sich AIF von gewöhnlichen Unternehmen. Selbst eine relativ allgemein gehaltene Anlagestrategie eines AIF enthält gemäß VwGH gewöhnlich klarere Vorgaben als der Gesellschaftszweck bzw. die Geschäftsaktivität im Gesellschaftsvertrag von Unternehmen und beschränkt den Handlungsspielraum des AIFM bei Veranlagungsentscheidungen, welcher diesem durch die Satzung und den Unternehmensgegenstand eingeräumt wird. Das BVwG erachtete zuvor fälschlicherweise eine festgelegte Anlagestrategie iSd AIF-Definition als



works

gegeben an, weil im Kapitalmarktprospekt des Prozessfinanzierers klargestellt werde, dass das Kapital den dort genannten Zwecken (Prozesskostenfinanzierung, Investitionen im Bereich Datenverarbeitung, Verwaltung und Administration, Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Geschäftsbetrieb, Marketingaktivitäten, Expansion und sonstige Ausgaben) zugeführt werde. Es reicht dem VwGH für das Vorliegen einer festgelegten Anlagestrategie aber nicht aus, wenn das gesammelte Kapital irgendeinem näher definierten Zweck zugeführt werden soll. Dies gilt gemäß VwGH insbesondere, dann, wenn es sich, wie beim Prozesskostenfinanzierer, lediglich um den Zweck der „allgemeinen Unternehmensfinanzierung“ handelt. Das VwGH hat daher dem BVwG aufgetragen sich im fortgesetzten Verfahren unter Berücksichtigung der einschlägigen ESMA-Leitlinien mit dem Vorliegen einer festgelegten Anlagestrategie auseinanderzusetzen und anhand der Kriterien, die von der ESMA für das Vorliegen einer solchen Anlagestrategie aufgestellt wurden, zu prüfen, ob diese Voraussetzungen im konkreten Fall erfüllt sind.

Die Annahme des BVwG, dass der Ausnahmetatbestand der Verwendung des eingesammelten Kapitals zur direkten operativen Tätigkeit erfüllt sei, wird vom VwGH als Rechtsirrtum qualifiziert. Das BVwG vermeinte bezüglich der operativen Tätigkeit als Ausschlusskriteriums von der AIF-Definition wären die Leitlinien der ESMA (ESMA/2013/611) nicht heranzuziehen, sondern es sein nach den allgemeinen ABGB-Interpretationsregeln auszulegen. Da mit den Definitionen des AIFMG lediglich die AIFMD (AIFM-RL) umgesetzt wurde, sind laut VwGH jedoch im Sinne einer unionsrechtskonformen Interpretation auch die einschlägigen ESMA-Leitlinien zu beachten. Die Frage, ob eine operative Tätigkeit gegeben ist, ist gemäß VwGH im Sinne dieser ESMA-Leitlinien nunmehr vom BVwG fallbezogen noch zu prüfen (VwGH 15.02.2024, Ra 2023/02/0178).

Mit diesem Erkenntnis hat der VwGH der Praxis wichtige Auslegungshinweise bezüglich zweier wichtiger auslegungsbedürftiger Tatbestandsmerkmale („festgelegte Anlagestrategie“ und „operative Tätigkeit“) geliefert. Zu begrüßen ist dabei, dass der VwGH sich auf die einschlägigen ESMA-Leitlinien beruft und somit für Rechtssicherheit und Aufsichtsconvergenz sorgt. Vor dem Hintergrund der weiten AIF-Definition und dessen Wortlaut, erscheint die FMA-Auslegung, wonach eine festgelegte Anlagestrategie, iS einer fixen Vorgabe des Handlungsspielraumes für den AIFM beim Management, in einem Dokument (konkret) festgelegt werden muss, richtig und sinnvoll. Weiters stellt der VwGH auch darauf ab, ob dies durch die Anleger gegenüber dem AIFM rechtlich durchsetzbar sein muss.

Sebastian Sieder / Polina Jigoulina



works



Teamleitung

Mag. Gernot Wilfling

T +43 1 535 8008, E g.wilfling@mplaw.at

Müller Partner Rechtsanwälte GmbH
Rockgasse 6, 1010 Wien
www.mplaw.at