

REVIDIERTES KOLLEKTIVANLAGENRECHT

# CHANCEN UND RISIKEN FÜR DEN FINANZ- UND FONDS- PLATZ SCHWEIZ



Wohlergehen im Lande hängt eng mit Wirtschaftsleistung und Wertschöpfung zusammen. In welchem rechtlichen Rahmen dies stattfindet, ist dabei nicht unerheblich. Seit vergangenem Herbst kennen wir die endgültige Fassung des revidierten Kollektivanlagengesetzes (KAG); seit Mitte Februar die Anpassungen der bundesrätlichen Verordnung (KKV). Die meisten neuen Bestimmungen traten am 1. März 2013 in Kraft. Materiell neu geregelt werden damit Vermögensverwaltung, Vertrieb und Verwahrung von Kollektivanlagen. Formell geht es im Wesentlichen um eine Anpassung an die Alternative Investment Fund Management-Richtlinie (AIFM-Direktive) der EU. Wie steht es in der Folge nun um den Marktzugang zur EU resp. um die Vermarktung von Asset Management- und Depotbank-Leistungen als Drittland? Welche Chancen bleiben, den Fonds- und Finanzplatz Schweiz im internationalen Wettbewerb vorteilhaft zu positionieren – dies auch unter dem Einfluss der Markets in Financial Instruments-Direktive II (MiFID II)? Während das neue Schweizer Regelwerk die einen durchaus befriedigt, ist es für andere eine unausgegorene Sache. Vermisst werden Impulse zur Förderung der Fondsbranche und deren Wachstum (in der Schweiz). Ob die Gesetzesanpassungen nun als ausreichend oder eben als ungenügend oder unpassend einzustufen sind: Machen wir das Beste draus und setzen der Botschaft des Bundesrates folgend alles dran, die Wettbewerbsfähigkeit des Fondsplatzes Schweiz zu stärken.

Zum Thema nehmen die folgenden vier Fachexperten Stellung: Dr. Günther Dobrauz [PwC], Dr. Thomas Müller [Walder Wyss Rechtsanwälte], Dr. Dominik Oberholzer [Kellerhals Anwälte] und Anita Schläpfer [Schellenberg Wittmer Rechtsanwälte].

**Neues Schweizer Fondsrecht hin oder her: Aus dem Traum von einem Zutritt zum EU-Markt für Schweizer Kollektivanlagen erwachten wir spätestens nach erster Lektüre der europäischen MiFID II. So dürfte denn ein EU-Marktzugang für den Vertrieb von Finanzprodukten und die Vermarktung von Asset Management- und Depotbankleistungen für die Schweizer weiterhin weitgehend verwehrt bleiben – trotz revidiertem KAG. Wie schätzen Sie das ein?**

**Oberholzer:** Der Traum, Schweizer Produkte im grossen Stil im Ausland vertreiben zu können, dürfte in der Tat geplatzt sein. Für uns ist dies aber eigentlich nichts Neues: Für die Effektenfonds haben wir keinen UCITS-Pass und die übrigen Fondsarten entsprechen nicht den international erwarteten Strukturen. Das ist schade, hat doch der Brand «Switzerland» im Ausland allen Unkenrufen zum Trotz nach wie vor einen sehr guten Ruf und verfügen wir doch über qualitativ hervorragende Dienstleistungserbringer. Da hätte man aber früher Gegensteuer geben müssen. Nicht ausgeträumt ist meines Erachtens aber der Traum, spezifische Dienstleistungen in der Schweiz erbringen zu können, wie zum Beispiel das Asset Management. Die Rahmenbedingungen dazu sind nach wie vor sehr gut – allerdings müssen sie nun nach KAG-Revision auch sinnvoll umgesetzt werden. Das

«Wer nicht mehr im Konjunktiv formulieren kann, muss Verantwortung übernehmen: Sind Stabilität, Transparenz und risikoadäquates Handeln einmal etabliert, kommt auch das Vertrauen zurück.»

Günther Dobrauz

heisst nicht, dass die Aufsicht auf ein Minimum beschränkt werden soll, sondern dass mit gesundem Augenmass beaufsichtigt wird und nicht alle Anbieter über den gleichen Leisten geschlagen werden.

**Müller:** Es war nie das Ziel der KAG-Revision, eine Marktöffnung für schweizerische Fonds in Europa zu erlangen. Dies wäre einseitig durch den schweizerischen Gesetzgeber gar nicht möglich. Mit dem revidierten KAG sollte einzig sichergestellt werden, dass hier bereits ansässige Vermögensverwalter von europäischen Fonds ihren Sitz aufgrund der AIFMD nicht in einen EU-Mitglied-

staat verlegen müssen. MiFID II wiederum dürfte keine direkten Auswirkungen auf schweizerische Vermögensverwalter ausländischer Fonds haben; zu beachten ist, dass ein Alternative Investment Fund AIF resp. ein Alternative Investment Fund Management AIFM keine Investmentgesellschaft unter MiFID sein kann. Vielmehr wird MiFID II generell schweizerische Finanzdienstleister und schweizerische Finanzprodukte betreffen. Unter MiFID II sollen Finanzdienstleister, sofern sie europäische Retailkunden betreuen, mitunter zu einem Onshore-Geschäftsmodell gezwungen werden. Inwieweit MiFID II auch Auswirkungen auf den Vertrieb von schweizerischen Fonds in Mitgliedstaaten der EU hat, wird sich erst einmal weisen müssen. Grundsätzlich gilt, dass schweizerische Fonds in der EU – und ausserhalb – schlicht keinen Bekanntheitsgrad geniessen und wenig nachgefragt werden. Weder die KAG-Revision, noch MiFID II und das geplante Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG; mehr dazu gegen Ende des Gesprächs, Anm. der Redaktion) als die schweizerische Version einer MiFID werden daran etwas ändern.

**So oder so: Der Einfluss Brüssels wächst auch auf die Schweiz unablässig. Wovon lassen sich die modernen Eurokraten – und damit ist nicht nur Brüssel, sondern auch Paris mit der ESMA gemeint – generell leiten, wenn für Kollektivanlagen neue regulatorische Grundlagen geschaffen werden? Geht es im Wesentlichen denn nur um eine Verschärfung des Anlegerschutzes und darum, Krisen fortan zu vermeiden respektive deren Auswirkungen zu mildern?**

**Müller:** Optimisten sehen in der bekannten AIFM-Direktive einen Versuch, im alternativen Bereich eine weltweite Produktmarke zu schaffen, wie dies im Retailbereich für die Effektenfonds unter den UCITS-Richtlinien gelungen ist. Andere sehen in der AIFMD einzig ein Mittel, die in Verruf geratenen Hedge Funds an die Kandare zu nehmen; dies obwohl gar die Europäische Kommission eingestanden hat,



dass die Hedge Funds an der Finanzkrise 2007/08 kein Verschulden trifft.

**Dobrauz:** Ziel jeder erdenklichen Direktive ist bekanntlich, Regulierungslücken zu schliessen und den Anlegerschutz zu stärken. Aus den ersten Berichten zur AIFMD war allerdings auch noch zu ersehen, dass durchaus auch die Schaffung von neuem Steuersubstrat durch das regulatorische «Onshoring» von Managern und Produkten im Fokus lag. Teilweise schwingen auch protektionistische Bestrebungen mit. Zweifelhaft bleibt, ob mit reaktiv geschaffenen Instrumenten neue Krisen verhindert werden können. Im Übrigen wurde die letzte Finanzkrise wie gesagt nicht durch Fonds ausgelöst.

**Oberholzer:** Feigenblätter und Mogelpackungen – politische Interessen schwingen immer mit: Offiziell und vordergründig geht es immer um Anlegerschutz. Aber wie bereits Günther Dobrauz ausführte, sind da bei genauerem Hinsehen auch relativ starke protektionistische Kräfte im Spiel; anders kann man sich die Übergangsperiode 2013–2015 gemäss AIFMD nicht erklären.

#### **Zurück in die Schweiz: Welche Ziele werden mit der Teilrevision unseres Schweizer Fondsrechts verfolgt?**

**Schläpfer:** Es liegt auf der Hand: Die internationalen Standards entwickelten sich weiter, und der Schweizer Gesetzgeber entschloss sich dazu, die dadurch auch hiezulande entstandenen Regulierungslücken zu schliessen. Die Teilrevision wollte einerseits den Anlegerschutz stärken und andererseits Qualität und Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Vermögensverwaltung erhalten. Durch die Anpassung an die AIFMD sollte insbesondere der Zugang zum EU-Markt offengehalten werden – in erster Linie für Schweizer Asset Manager, denn diese müssen ab Mitte Jahr einer gleichwertigen Aufsicht unterstehen, um Verwaltungsaufgaben für EU-AIF zu übernehmen; wohl aber auch für Schweizer Anbieter, die ihre «Offshore»-Produkte weiterhin in die EU vertreiben wollen – vielleicht sogar einmal mit EU-Pass. Ob der Marktzugang tatsächlich ge-





währleistet sein wird, steht aber noch in den Sternen.

**Dobrauz:** Vielleicht wird mit dem neuen KAG versucht, auch viel zu viel unter einen Hut zu zaubern: Bei der neuen Unterstellung von Managern ausländischer AIFs und den verdichteten Verantwortlichkeiten der Verwahrstellen geht es zwar klar um die Anpassung an Vorgaben der AIFMD. Dies mit dem Ziel, den Zugang zum Drittstaaten-Pass-Regime zu sichern. Die Änderungen beim Vertrieb wollen das KAG an die MiFID-Standards annähern und den Anlegerschutz entsprechend erhöhen.

**Müller:** Noch einmal: Das Ziel der KAG-Revision hätte einzig sein sollen, den Zugang schweizerischer AIFM zum europäischen Markt zu gewährleisten. Die Revision ist daher aus einem Zwang entstanden, hätte aber die Chance beinhaltet, die schweizerischen Fondsstrukturen attraktiver zu gestalten. Andere Länder waren da schlauer und innovativer, führt man sich beispielsweise die Umsetzung der AIFMD in Luxemburg oder Liechtenstein zu Gemüte. Die Kluft zwischen der Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz und den bekannten europäischen Fondsplätzen hat mit der AIFMD bzw. dem revidierten KAG zu- und nicht abgenommen.

**Gibt es ihn denn jetzt, den so genannten «Swiss Alternative Investment Fund» nach europäischem Muster - so wie es den UCITS in Form der Effektenfonds gibt?**

**Oberholzer:** Diesen Swiss Alternative Investment Fund gibt es nicht, und so bald dürfte es ihn auch nicht geben. Die Schweizer Fonds entsprechen nicht den international erwarteten und bekannten Strukturen, sie sind wohl - noch immer - zu schwerfällig. Ausserdem ist die AIFMD keine Produktrichtlinie; geregelt werden grundsätzlich die entsprechenden Asset Manager.

**Müller:** Ich teile diese Meinung: So wie es keine schweizerischen UCITS gibt, gibt es keinen schweizerischen AIF. Es gibt nun einzig eine Bewilligung sämtli-

cher Schweizer AIFM, sofern diese nicht unter die «De-minimis»-Ausnahme fallen.

**Eine der notwendigen Bedingungen für das Cross Border-Geschäft Schweiz-EU bei den AIFM ist das reibungslose Zusammenspiel der Aufsichtsbehörden. Wo steht hierbei die Schweiz? Gibt es Neues zu berichten?**

**Schlöpfer:** Die ESMA (European Securities and Markets Authority, Anm. der Redaktion) als europäische Wertpapieraufsicht handelte Ende 2012 namens aller 27 zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden der EU Kooperationsvereinbarungen mit der FINMA aus. Geregelt werden darin insbesondere der Informationsaustausch, grenzüberschreitende Kontrollen vor Ort und die Unterstützung beim Enforcement der Fondsregulierung. Die Kooperationsvereinbarungen sollen ab 21. Juli 2013 anwendbar werden. Diese Nachricht ist erfreulich. Was die entsprechende Medienmitteilung aber verschleierte, ist, dass die nationalen Aufsichtsbehörden innerhalb der EU die Kooperationsvereinbarungen auch unterzeichnen müssen. Vorher geht gar nichts in Sachen Marktzugang.

**Müller:** Es dürfte zudem auch nicht überraschen, dass wohl keine Eile zum Abschluss solcher Kooperationsvereinbarungen besteht. Schade ist, dass diese Kooperationsvereinbarungen nicht Anlass zur Einführung eines vereinfachten und schnellen Genehmigungsverfahrens von ausländischen Fonds in der Schweiz waren. Die doppelte Produkteprüfung am ausländischen Produktionsstandort des Fonds und im Vertriebsland Schweiz bleibt unter dem revidierten KAG bestehen.

**Oberholzer:** Man muss erkennen, dass die Finanzindustrie heute international agiert und eine rein nationale Betrachtung nicht mehr zeitgemäss ist. Wichtig scheint mir, dass diese Zusammenarbeit – auf beiden Seiten – nicht durch falschen Stolz torpediert wird: Man arbeitet lieber mit einer Aufsichtsbehörde zusammen, welche vielleicht nicht ganz den Anforderungen entspricht, die man an sich selber stellt, als dass man gar nicht mit ihr zusam-



menarbeitet. Die Schweiz hat hier keine Alternative, als die nötigen Abkommen so bald wie möglich abzuschliessen und aktiv an dieser Zusammenarbeit teilzunehmen – aber das macht sie wohl auch.

**Dobrauz:** Das ist in der Tat so: Die FINMA hat im vergangenen Dezember als erste Aufsichtsbehörde ein Memorandum of Understanding mit der ESMA unterzeichnen können, was wohl ein klares und vielversprechendes Zeichen dafür ist, dass Bern auf jenen Ebenen, die für Drittstaaten relevant sind, zielstrebig vorwärts macht.

**Was sieht das revidierte KAG in Sachen Asset Management Neues vor? Geben Sie uns doch bitte einen kurzen Überblick. Wobei werden wir wohl restrikti-**

«Die Kluft zwischen der Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz und den bekannten europäischen Fondsplätzen hat mit der AIFMD bzw. dem revidierten KAG zu- und nicht abgenommen.»

Thomas Müller

**ver sein, als die AIFMD es vorgibt, wobei lascher?**

**Schlöpfer:** Eine der wichtigsten Änderungen besteht in der Einführung einer Bewilligungspflicht für Asset Manager ausländischer kollektiver Kapitalanlagen. Ausnahmen hiervon sind nach europäischem Vorbild im Rahmen einer «De-minimis»-Regel vorgesehen für Verwalter von kleineren Fondsvermögen mit nur qualifizierten Anlegern. Die Schwellenwerte liegen bei 100 Mio. CHF für hebel-finanzierte offene Fonds bzw. bei 500 Mio. CHF für nicht-hebel-finanzierte geschlossene Fund of Funds-Strukturen. Im Gegensatz zur AIFMD fehlt bei uns eine Ausnahme von der Bewilligungspflicht für gelegentliches Überschreiten der Schwellenwerte. Auch andere Ausnahmen wie etwa für Family Offices fehlen in der Schweiz. Die Revision führt zu stark erhöhten Anforderungen an die Organisation der Vermögensverwalter ausländischer Fonds, was für kleinere Asset Manager eine grosse Hürde darstellt. Auch an die Höhe des Mindestkapitals und der Eigenmittel von Vermögensverwaltern stellt unsere Lösung strengere Anforderungen als die AIFMD.

**Oberholzer:** Gewisse andere Anforderungen an die Asset Manager nach neuem Fondsrecht gehen allerdings hierzulande weniger weit als in der AIFMD; das ist unbestritten. Es sei hier beispielsweise auf die Regeln zur Vergütung verwiesen.



Somit ist davon auszugehen, dass zumindest die Schweizer Gesetzesbestimmungen der AIFMD nicht gleichwertig sind – was sie übrigens auch nicht sein müssen. Das kann aber auf Verordnungsstufe oder durch die Praxis der FINMA nachgebessert werden, sofern dies denn gewünscht ist – die AIFMD ist ja auch kein gesetzgeberisches Masterpiece. Meines Erachtens ist die AIFMD auf grosse Asset Management-Gesellschaften zugeschnitten; sie spielt somit auch eher den Grossen in die Hände. Aber auch kleine Asset Manager sollen eine Chance haben, schliesslich haben alle Grossen mal klein angefangen. Das Schweizer System dürfte also wohl als flexibler eingestuft werden.

**Müller:** Die AIFMD enthält sehr detaillierte Bestimmungen über Corporate Social Responsibility, also Regeln bezüglich Entschädigung, Interessenskonflikten, Asset Stripping oder Transparenz, um nur einige zu nennen. Auf dieses Feld sind wir mit der KAG-Revision bei weitem noch nicht vorgestossen. Ich bin gespannt, was und in welcher Dichte die FINMA mittels ihrer Ausführungsbestimmungen zum revidierten KAG diesbezüglich regulieren wird.

**Vermögensverwalter werden neu dazu angehalten, dem Portfoliomanagement ein ausgebautes Risk Management zur Seite zu stellen. War denn das Risk Management im Grunde nicht immer schon Bestandteil des Aufgabenkatalogs eines Asset Managers? Welche Problematik greift der Gesetzgeber damit auf?**

**Dobrauz:** Konzeptionell waren Portfolioverwaltung und Risikomanagement seit jeher Castor und Pollux des Asset Managements. Nun werden die beiden Geschwister konsequenter getrennt. Interessanterweise macht dies nicht in allen Fällen wirklich Sinn, etwa bei den vollautomatisierten, systematischen Trading-Strategien. Generell bestehen riesige Unterschiede zwischen den AIFMs, die neu regulatorisch erfasst werden. Risikomanagement und Portfolioverwaltung bedeuten bei einem Private Equity Fund etwas völlig anderes, als bei einem Long/Short Equity

Manager. Was im Einzelfall genau anzuwenden ist, ist von Fall zu Fall zu bestimmen und dürfte sicherlich nicht leicht fallen. Ich bin aber zuversichtlich, dass die FINMA diesem Umstand sowohl in ihrer Bewilligungs- als auch Beaufsichtigungspraxis Rechnung tragen wird.

**Nun scheint es denn so zu sein, als bleibe uns ein EU-Marktzugang für die Vermarktung von Asset Management-Leistungen weiterhin verwehrt. Was bleibt zu tun?**

**Oberholzer:** Ab 2013 werden Asset Manager aus der Schweiz zweifelsohne einen wesentlich schwierigeren Stand haben als solche aus EU-Mitgliedstaaten. Darum ist es zum Schutz unserer Finanzindustrie, die für unsere Volkswirtschaft von grosser Bedeutung ist, wichtig, dass wir so bald wie möglich über die nötigen internationalen Abkommen mit den einzelnen Staaten verfügen; Abkommen, welche es unserer Asset Management-Branche ermöglichen, wieder einen ungehinderten Zugang zum EU-Markt herzustellen. Meines Erachtens sollte nun darauf ein Fokus gelegt werden. Jedenfalls darf auf den Lorbeeren des Musterabkommens mit der ESMA nicht ausgeruht werden.

**Müller:** Es bliebe uns langfristig wohl einzig ein Beitritt zur EU. Die Hoffnung auf den Abschluss von bilateralen Abkommen für den Zutritt zum EU-Binnenmarkt ist meines Erachtens illusorisch. Mittelfristig sollte einem schweizerischen AIFM nach 2015 jedoch offenstehen, von einem «EU member state of reference» eine Bewilligung zu erlangen, damit Dienstleistungen gegenüber einem europäischen AIF weiterhin erbracht werden können.

**Was sieht das revidierte KAG in Sachen Vertrieb an Neuem vor? Wobei werden wir restriktiver sein, als es die AIFMD resp. die MiFID II vorgeben, wo sind wir flexibler?**

**Müller:** Festzuhalten ist zunächst, dass die AIFMD nur den Vertrieb an qualifizierte – sprich: professionelle – Investoren regelt. Die EU-Mitgliedstaaten können aber bis 2018 weiterhin eigene Private

Placement-Regeln vorsehen. Die Anpassung der schweizerischen Vertriebsregeln wäre unter der AIFMD nicht erforderlich gewesen. MiFID regelt sodann, was als «professionell» zu gelten hat. Das revidierte KAG und die KKV weichen bei der Definition des qualifizierten Investors teilweise von den Bestimmungen von MiFID II ab, insbesondere bei der Umschreibung der vermögenden Privatperson.

**Oberholzer:** Der Vertrieb von Fonds erfährt mit dem neuen KAG sehr weitgehende Änderungen. Neu kann eigentlich von drei Vertriebsebenen ausgegangen werden: der Vertrieb an qualifizierte Anleger, der Vertrieb an nicht-qualifizierte Anleger und der Vertrieb im Rahmen des Private Placements. Der Vertrieb an qualifizierte Anleger fällt also neu nicht mehr unter das Private Placement; für jenen braucht es neu einen Vertreter zu bestellen sowie eine Zahlstelle und einen Vertriebssträger. An die Produkte selbst, die an qualifizierte Anleger vertrieben werden, sind keine weiteren Bedingungen gestellt.

**Schläpfer:** Ob man überhaupt noch von Private Placement sprechen möchte, ist Geschmackssache. Wichtig ist, dass nur noch relevant ist, an wen vertrieben wird – egal, ob mit öffentlicher Werbung oder nicht – und dass der Vertrieb an die meisten qualifizierten Anleger unreguliert bleibt. Nicht mehr per se ausgenommen ist aber namentlich der Vertrieb von ausländischen Fonds an Schweizer Pensions-

«Nicht ausgeträumt ist der Traum, spezifische Dienstleistungen wie das Asset Management erfolgreich in der Schweiz erbringen zu können.»

Dominik Oberholzer

kassen und Unternehmen mit professioneller Tresorerie und an vermögende Privatpersonen. Bei der Nichtunterstellung des Erwerbs auf Eigeninitiative des Anlegers im Rahmen von Beratungsverträgen mit bestimmten Finanzintermediären oder Vermögensverwaltern wurde auf KKV-Ebene eine umstrittene Konkretisierung eingeführt: Solche Beratungsverträge müssen schriftlich sein und ein langfristiges entgeltliches Beratungsverhältnis bezwecken. Die liberale Behandlung der Produkte selber haben wir übrigens dem Ständerat zu verdanken. Der bundesrätliche Revisionsentwurf verlangte für Fonds und Depotbank noch äquivalente Regelungen hinsichtlich Organisation, Anlegerrechte und Anlagepolitik sowie die bereits







erwähnten Kooperationsvereinbarungen. Damit wäre Schluss gewesen mit dem Vertrieb von klassischen Offshore-Vehikeln an Schweizer qualifizierte Anleger.

#### Wenden wir uns kurz dem Vertrieb von ausländischen Fonds zu: Wie verändern sich im Rahmen des neuen KAG Funktion und Aufgabenstellung für einen Vertreter?

**Oberholzer:** Das revidierte KAG hat für den Vertreter durchaus einige Änderungen eingeführt, wesentliche sogar: Die wichtigsten sind, dass es ihn auch beim Vertrieb an qualifizierte Anleger braucht, dass er nurmehr mit Zustimmung der FINMA zurücktreten kann und dass er neuen Informationspflichten unterliegt – Letzteres ohne Übergangsfrist.

**Schläpfer:** Und gemäss KKV muss der ausländische Vertriebsträger mit dem Vertreter einen Vertriebsvertrag abschliessen. Abgesehen von den erwähnten neuen Aufgaben bleiben die Vertreterpflichten jedoch weitgehend unverändert. Zum Glück! Auch hier ging der erste Entwurf des revidierten KAG noch viel weiter.

**Müller:** Wenig Verständnis habe ich aber insbesondere für die neu eingeführte Pflicht zur Bestimmung eines Vertreters und einer Zahlstelle in der Schweiz, sofern ein ausländischer Fonds an qualifizierte Investoren vertrieben werden soll. Bereits unter dem alten KAG brachte der schweizerische Vertreter den Retail-Anle-

gern wenig erkennbare Vorteile. Weshalb Unternehmen, die in ausländische Fonds investieren, einen hiesigen Vertreter benötigen, ist nicht einzusehen.

#### Was gibt es Neues zum Thema des qualifizierten Anlegers?

**Schläpfer:** Neu können Vermögensverwaltungskunden von beaufsichtigten Finanzintermediären oder unabhängigen Vermögensverwaltern erklären, nicht als qualifizierte Anleger gelten zu wollen – man spricht von «Opting-out». Umgekehrt sind vermögende Privatpersonen nicht mehr automatisch qualifizierte Anleger, sondern nur, wenn sie schriftlich erklären, als solche gelten zu wollen, also auf ein «Opting-in»

«Die Revision führt zu stark erhöhten Anforderungen an die Organisation der Vermögensverwalter ausländischer Fonds, was für kleinere Asset Manager eine grosse Hürde darstellt.»

Anita Schläpfer

plädieren. Der Privatinvestor muss dabei unter Umständen fachliche Qualifikationen nachweisen. Hier folgen wir nun dem MiFID-Konzept, die Details sind dann aber hausgemacht. Zusätzlich zu einem Mindestvermögen von 500 000 CHF verlangte der erste KKV-Entwurf Marktkenntnisse, die mit denjenigen eines institutionellen Investors vergleichbar sind. Die geltende Lösung ist glücklicherweise realitätsnaher und in seiner Anwendung wohl lascher als MiFID: Der Privatanleger muss aufgrund von Ausbildung und Erfahrung im Finanzsektor die involvierten Anlagerisiken verstehen können. Und reiner Swiss Finish ist, dass alternativ die bloss quantitative Definition beibehalten wurde: Privatanleger, die bestätigen, ein Mindestvermögen – neu teilweise unter Berücksichtigung von Immobilienvermögen – von 5 Mio. CHF zu haben, brauchen gar keine fachlichen Qualifikationen nachzuweisen. Generell stellen sich praktische Umsetzungsfragen, die bis zum Inkrafttreten der neuen Bestimmungen über die qualifizierten Anleger am 1. Juni 2013 gelöst sein müssen.

#### In welchen Fällen muss sich ein Vermögensverwalter im Umgang mit Kollektivanlagen neuerdings der FINMA unterstellen?

**Oberholzer:** Grundsätzlich braucht der Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen eine Bewilligung. Ausnahmen bestehen im Rahmen der «De-minimis»-Regel gemäss revidiertem KAG. Offen ist wohl noch, ob sie auch auf Vermögensverwalter von Schweizer Fonds angewendet werden kann. Das Parlament dürfte das so gewollt haben. Das neue KAG schreibt aber vor, dass Fondsleitungen die Vermögensverwaltung nur an beaufsichtigte Vermögensverwalter delegieren dürfen – und zwar ausnahmslos. Es bleibt also spannend.

**Wie steht es mit den Offshore-Fonds: Muss sich ein Vermögensverwalter, der zum Beispiel einen Cayman Island Fund verwaltet – ein Fonds, der sich notabene ausschliesslich an qualifizier-**



### te Anleger richtet -, der FINMA unterstellen lassen?

**Müller:** Ja, selbstverständlich. Die Unterstellungspflicht des Vermögensverwalters knüpft nicht an den fehlenden Vertrieb des Fonds an, sondern einzig an die Höhe des von ihm verwalteten Vermögens und seinen schweizerischen Sitz. Die Schweiz kennt keine unterschiedlichen Regeln für die Verwaltung von AIF aus der EU und solchen von ausserhalb. Die FINMA kann den Vermögensverwalter jedoch von der Bewilligungspflicht befreien, wenn dies nicht dem Schutzzweck des KAG zuwiderläuft und ihnen die Vermögensverwaltung von unter dem KAG regulierten schweizerischen Bewilligungsträgern übertragen worden ist. Das kumulative Erfordernis macht meines Erachtens wenig Sinn. Es ist zu wünschen, dass die FINMA hier in bestimmten Fällen eine Ausnahme gewähren wird - soweit angesichts der «Deminimis»-Regel eine solche überhaupt erforderlich ist.

**Dobrauz:** In Anlehnung an die AIFMD ist meines Erachtens grundsätzlich jede Vermögensverwaltung zu unterstellen, welche in oder aus der Schweiz heraus einen AIF verwaltet. Eigentlich sieht dies auch schon das Cayman-Recht vor: Mit dem Securities Investment Business Law verlangt es nämlich, dass Manager, die für einen Cayman-Fonds tätig sind, an ihrem Domizil beaufsichtigt werden. Bei strenger Auslegung würde ein offiziell als Manager eines Cayman-Fonds auftretender Schweizer Vermögensverwalter dem geltenden Cayman-Recht widersprechen, wenn er nicht der FINMA unterstellt, sondern lediglich einer Selbstregulierungsorganisation angeschlossen ist.

**Oberholzer:** Bei Anwendung der «Deminimis»-Regel allerdings bräuchte auch dieser Vermögensverwalter keine Bewilligung einzuholen. Allerdings bliebe ihm in diesem Fall ein Zutritt zum EU-Markt verwehrt.

**Wir hatten vorhin das Private Placement angesprochen: Was gibt es hier Neues zu berichten? Wird es womöglich irgendwann einmal abgeschafft werden?**

# facts

Porträts der Gesprächspartner

## KELLERHALS ANWÄLTE

Mit seinem Team betreut Dominik Oberholzer, Partner der Kanzlei Kellerhals Anwälte – einer Schweizer Wirtschaftskanzlei mit Niederlassungen in Zürich, Bern und Basel – den Bereich Banking & Finance, und zwar mit einem Schwerpunkt auf kollektiven Kapitalanlagen und allen verwandten Gebieten einschliesslich der Prozessführung im Bereich Banking & Finance. Dominik Oberholzer wird von allen grossen internationalen Rankings für den Bereich Investment Funds empfohlen, so denn auch von Chambers and Partners. Er publiziert und referiert regelmässig in diesen Fachbereichen.



KELLERHALS.  
ANWÄLTE | ATTORNEYS AT LAW

## PRICEWATERHOUSECOOPERS

PwC Schweiz offeriert branchenspezifische Dienstleistungen in den Bereichen Wirtschaftsprüfung, Steuer- & Rechtsberatung sowie Wirtschaftsberatung. Das Unternehmen stärkt das Vertrauen der Öffentlichkeit in Kunden und schafft Wert für diese und deren Interessengruppen. Mit dem vernetzten Knowhow und der Erfahrung des Netzwerks von Mitgliedsfirmen in 158 Ländern eröffnet das Unternehmen neue Perspektiven. PwC begleitet Partner u.a. bei der Gründung (Bewilligungsprozess) von Fondsleitungen, Depotbanken, Vermögensverwaltungen und kollektiven Kapitalanlagen und unterstützt sie beim Aufbau der Organisation.



pwc

## SHELLENBERG WITTMER

Schellenberg Wittmer ist eine der führenden Wirtschaftsrechtskanzleien der Schweiz. Über 130 spezialisierte Juristinnen und Juristen in den beiden Schweizer Finanzzentren Zürich und Genf beraten in- und ausländische Klienten umfassend im gesamten Wirtschaftsrecht. Die Spezialisten im Banking und Finance-Team verfügen über eine breite Erfahrung in allen rechtlichen und regulatorischen Belangen des Finanzbereichs und unterstützen unter anderem bei Verfahren vor der FINMA, bei Finanzierungs- und Finanzmarkttransaktionen und bei der Strukturierung von Finanzprodukten.



SHELLENBERG  
WITTMER

## WALDER WYSS RECHTSANWÄLTE

Walder Wyss gehört zu den führenden Schweizer Kanzleien für Wirtschaftsrecht. Die Kanzlei verfügt über ein in regulatorischen Fragen erfahrenes Team von Anwälten. Die Aufsicht und Regulierung von Banken, Kollektivanlagen, Vermögensverwaltern, Börsen und Clearing-Häusern ist zunehmend komplexer geworden. Walder Wyss arbeitet eng mit seinen Kunden zusammen, um die regulatorischen Herausforderungen anzugehen und sich daraus ergebende Änderungen umzusetzen. Mit dem auf den Finanzsektor fokussierenden Ansatz und der breiten Erfahrung deckt Walder Wyss alle Aspekte der Finanzmarktregulierung ab.



walderwyss rechtsanwälte

**Dobrauz:** Das Private Placement in der EU wird nicht abgeschafft. Zunächst werden lediglich die unterschiedlichen nationalen Bestimmungen beseitigt. Nachdem die AIFMD die AIFMs nun einheitlich regelt, dürften in einem nächsten Schritt auch die AIF EU-weit vereinheitlicht werden, und zwar sowohl auf Produktebene als auch bezüglich der Platzierung. In der Schweiz wird das Private Placement ebenfalls nicht grundsätzlich abgeschafft, obwohl der bisher für die Abgrenzung zum öffentlichen Vertrieb massgebliche Begriff der «öffentlichen Werbung» zugunsten des umfassenderen Vertriebsbegriffs verschwindet. Alles, was nicht als Vertrieb qualifiziert, ist weiterhin einer Privatplatzierung zugänglich, ohne dass das KAG greift. Dies betrifft vor allem die wichtige Vermarktung von AIF an beaufsichtigte Finanzintermediäre und Versicherungen. Aber auch der Vertrieb an qualifizierte Anleger im neuen, etwas engeren Sinn des revidierten KAG bleibt weiterhin möglich. Hier müssen die Anbieter allerdings zusätzliche, qualitative Auflagen erfüllen.

**Auch der Beratungsaufwand steigt massiv an: Welche Sorgfalts-, Informations- und Treuepflichten kommen zusätzlich auf die Vertriebsfront zu? Auf was stützen sich diese? Geht das schon aus dem Entwurf von MiFID II hervor?**

**Schläpfer:** Das revidierte KAG erweitert die Informationspflichten für alle Bewilligungsträger. Insbesondere ist vollständig, wahrheitsgetreu und verständlich über allfällige Retrozessionen zu informieren. Schliesslich müssen die Bewilligungsträger und alle zum Vertrieb beigezogenen Dritten ab 1. Januar 2014 bei Vertriebs-handlungen die Kundenbedürfnisse und Anlageempfehlungen protokollieren und das Protokoll dem Kunden aushändigen. Form und Inhalt des Protokolls werden sich nach den Verhaltensregeln einer FINMA-anerkannten Selbstregulierung zu richten haben. Das KAG greift damit in der Tat Themen von MiFID II auf. Schon in der parlamentarischen Debatte wurde dafür votiert, die Protokollierungspflicht

im Rahmen von FIDLEG für alle Marktteilnehmer und Produkte zu regeln. Leider ohne Erfolg – für den Fondsvertrieb ist die Protokollierungspflicht im KAG ein kompetitiver Nachteil.

**Geben Sie uns bitte einen kurzen Abriss, was das neue KAG in Sachen Verwahrung Neues vorsieht. Wie ändern sich unter anderem die Bewilligungsvoraussetzungen und -pflichten? Wobei werden wir beispielsweise restriktiver sein, als es die AIFMD vorgibt?**

**Müller:** Der grosse Unterschied zwischen der Depotstellenregelung unter dem KAG und jener nach der AIFMD bilden die detaillierten Haftungsregeln unter der AIFMD. Nach der AIFMD haftet die Depotstelle dem AIFM, dem AIF und den Investoren gegenüber für alle Verluste aus der Verwahrung des Fondsvermögens. Es handelt sich hier um eine eigentliche Kausalhaftung – mit Exkulpationsmöglichkeit der Depotstelle. Für alle anderen Verluste muss die Depotbank fahrlässig oder schuldhaft gehandelt haben – vertragliche Haftungsausschlüsse sind unter bestimmten Bedingungen zulässig. Die Haf-

tung der Depotstelle bleibt bei einer Delegation unberührt.

**Oberholzer:** Die Haftung für Unterverwahrstellen wurde ja mit Spannung erwartet. Durchgesetzt haben sich die allgemeinen Haftungsgrundsätze bei Delegation. Diese Bestimmung sieht vor, dass derjenige Bewilligungsträger, der eine Aufgabe einem Dritten überträgt, für den von diesem Dritten verursachten Schaden haftet, sofern er nicht nachweisen kann, dass er bei der Auswahl, Instruktion und Überwachung die gebotene Sorgfalt angewendet hat. Ich erachte diese Regelung als sinnvoll. Ohne Unterverwahrung kann man heute keine Wertpapiere mehr halten, also soll auch nicht jede Haftung auf die Depotbank überwältzt werden. Man macht ja auch nicht den Vermögensverwalter für jeden Marktverlust verantwortlich.

**Schläpfer:** Dass die KAG-Teilrevision wie erwähnt die in der AIFMD vorgesehene strenge Quasi-Kausalhaftung der Depotbank nicht übernommen hat, könnte sich als Eigentor herausstellen: Der Schweizer Kompromiss ist nicht gleichwertig mit der AIFMD. Das Parlament hat dies bewusst in Kauf genommen.

**In welche Richtung entwickeln sich Funktion und Verantwortung und damit auch Rollenbild und Geschäftsmodell von Depotbanken im Fondsgeschäft in Zukunft?**

**Dobrauz:** Die verdichteten Pflichten und Haftungen der Depotbanken sind Ausdruck eines politischen Grundsatzentscheids. In Europa hat man sich dazu entschlossen, die Depotbank als Stabilitätsgarant und Erbringer von Haftungssubstrat als zentralen Bestandteil von AIF-Strukturen zu etablieren – anders als im klassischen Offshore Fonds-Setup, wo beispielsweise bei Hedge Funds der Custodian oft lediglich eine kontoführende Rolle spielt. Die resultierenden Risiken haben natürlich Kostenfolgen auf Produktebene, was die internationale Wettbewerbsfähigkeit belastet. Zudem wird sich jede Bank sehr genau überlegen müssen, in welchen Anlageklassen und Instrumenten sie sich kompetent fühlt, wie gross



ihr Risikoappetit ist und ob diese Tätigkeit schliesslich die optimale Allokation ihres Eigenkapitals darstellt. Wir erwarten, dass sich die Depotbanken zunehmend vom Dienstleister zum Gegenpart mit Risikomanagement- und Transparenzfokus entwickeln werden.

**Was sagen Sie zur verbreiteten Grundhaltung in Regulatorenkreisen, dass man zum Zwecke insbesondere des Systemschutzes vermehrt diejenigen haftbar machen müsse, welche auch über ein entsprechendes Haftungssubstrat verfügen – eben etwa die Depotbanken?**

**Dobrauz:** Oberflächlich betrachtet, macht das Sinn. Als Jurist tue ich mich allerdings etwas schwer mit einer Konzentration auf potenzielle Geldquellen statt auf primäre Verantwortlichkeiten. Wenn Regulatoren anfangen, wie Scheidungsanwälte in Hol-

lywood zu denken, dann ist das keine gute Entwicklung. Zudem bin nach wie vor der Meinung, dass systemische Risiken eher von Banken denn von Fonds und deren Managern ausgehen. Damit besteht die Gefahr, dass man das Problem teilweise zur Lösung machen will.

**Müller:** Mit den hohen Anforderungen an die Depotbanken wird unter der AIFMD die fehlende Produktaufsicht über die Hintertüre teilweise dennoch eingefügt. Aus der Sicht der Regulatoren mag das effizient und aus jener der Investoren lukrativ erscheinen. Bei einem Anlageverlust ist oft einzig bei der Depotbank Haftungssubstrat vorhanden. Dieser «Deep pocket»-Ansatz ist aber der falsche Weg. Eine Bank kann das Risiko entsprechender Anlegerschäden nicht versichern lassen. Die Kosten einer erfolgreichen Klage gegen die Depotbank tragen daher auch jene – konservativen – Bankkunden mit,

die nicht in die verlustreichen Produkte investiert haben. Der Anlegerschaden wird dadurch in einem gewissen Sinne sozialisiert.

**Sind zusätzliche Regulierungen und Governance-Verschärfungen die letzte Hoffnung, um verlorenes Anlegervertrauen zurückzugewinnen zu können?**

**Müller:** Generell ist zweifelhaft, wie weit sich verlorenes Anlegervertrauen alleine durch Regulierung zurückgewinnen lässt. Nicht die Regulatoren, sondern die Marktteilnehmer haben das verlorene Vertrauen der Anleger zurückzuerobern. Der Bekanntheitsgrad schweizerischer Anlagefonds mag im Ausland zwar gering sein; selbst während der Finanzkrise haben hiesige Marktteilnehmer aber für keine Negativschlagzeilen gesorgt. Das ist eine gute Nachricht. Bezüglich Regulierungsstandard geniesst die Schweiz – den Geld-

wäscherei- und Steuerdiskussionen zum Trotz – bei ausländischen Anlegern generell einen sehr guten Ruf. Es braucht keine strengeren Bestimmungen, um Kunden anzuziehen. Im Gegenteil. Die Überregulierung schreckt neue Investoren eher ab. **Dobrauz:** Die jüngste Finanzkrise hat sich vereinfacht analysiert, von einer amerikanischen Immobilienkrise zu einer internationalen Bankenkrise und schliesslich zu einer Krise der Staatshaushalte entwickelt – mit entsprechendem Vertrauensverlust, der an den Märkten zum Ausdruck kam. Fonds und ihre Manager hatten damit ursprünglich wenig zu tun. Es entstand das Gefühl, dass sie als Sündenböcke im Rahmen eines politischen Ablenkungsmanövers erhalten mussten. Regulatorische Massnahmen adressieren immer die Probleme der letzten Krise und dienen leider ebenfalls oft der Ablenkung oder Beruhigung. Trotzdem wurden meines Erachtens nun einige Schlüsselprobleme aufgegriffen. Allen voran die Tatsache, dass man jetzt die echten Verantwortlichen innerhalb von AIF-Konstrukten hinter ihren häufig vorgeschobenen Beraterstrukturen hervorholt. Wer nicht mehr im Konjunktiv formulieren kann, muss Verantwortung übernehmen. Dies ist das sicherste Mittel, um Stabilität, Transparenz und risikoadäquates Handeln zu fördern. Sind diese Grössen einmal etabliert, kommt auch das Vertrauen zurück.

#### Welche Rolle spielt dabei die Selbstregulierung heute? Welche Bedeutung wird sie bei zunehmendem Einfluss Brüssels in Zukunft noch haben?

**Dobrauz:** Wenig, fürchte ich. Dies ist bedauerlich, denn es handelt sich hier um ein bewährtes Schweizer Qualitätsinstrument: die Subsidiarität. Mit ihrem subsidiären Ansatz verkörpert die Selbstregulierung geradezu den Geist der Eidgenossenschaft. Doch leider steht sie damit auch dem typisch zentralistischen und bürokratischen Ansatz der EU diametral entgegen.

**Oberholzer:** Selbstregulierung ist tatsächlich kaum das, was der EU vorschwebt – das sieht man auch in anderen

Bereichen wie dem GwG: die FATF hat stets Mühe, dieses System der Selbstregulierung zu verstehen und anzuerkennen. Dennoch erachte ich es als einzige sinnvolle Möglichkeit, um zu verhindern, dass alle Anbieter über den gleichen Leisten geschlagen werden.

#### In welchen Punkten dürfte das geplante FIDLEG unsere Fondsindustrie vorab an der Vertriebsfront tangieren? Gibt es da erste Vermutungen?

**Oberholzer:** Es ist davon auszugehen, dass das FIDLEG den Vertrieb von Finanzprodukten harmonisiert, ungeachtet der Frage, um welches Finanzprodukt es sich handelt. Zurzeit ist der Fonds das am stärksten regulierte Anlageinstrument. Dies ist eigentlich absurd, wenn man sich vor Augen hält, dass es per definitionem diversifiziert ist und somit per definitionem weniger risikofähig ist als ein Finanzprodukt, das nur gerade einen einzigen Basiswert hat und ausserdem uneingeschränktes Emittentenrisiko trägt.

**Schläpfer:** FIDLEG wird neue Verhaltensregeln für den Vertrieb bringen. Sodann soll die bisherige Vertriebsträgerbewilligung durch Anforderungen an die Kenntnisse des Vertreibers und eine Registrierung abgelöst werden. Immerhin steht wie bei MiFID II der Schutz von Retailkunden im Vordergrund, professionelle Kunden erhalten aber ein Recht zum «Opting-In».

**Müller:** Die Asset Management-Branche ist durch die KAG-Revision viel weniger betroffen, als dies durch das geplante FIDLEG und MiFID II der Fall sein wird. Wenige bedeutende Asset Manager ausländischer Fondsstrukturen werden unter dem revidierten KAG neu eine Bewilligung beantragen müssen, eine Vielzahl wird durch die breiten Maschen der «De-minimis»-Regelung schlüpfen. Es ist bedauerlich, dass – anders als unter der AIFMD – Family Offices nicht klar vom Anwendungsbereich des KAG ausgenommen worden sind.

#### Dr. Günther Dobrauz

Head Asset Management Regulatory & Compliance Services, PricewaterhouseCoopers, Zürich.



#### Dr. Thomas S. Müller

Rechtsanwalt, LL.M., Walder Wyss Rechtsanwälte, Zürich.



#### Dr. Dominik Oberholzer

Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Kellerhals Anwälte, Zürich.



#### Anita Schläpfer

Rechtsanwältin, LL.M, Partnerin bei Schellenberg Wittmer Rechtsanwälte, Zürich.

