

SEMPACHERSTRASSE 15
CH-8032 ZÜRICH

TEL. +41-(0)1-387 19 00
FAX +41-(0)1-381 45 23
www.lgpartner.ch
mailbox@lgpartner.ch

URS LUSTENBERGER, Dr.iur.
HANNES GLAUS, Dr.iur., LL.M.*
NIKOLA BELLOFATTO, Lic.iur., M.B.L.-HSG
PETER JÜSTEL, Lic.iur., CFE
MICHAEL KIKINIS, Dr.iur., Dipl.Chem.-Ing. ETH

*auch zugelassen/also admitted in New York

**Seminar des Schweizer Verbandes Unabhängiger Effekthändler
„Hedge Funds – here today – here to stay“ vom 23. Oktober 2003
im Kongresshaus Zürich**

**Das regulatorische Umfeld – Richtlinien und Empfehlungen
für Vermögensverwalter**

Referat von Hannes Glaus, Dr.iur.

Das regulatorische Umfeld

In der Schweizerischen Vermögensverwaltung spielen die Hedge Funds schon seit Jahrzehnten eine bedeutende Rolle. Namentlich die Genfer Privatbanken haben schon früh im grossen Umfang Hedge Funds bei der Vermögensverwaltung eingesetzt, insbesondere bei den sogenannten High Networth Individuals.

Für lange Zeit waren in der Schweiz keine Hedge Funds zum öffentlichen Vertrieb zugelassen. Dies bedeutet in rechtlicher Hinsicht vor allem, dass diese Hedge Funds nicht durch sogenannte öffentliche Werbung an das Publikum gebracht werden durften.

Im Jahr 1997 bewilligte die Eidgenössische Bankenkommission zum ersten Mal einen ausländischen Fund auf Hedge Funds für den öffentlichen Vertrieb in der Schweiz. Dieser ersten Bewilligung gingen über ein Jahr dauernde Verhandlungen voraus, in deren Rahmen wir mit der Bankenkommission die Voraussetzungen für die Zulassungen solcher Funds in der Schweiz entwickelten.

Die Bankenkommission ist sich bewusst, dass die Hedge Funds ein wichtiger Bestandteil des Fondsplatzes Schweiz sind und will deshalb insbesondere auch die Zulassung von schweizerischen Hedge Funds und Fund of Hedge Funds fördern.

Der Grund ist, dass normale Anlagefonds auch von den Schweizer Anbietern mit Vorliebe im Raum der Europäischen Union, namentlich Luxembourg, domiziliert werden. Die normalen Anlagefonds erhalten auf diese Weise gewis-

sermassen einen europäischen Pass und können mit einer vereinfachten Zulassung in den übrigen EU-Mitgliedländern rechnen. Dieser europäische Pass ist für Hedge Funds und Fund of Hedge Funds nicht erhältlich, weshalb es zumindest keinen Nachteil darstellt, wenn diese Fonds in der Schweiz domiziliert werden.

Die Bankenkommission hat deshalb ihre Zulassungspraxis für Hedge Funds laufend erweitert und verfeinert. Auf die Einzelheiten will ich hier nicht eingehen. Wichtigstes Element ist, dass Hedge Funds und Fund of Hedge Funds in die Kategorie „übrige Fonds mit besonderem Risiko“ gehören. Sie müssen in sämtlichen Publikationen den Hinweis auf das besondere Risiko aufführen und können vom Anleger nur mit einem schriftlichen Vertrag gezeichnet werden.

Parallel zur Entwicklung der Zulassungspraxis durch die Eidgenössischen Bankenkommission wurden Hedge Funds oder mindestens Fund of Hedge Funds immer mehr als eine sogenannt bankübliche Anlageform erkannt. Diese Entwicklung fand Eingang in den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung für Vermögensverwaltungsaufträge. Und auch bei den institutionellen Anlegern etablierte sich zunehmend eine feste Allokation an Hedge Funds .

Während die Schweiz bei der Regulierung von Hedge Funds ein gewisser Vorsprung auf die meisten europäischen Nachbarländer hatte, sind diese nun dabei aufzuholen. Die einschlägige Richtlinie der EU wurde liberalisiert. Wie wir aus der Presse wissen, hat Deutschland unlängst die Zulassung von Hedge Funds liberalisiert. Auch Luxembourg hat die Anlagefondsgesetzgebung modernisiert.

Unter dem Vorsitz von Prof. P. Forstmoser und mit Beteiligung der Eidgenössischen Bankenkommission ist man zur Zeit deshalb daran, ein neues Anlagefondsgesetz zu entwerfen. Das neue Gesetz wird die Zulassung und Ausgestaltung von Hedge Funds weiter liberalisieren. Gemäss meinen Informationen wird der Hinweis auf das besondere Risiko künftig entfallen. Das neue Gesetz wird voraussichtlich auch den Begriff des High Networth Individuals oder qualifizierten Investors einführen und diesem einen erleichterten Zugang zu Hedge Funds und natürlich auch anderen Anlageformen gewähren.

Richtlinien und Empfehlungen für Vermögensverwalter

Soviel zum regulatorischen Umfeld und dessen Entwicklung. Ich möchte nun noch ein paar Worte zu den rechtlichen Aspekten des Einsatzes von Hedge Funds im Rahmen der Vermögensverwaltung sagen.

Die wichtigsten rechtlichen Grundlagen in diesem Zusammenhang sind das unlängst veröffentlichte Rundschreiben der Eidgenössischen Bankenkommission zur öffentlichen Werbung im Sinne der Anlagefondsgesetzgebung sowie die erwähnten Richtlinien der Bankiervereinigung für Vermögensverwaltungsaufträge.

Zur Beurteilung der Rechtsaspekte beim Einsatz von Hedge Funds und Fund of Hedge Funds in der Vermögensverwaltung geht man am besten dreistufig vor.

- Die erste Stufe ist die Frage der grundsätzlichen Verwendbarkeit des fraglichen Hedge Fund.
- Die zweite Stufe ist die Abklärung, ob der Vermögensverwalter über eine ausreichende Vollmacht für den Einsatz des Hedge Fund verfügt.
- Und schliesslich muss der Vermögensverwalter abklären, ob der Einsatz des Hedge Fund seiner Sorgfaltspflicht gegenüber dem Kunden genügt.

1. Grundsätzliche Verwendbarkeit des Hedge Funds

Mit der grundsätzlichen Verwendbarkeit des Hedge Funds meine ich die Frage der Zulassung des Hedge Funds oder Fund of Hedge Funds zum öffentlichen Vertrieb in der Schweiz. Wenn der Fonds eine schweizerische Vertriebsbewilligung hat, ist er in der Vermögensverwaltung zum vornherein grundsätzlich verwendbar.

Eine grosse Zahl von Hedge Funds und Fund of Hedge Funds haben jedoch ein ausländisches Domizil und sind in der Schweiz nicht zum öffentlichen Vertrieb zugelassen. Der Einsatz nicht zugelassener Fonds in der Vermögensverwaltung ist gemäss dem erwähnten Rundschreiben der Bankenkommission grundsätzlich ein gemäss Anlagefondsgesetz unzulässiger Vertrieb oder eine unzulässige öffentliche Werbung. Dieses grundsätzliche Verbot wird jedoch durch wichtige Ausnahmen stark relativiert. Wichtig sind vor allem die folgenden Ausnahmen für Hedge Funds ohne Zulassung.

- Vermögensverwaltungsvertrag gemäss den Richtlinien der SBVg
- Eigeninitiative des Kunden
- Institutioneller Kunde

1. **Vermögensverwaltungsvertrag**. Die weitaus wichtigste Ausnahme ist der Vermögensverwaltungsvertrag gemäss den Richtlinien der Schweizer Bankiervereinigung. Der Vermögensverwalter darf nicht zugelassene Fonds für all jene Kunden verwenden, deren Vermögen er gestützt auf einen Verwaltungsvertrag gemäss den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung verwaltet.

Die Richtlinien sind auf der Website der Bankiervereinigung abrufbar. Sie betreffen die klassische diskretionäre Vermögensverwaltung gestützt auf eine Verwaltungsvollmacht und enthalten vor allem Bestimmungen zur Auslegung einer solchen Verwaltungsvollmacht. Sie geben Antwort auf die Frage, welche Handlungen durch die Vollmacht gedeckt sind. Ich komme deshalb im Rahmen der Diskussion der zweiten Stufe noch einmal darauf zu sprechen.

Nicht geklärt ist die Frage, ob der Vertreiber der Hedge Funds generell an Vermögensverwalter gelangen kann, oder nur wenn eine Ausnahme vom generellen Vertriebsverbot gemäss dem Rundschreiben der Eidg. Bankenkommision vorliegt. Die Praxis setzt sich über diese Unsicherheit weitgehend hinweg.

2. **Eigeninitiative**. Selbst wenn sich der Vermögensverwalter auf keinen Verwaltungsvertrag gemäss den erwähnten Richtlinien stützen kann, darf er – zum Beispiel in einem blossen Beratungsverhältnis - nicht zugelassene Fonds auch dann einsetzen, wenn der Kunde aus eigener Initiative nach diesen Fonds fragt.
3. **Institutionelle Kunden**. Und schliesslich darf der Vermögensverwalter nicht zugelassene ausländische Fonds gegenüber institutionellen Kunden ohne Einschränkung einsetzen.

Gemäss dem Rundschreiben der EBK gelten als institutionelle Anleger solche mit einer professionellen Tresorerie (mindestens ein Fulltime-Angestellter in der Tresorerie). High-Networth Individuals und auch unabhängige Vermögensverwalter gelten ausdrücklich nicht als institutionell.

2. Vollmacht seitens des Kunden

Die zweite Stufe ist die Abklärung, ob der Vermögensverwalter über eine ausreichende Vollmacht des Kunden verfügt. Diese Abklärung muss der Vermögensverwalter sowohl für zugelassene wie für nicht zugelassene Fonds vornehmen. Sie richtet sich in erster Linie nach den erwähnten Richtlinien der Bankiervereinigung für Vermögensverwaltungsaufträge.

Ziff. 8 der Richtlinien besagt, dass der Vermögensverwaltungsauftrag auf bankübliche Anlageinstrumente beschränkt ist. Und Ziff. 12 besagt, dass „zur Diversifikation des Gesamtportfolios nicht traditionelle Anlagen, also Hedge Funds, eingesetzt werden können, wenn sie nach dem Fund of Funds Prinzip strukturiert sind oder sonst für eine gleichwertige Diversifikation Gewähr bieten und die Handelbarkeit im Sinne von Ziff. 10 gewährleistet ist“.

Folgende drei Elemente sind also vorausgesetzt:

- Einsatz nur zur Diversifikation des Gesamtportfolios
- Fund of Hedge Funds oder Multimanager-Fonds
- Liquidität des Funds, d.h. in der Praxis mindestens drei-monatige Kündigungsmöglichkeit.

Das bedeutet, dass der Vermögensverwalter gestützt auf die übliche, allgemein formulierte Verwaltungsvollmacht z.B. nicht ermächtigt ist, einen Single Hedge Fund in den von ihm verwalteten Portfolios einzusetzen. Desgleichen können er nicht ohne weiteres Hedge Funds oder besser Fund of Hedge

Funds in einem Ausmass einsetzen, das die übliche Asset Allocation übersteigt.

Das heisst nun nicht, dass der Vermögensverwalter Hedge Funds ausserhalb dieser engen Grenzen der Richtlinie der Bankiervereinigung nicht einsetzen kann. Er braucht aber eine ausdrückliche Ermächtigung des Kunden, entweder zusätzlich zum bestehenden Vermögensverwaltungsvertrag oder als Teil desselben. Der Vermögensverwalter kann also entweder für den Einzelfall eine ausdrückliche Bewilligung des Kunden einholen, oder den Verwaltungsvertrag zum vornherein auf all jene Fälle ausdehnen, die durch die Richtlinien der Bankiervereinigung nicht gedeckt sind.

Die Richtlinien der Bankiervereinigung erfahren übrigens auf den 1. November dieses Jahres einige Änderungen. Gemäss dem neuen Wortlaut reicht auch die mündliche Einwilligung des Kunden, wenn Sie dies sofort in einer schriftlichen Notiz festhalten. Als Jurist empfehle ich trotzdem, wenn möglich die schriftliche Einwilligung des Kunden einzuholen.

3.Sorgfaltspflicht des Vermögensverwalters

Zusammen mit dieser besonderen Ermächtigung empfiehlt sich überdies, den Kunden begleitend über die entsprechenden Risiken aufzuklären. Damit sind wir bei der letzten, der dritten Stufe angelangt: der Sorgfaltspflicht

Die Risikoaufklärung ist vor allem dann wichtig, wenn der Vermögensverwalter Hedge Funds ausserhalb der Rahmenbedingungen der Richtlinien der Bankiervereinigung einsetzt. Und sie sollte sich dementsprechend auf jene der aufgeführten drei Voraussetzungen beziehen, die im konkreten Fall nicht erfüllt sind. Sie sollte also beispielsweise den Hinweis enthalten, dass der Fonds nur beschränkt liquid ist, weil er nur eine jährliche Kündigung gestattet oder dass es sich um einen single Hedge Fund und damit um ein wenig diversifiziertes Investment handelt.

Schliesslich empfiehlt sich, die Risikoaufklärung schriftlich vorzunehmen, allenfalls schon im Vermögensverwaltungsvertrag, wodurch man sich den Beweis der Kenntnisnahme durch den Kunden sichern.

Der Einsatz von Hedge Funds oder Fund of Hedge Funds muss schliesslich der allgemeinen Sorgfaltspflicht des Vermögensverwalters, d.h. namentlich folgenden Gesichtspunkten, entsprechen.

- der Einsatz von Hedge Funds muss der Anlagestrategie Ihres Institutes entsprechen,
- sowie der mit dem Kunden vereinbarten Asset Allocation,
- dessen Gesamt-Vermögenssituation und
- dessen individuellem Risikoprofil.

Diese allgemeinen Grundsätze der Sorgfaltspflicht bei der Vermögensverwaltung sind Ihnen bekannt, weshalb ich nicht näher darauf eingehen möchte.

Erwähnen möchte ich lediglich noch, dass der Vermögensverwalter selbstverständlich auch die von ihm eingesetzten Instrumente verstehen und prüfen muss. In diesem Zusammenhang möchte ich abschliessend noch darauf hinweisen, dass diejenigen Fonds, die über eine Zulassungsbewilligung der Eidgenössischen Bankenkommission verfügen, eine strenge Kontrolle durchlaufen haben, vor allem in Bezug auf die Rechte der Anleger, und deshalb eine erhöhte Gewähr als seriöses Anlageinstrument bieten.

Hannes Glaus / 23. Oktober 2003/ 26. August 2004