

# Compliance-Anforderungen für Schweizer Asset Manager alternativer Investmentfonds

## Parallele Anwendung europäischer und nationaler Regulierungen

Thomas Jutzi | Ksenia Wess\*

*The European Directive 2011/61/EU (AIFMD) was a reaction of the European legislator to the financial crisis of 2007/2008. The Directive aims to provide for a harmonized and stringent regulatory and supervisory framework for the activities within the EU of all Alternative Investment Fund Managers (AIFM). Due to its fund manager focused approach, AIFMD imposes authorization requirements and ongoing obligations regarding inter alia organizational arrangements, business conduct, sound and effective risk management, remuneration practices, conflicts of interests and transparency on all AIFM. Once authorized, the AIFM benefits from two forms of the European passport permitting an AIFM to market units or shares of any AIF that he manages to professional investors in the home Member State of the AIFM as well as in other EU Member States (passport of marketing) and managing an AIF located in a Member State other than the home*

*Member State of the AIFM (passport of managing). At the moment, an European passport is only available to AIFMs, which have their registered office in a Member State (EU-AIFMs) and manage EU-AIFs, whereas AIFMs, that have their registered office in a third country (non-EU-AIFMs) and EU-AIFMs managing non-EU-AIF are subject to national private placement regimes. De lege ferenda the passporting regime shall be extended on AIFMs from some third countries including Switzerland so that national private placements regarding these countries would be abolished. Pursuant to the third-country passporting regime, the full compliance of Swiss AIFM with the AIFMD would be required. In consideration of the fact that Swiss AIFMs are also subject to authorization and supervision by the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA), some tensions may arise from the application of both, Swiss and European, regulations.*

### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
  - 1. Grundlagen: AIFM-Regulierung in der EU
  - 2. EU-Pass für Schweizer Asset Manager
- II. Einzelne Compliance-Anforderungen
  - 1. Anforderungen an die operative Tätigkeit
  - 2. Organisatorische Anforderungen
  - 3. Risikomanagement
  - 4. Transparenzanforderungen
- III. Fazit

### I. Einleitung

Vor knapp sieben Jahren hat der europäische Gesetzgeber mit dem Gesetzgebungsprojekt der AIFM-RL<sup>1</sup> auf die Finanzmarktkrise von 2007/2008 reagiert und europäische Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM: Alternative Investment Funds Manager) einer umfassenden und einheitlichen Regulierung und Aufsicht unterstellt. *De lege ferenda* soll dieser einheitliche Rechtsrahmen für sämtliche AIFM Geltung entfalten, d.h. er wird sich auch auf AIFM erstrecken, die ihren Sitz in einem Drittland (wie die Schweiz) haben. Die künftige Erweiterung des Pass-Regimes<sup>2</sup> auf Vermögensverwalter aus Drittstaaten birgt für schweizerische, grenzüberschreitend tätige Asset Manager<sup>3</sup> zahlreiche Herausforderungen: Sie werden

\* Prof. Dr. Thomas Jutzi und MLaw Ksenia Wess, beide Universität Bern. Die vorliegende Veröffentlichung basiert auf einem Referat, das der erstgenannte Autor am 15. Dezember 2017 an der Tagung «Entwicklungen im Recht der kollektiven Kapitalanlagen XII» (Universität St. Gallen) gehalten hat. Die Autoren danken Dr. iur. Janine Müller, Rechtsanwältin, ehemalige wissenschaftliche Assistentin am Institut für Wirtschaftsrecht der Universität Bern, und MLaw Martina Herzog, Rechtsanwältin, wissenschaftliche Assistentin am Institut für Wirtschaftsrecht der Universität Bern, für ihre kritische Durchsicht und ihre wertvollen Hinweise.

<sup>1</sup> Richtlinie 2011/61/EU, ABl. L 174/1 vom 1.7.2011 (zit.: AIFM-RL). Die AIFM-RL musste von den EU-Mitgliedstaaten bis am 22.7.2013 ins nationale Recht umgesetzt werden.

<sup>2</sup> Zum Pass-Regime vgl. Abschnitt I.2.

<sup>3</sup> Die Begriffe «Asset Manager» und «Asset Management» werden nicht einheitlich gehandhabt. Umgangssprachlich wird der Begriff «Asset Management» für jede Art der Vermögensverwaltung verwendet, ohne dass dabei zwischen den aufsichtsrechtlich relevanten Kategorien der individuellen und der kollektiven Vermögensverwaltung unter-

sowohl die Anforderungen des schweizerischen Kollektivanlagenrechts als auch jene der AIFM-RL beachten müssen. Es ergibt sich mithin ein gewisses Spannungsverhältnis, zumal Schweizer AIFM doppelten und möglicherweise kollidierenden Aufsichtsregelungen unterliegen werden. Die Einzelheiten werden in diesem Beitrag näher beleuchtet.

## 1. Grundlagen: AIFM-Regulierung in der EU

Die AIFM-RL schafft einen harmonisierten und strengen Regulierungs- und Aufsichtsrahmen und zugleich einen Binnenmarkt für die Tätigkeit sämtlicher Investmentfondsmanager. Dieser Binnenmarkt bezieht auch Investmentfondsmanager aus Drittstaaten mit ein, die nicht bereits durch das UCITS (Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities)-Regime<sup>4</sup> erfasst sind.<sup>5</sup> Primäre Ziele der Richtlinie sind die Aufdeckung, die Kontrolle und die Reduktion von systemischen Risiken, die von der Verwaltung alternativer Investments ausgehen können,<sup>6</sup> sowie der Schutz institutioneller Anleger.

Die AIFM-RL knüpft im Gegensatz zur UCITS-Regulierung nicht am Produkt der Anlage – dem Alter-

native Investment Funds (AIF) –, sondern am Verwalter alternativer Investments (AIFM) an.<sup>7</sup> Als AIFM gilt «jede juristische Person, deren reguläre Geschäftstätigkeit darin besteht, einen oder mehrere AIF<sup>8</sup> zu verwalten».<sup>9</sup> Die Hauptaufgabe des AIFM ist demnach die Anlageverwaltung, d.h., er muss zumindest die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement übernehmen.<sup>10</sup> Zusätzlich zur Haupttätigkeit der Anlageverwaltung ist es dem AIFM gestattet, weitere Dienstleistungen im Rahmen der kollektiven Verwaltung eines AIF zu erbringen, z.B. administrative Tätigkeiten, den Vertrieb von AIF sowie Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögenswerten des AIF.<sup>11</sup>

Die Tatsache, dass die AIFM-RL nicht am Produkt bzw. an den Fonds (die für alternative Kollektivanlagen aufgesetzt werden), sondern an deren Verwalter ansetzt, führt dazu, dass im Zentrum der Regulierung Vorgaben für die Zulassung, Organisation und Betriebstätigkeit der AIFM stehen. Im Einzelnen be-

schieden wird (vgl. *Thomas Jutzi/Christoph Feuz*, MiFID II, AIFMD und UCITS: Auswirkungen des EU-Vermögensverwaltungsrechts auf das grenzüberschreitende Geschäft Schweizer Finanzintermediäre. Unter besonderer Berücksichtigung des Schweizer Vermögensverwalters kollektiver Kapitalanlagen, Jusletter vom 25.4.2016, Rz. 5 (Fn. 34) m.w.H.). Zum Teil wird als «Asset Management» die Vermögensverwaltung für institutionelle Kunden, wie Pensionskassen und Versicherungen, das Fonds- und Mandatsgeschäft für Privatkunden sowie alternative Anlagen bezeichnet (vgl. *Matthäus Den Otter*, Neue Chancen für das institutionelle Asset Management Schweiz, GesKR 2012, 1–4, 1). Nachfolgend werden als schweizerische «Asset Manager» bewilligte Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen i.S.v. Art. 18 ff. KAG verstanden.

<sup>4</sup> Richtlinie 2009/65/EG, ABl. L 302/32 vom 17.11.2009 (zit.: UCITS IV-RL).

<sup>5</sup> Vgl. Erw. 4 AIFM-RL.

<sup>6</sup> Vgl. Erw. 2–4, 17 AIFM-RL; Bericht der High-Level Group on Financial Supervision in the EU unter dem Vorsitz von *Jacques de Larosière* vom 25.2.2009 (zit.: de Larosière-Bericht), Rz. 85 f.; *Jean-Pierre Bussalb/Ferdinand Unzicker*, Auswirkungen der AIFM-Richtlinie auf geschlossene Fonds, BKR 2012, 309–319, 310. Zur Regulierung von systemischen Risiken durch die AIFM-RL vgl. *Rüdiger Wilhelmi/Moritz Bassler*, Chapter 2: AIFMD, Systemic Risk and the Financial Crisis, in: *Dirk A. Zetzsche* (Hrsg.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, 2. Aufl., Alphen aan den Rijn 2015, 23–48, 39 ff.

<sup>7</sup> Da viele kollektive Kapitalanlagen für alternative Anlagen ausserhalb der EU domiziliert sind, wäre eine entsprechende Produktregulierung ins Leere gelaufen. Auch wäre es angesichts der äusserst unterschiedlichen Arten der von AIFM verwalteten AIF schwierig, zu einer umfassenden Harmonisierung zu gelangen; vgl. *Lukas Lezzi*, Regulierung und Aufsicht über kollektive Kapitalanlagen für alternative Anlagen, Diss. Zürich 2012 = SSFM 104, Zürich/Basel/Genf 2012, 185; *Jutzi/Feuz* (Fn. 3), Rz. 8; *Edgar Wallach*, *Alternative Investment Funds Managers Directive – ein neues Kapitel des europäischen Investmentrechts*, RdF vom 21.03.2011, 80–89, 80. Die Mitgliedstaaten werden jedoch nicht daran gehindert, für AIF mit Sitz in ihrem Hoheitsgebiet nationale Anforderungen (z.B. im Hinblick auf die Portfoliostruktur) festzulegen oder beizubehalten (vgl. Erw. 10 AIFM-RL).

<sup>8</sup> Ein AIF als Produkt wird hauptsächlich negativ durch die fehlende Unterstellung unter die UCITS IV-RL definiert: Sofern der betreffende Fonds kein UCITS i.S.d. UCITS IV-RL ist, handelt es sich gem. Art. 4 Abs. 1 lit. a AIFM-RL um einen AIF (zum Begriff UCITS vgl. Art. 1 Abs. 2 UCITS IV-RL; vgl. *Sara Tancredi*, *Die Regulierung von Hedgefonds und Private Equity in Europa und den USA*, Diss. Göttingen 2015 = Göttinger Schriften zum Wirtschaftsrecht 8, Frankfurt 2016, 30 m.w.H.; *Lezzi* (Fn. 7), 187; *Wolfgang Weitnauer*, *Die AIFM-Richtlinie und ihre Umsetzung*, BKR 2011, 143–147, 144). Eingehend zu den Merkmalen eines AIF vgl. *Tancredi* (Fn. 8), 37 ff.; *Lezzi* (Fn. 7), 186 ff.

<sup>9</sup> Art. 4 Abs. 1 lit. b AIFM-RL.

<sup>10</sup> Anhang I Ziff. 1 AIFM-RL; *Jutzi/Feuz* (Fn. 3), Rz. 17. Vgl. ferner Abschnitt II.3.

<sup>11</sup> Vgl. Anhang I Ziff. 2 AIFM-RL. Ausführlich dazu *Jutzi/Feuz* (Fn. 3), Rz. 17 (Fn. 141–143).

steht ein Tätigkeitsverbot mit Erlaubnisvorbehalt.<sup>12</sup> Zusätzlich unterliegen AIFM weiteren, zum Teil bereits aus den UCITS- bzw. MiFID I (Markets in Financial Instruments Directive)<sup>13</sup>-Regimes bekannten Organisations- und Verhaltenspflichten, Vorgaben zur Vermeidung von Interessenkonflikten, zum angemessenen Risiko- und Liquiditätsmanagement und schliesslich umfangreichen Transparenz- und Offenlegungspflichten gegenüber Anlegern und Aufsichtsbehörden. Diese grosse Intensität und Komplexität der Regulierung in der Fondsbranche stellen Asset Manager vor besondere Herausforderungen und bergen ein grosses Compliance-Risiko<sup>14</sup> im Hinblick auf die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben.

Im Gegensatz zu den anspruchsvollen regulatorischen Anforderungen profitieren die von einer Aufsichtsbehörde im Herkunftsstaat zugelassenen AIFM vom sog. Europäischen Pass. Dieser berechtigt den in seinem Herkunftsstaat zugelassenen AIFM zum einen, Anteile von allen EU-AIF,<sup>15</sup> die er verwaltet, an professionelle Anleger in seinem Herkunftsstaat sowie in anderen EU-Mitgliedstaaten zu vertreiben (sog. Vertriebspass)<sup>16</sup>, und zum anderen, EU-AIF mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat entweder direkt oder indirekt über eine Zweigniederlassung zu verwalten (Verwaltungspass).<sup>17/18</sup> Die Inanspruchnahme des

Vertriebs- und Verwaltungspasses setzt lediglich eine Anzeige inklusive Übermittlung bestimmter Informationen an die zuständige Behörde des Herkunftsstaates des AIFM voraus,<sup>19</sup> was eine wesentliche Vereinfachung der grenzüberschreitenden Verwaltungs- und Vertriebstätigkeiten zur Folge hat. Der nationale und grenzüberschreitende Vertrieb an professionelle Anleger sowie die Verwaltung von AIF erfolgen somit nach einheitlichen Bedingungen, sodass ein EU-Binnenmarkt für AIFM besteht.<sup>20</sup>

## 2. EU-Pass für Schweizer Asset Manager

### 2.1 Anwendung der AIFM-RL auf Schweizer Asset Manager

Die AIFM-RL ist aufgrund ihres weiten Anwendungsbereichs, welcher die Regulierung der Beziehungen mit Drittstaaten der Zuständigkeit der Mitgliedstaaten entzieht, auch für die schweizerische Fondsbranche von grosser Bedeutung.<sup>21</sup> Der Anwendungsbereich der AIFM-RL erfasst insbesondere auch AIFM mit Sitz ausserhalb der EU (sog. Nicht-EU-AIFM<sup>22</sup>), sofern ein relevanter Bezug zum EU-Raum besteht.<sup>23</sup> Mithin werden auch die in der Schweiz ansässigen Asset Manager von der Drittstaatenregelung der AIFM-RL betroffen. Als Nicht-EU-AIFM unterliegen sie nämlich direkt der AIFM-RL, wenn sie einen oder mehrere EU-AIF verwalten oder einen oder mehrere AIF unabhängig vom Sitz bzw. der Zulassung des AIF

<sup>12</sup> Art. 6 Abs. 1 AIFM-RL; *Bussalb/Unzicker* (Fn. 6), 310; *Tancredi* (Fn. 8), 65; *Patricia Volhard/Jin-Hyuk Jang*, in: Frank Dornseifer/Ulf Klebeck/Thomas A. Jesch/Claus Tollmann (Hrsg.), *Kommentar zur AIFM-Richtlinie, Richtlinie 2011/61/EU über Verwalter alternativer Investmentfonds mit Bezügen zum KAGB-E, München 2013*, Art. 6 N 5 ff.; *Weitnauer* (Fn. 8), 145.

<sup>13</sup> Richtlinie 2004/39/EG, ABl. L 145 vom 30.4.2004 (zit.: MiFID I). MiFID I wurde zwischenzeitlich ausser Kraft gesetzt, da ab dem 3.1.2018 der neue MiFID II/MiFIR-Rechtsrahmen anwendbar ist: Richtlinie 2014/65/EU, ABl. L 173/349 vom 12.6.2014 (zit.: MiFID II) sowie Verordnung (EU) Nr. 600/2014, ABl. L 173/84 vom 12.6.2014 (zit.: MiFIR).

<sup>14</sup> Zum Compliance-Begriff vgl. Abschnitt II.2.1.

<sup>15</sup> Als «EU-AIF» wird ein AIF bezeichnet, der (i) nach einschlägigem nationalem Recht in einem Mitgliedstaat zugelassen oder registriert ist, oder (ii) nicht in einem Mitgliedstaat zugelassen oder registriert ist, dessen satzungsmässiger Sitz und/oder Hauptverwaltung sich jedoch in einem Mitgliedstaat befindet (vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. k AIFM-RL). Ein «Nicht-EU-AIF» ist dementsprechend ein AIF, der kein EU-AIF ist (vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. aa AIFM-RL).

<sup>16</sup> Vgl. Art. 31 f. AIFM-RL.

<sup>17</sup> Vgl. Art. 33 AIFM-RL.

<sup>18</sup> Zum EU-Pass vgl. *Tancredi* (Fn. 8), 163 ff.

<sup>19</sup> Vgl. Art. 32 Abs. 2, Art. 33 Abs. 2 und 3 AIFM-RL.

<sup>20</sup> Vgl. Erw. 4 AIFM-RL.

<sup>21</sup> Vgl. *Jutzi/Feuz* (Fn. 3), Rz. 31.

<sup>22</sup> Ein «Nicht-EU-AIFM» ist ein AIFM, der kein EU-AIFM ist (Art. 4 Abs. 1 lit. ab AIFM-RL). Der Begriff «EU-AIFM» bezeichnet einen AIFM mit satzungsmässigem Sitz in einem Mitgliedstaat (Art. 4 Abs. 1 lit. l AIFM-RL).

<sup>23</sup> Vgl. Erw. 4 AIFM-RL; *Jürg Frick*, *Umsetzung der AIFM-Drittstaatenregelung in der Schweiz*, in: Dieter Gericke (Hrsg.), *Private Equity III*, Band 143, Zürich/Basel/Genf 2013, 77–131, 84.

(Nicht-EU-AIF oder EU-AIF<sup>24</sup>) an professionelle Anleger in der EU vertreiben.<sup>25/26</sup>

## 2.2 EU-Pass für Asset Manager aus Drittstaaten

Die aktuell geltenden Regeln für den Marktzugang der in Drittstaaten domizilierten AIFM (also u.a. Schweizer Asset Manager) sehen für den Vertrieb der von ihnen verwalteten (EU- und Nicht-EU-)AIF-Anteile sog. nationale Private Placement Regimes vor. Allerdings ist es dem Ermessen der Mitgliedstaaten überlassen, solche Private Placements überhaupt zuzulassen.<sup>27</sup> *De lege ferenda* sollen jedoch die nationalen Private Placements durch ein einheitliches Pass-System abgelöst werden. Dieses System soll erst dann zur Anwendung kommen, wenn die EU-Kommission im delegierten Rechtsakt den entsprechenden Zeit-

punkt bestimmt,<sup>28</sup> wofür die European Securities and Markets Authority (ESMA) vorgängig eine Stellungnahme und eine positive Empfehlung zur Anwendung des Passes auf die Verwaltung und/oder den Vertrieb von AIF durch Nicht-EU-AIFM in den Mitgliedstaaten abzugeben hat.<sup>29</sup> Im Hinblick auf die Schweiz hat die ESMA bereits mehrfach eine positive Empfehlung abgegeben.<sup>30</sup> Nun läge es an der Europäischen Kommission, einen entsprechenden delegierten Rechtsakt zu erlassen und die Anwendung des Vertriebs- und Verwaltungspasses auf AIFM aus der Schweiz (und ggf. weitere Staaten) auszudehnen, wofür in der AIFM-RL eigentlich eine dreimonatige Frist nach Eingang der positiven Empfehlung durch die ESMA vorgesehen war.<sup>31</sup> Da jedoch diese Frist von weiteren Voraussetzungen abhängig ist, verfügt die Europäische Kommission über ein grosses Ermessen.<sup>32</sup> Die aktuell laufenden Verhandlungen im Hinblick auf den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU werden die Entscheidung der Kommission weiterhin hinauszögern. Vor dem Brexit-Hintergrund soll nämlich das gesamte Konzept der Drittstaatenbeziehungen im Hinblick auf mehr Integration in der Aufsicht innerhalb der EU-27 überprüft werden. Dies, damit sichergestellt ist, dass sämtliche Finanzsektorenrisiken ordnungsgemäss gemanagt werden.<sup>33</sup>

<sup>24</sup> Zu beiden Begriffen vgl. Fn. 15. Als Nicht-EU-AIF gelten grundsätzlich alle schweizerischen Fondstypen (mit Ausnahme der schweizerischen Effektenfonds nach Art. 53 ff. KAG), welche den UCITS nach UCITS IV-RL entsprechen (vgl. *Catrina Luchsinger Gähwiler/Ansgar Schott*, *Flucht in ausländische Fonds? – Die Rechtslage in der Schweiz nach Inkrafttreten der AIFM-Richtlinie*, in: Thomas M.J. Möllers/Andreas Kloyer [Hrsg.], *Das neue Kapitalanlagegesetzbuch*, Tagung vom 14./15. Juni 2014 in Augsburg, München 2013, 269–299, N 757).

<sup>25</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. b und c AIFM-RL. Relevant wird die AIFM-RL für Schweizer Vermögensverwalter zudem im Rahmen der Delegation nach Art. 20 AIFM-RL (vgl. Art. 20 Abs. 1 lit. d i.V.m. lit. c AIFM-RL).

<sup>26</sup> In der Regulierungskompetenz der Mitgliedstaaten – und somit nicht von der AIFM-RL erfasst – verbleibt der Vertrieb an Kleinanleger (Art. 43 AIFM-RL). Auch fällt sog. Reverse Solicitation nicht in den Anwendungsbereich der AIFM-RL (vgl. Erw. 70 AIFM-RL; *Luchsinger Gähwiler/Schott* (Fn. 24), N 695 f.); zu weiteren, vom Anwendungsbereich der AIFM-RL nicht erfassten Konstellationen vgl. *Frick* [Fn. 23], 86 ff.

<sup>27</sup> Vgl. Art. 42 Abs. 1 AIFM-RL. Lässt ein Mitgliedstaat solche Private Placements zu, stellt die AIFM-RL bestimmte Mindestanforderungen in Bezug auf das Drittland und den dort domizilierten AIFM auf (vgl. Art. 42 Abs. 1 und 2 AIFM-RL). Die Praxis der Private Placement Regimes der einzelnen Mitgliedstaaten war jedoch bereits vor der Verabschiedung der AIFM-RL äusserst restriktiv; mit der Einführung der AIFM-RL haben verschiedene Länder ihre bisherigen Private Placement Regimes noch mehr eingengt oder faktisch aufgehoben (vgl. *Felix Haldner*, *Wie wird Schweizer Private Equity Management exportfähig?*, in: Dieter Gericke [Hrsg.], *Private Equity V*, Zürich/Basel/Genf 2016, 7–18, 12).

<sup>28</sup> Art. 66 Abs. 3 i.V.m. Art. 67 Abs. 6 AIFM-RL. Ausführlich zum Zeithorizont vgl. *Jutzi/Feuz* (Fn. 3), Rz. 46 ff.

<sup>29</sup> Vgl. Art. 67 Abs. 4 sowie (zu den Beurteilungskriterien der ESMA) Abs. 2 lit. b AIFM-RL.

<sup>30</sup> Vgl. ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs, 30.7.2015, ESMA/2015/1236 (zit.: ESMA-Advice 2015), Rz. 114 ff.; ESMA's advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs, 12.9.2016, ESMA/2016/1140 (zit.: ESMA-Advice 2016), Rz. 129 ff.

<sup>31</sup> Vgl. Art. 67 Abs. 3 AIFM-RL.

<sup>32</sup> *Jutzi/Feuz* (Fn. 3), Rz. 47.

<sup>33</sup> Vgl. Europäische Kommission, Mitteilung an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, *Die integrierte Aufsicht ausbauen, um Kapitalmarktunion und Finanzintegration in einem sich wandelnden Umfeld zu stärken*, vom 20.9.2017, COM(2017) 542 final (zit.: Kommission, Mitteilung 2017), 4.

### 2.3 Herausforderungen für Schweizer Asset Manager infolge des Pass-Regimes

Für Schweizer Asset Manager wäre die Ausweitung des Pass-Regimes von grossem Vorteil: Nach der Zulassung als Nicht-EU-AIFM gem. Art. 37 AIFM-RL könnten sie nämlich in ihrem Referenzmitgliedstaat oder grenzüberschreitend mit EU-Pass entweder EU-AIF verwalten und/oder Anteile der durch sie verwalteten AIF nach den Vorgaben von Art. 39 bzw. 40 AIFM-RL nach dem Durchlaufen des Anzeigeverfahrens<sup>34</sup> in der EU vertreiben.<sup>35</sup>

Allerdings unterscheidet sich der Ansatz, den die AIFM-RL in materieller Hinsicht im Rahmen des Pass-Regimes für Drittstaaten-AIFM verfolgt, von Ansätzen der Drittstaatenregelungen in anderen europäischen Gesetzgebungsakten. I.d.R. wird der Marktzutritt auf der Grundlage gewährt, dass das Drittland über eine gleichwertige Regulierung und Aufsicht verfügt.<sup>36</sup> Die AIFM-RL verlangt hingegen von Drittstaaten-AIFM, dass diese die Vorgaben der AIFM-RL direkt einhalten, und zwar sowohl im Zeitpunkt des Bewilligungsgesuchs<sup>37</sup> als auch während ihrer gan-

zen Tätigkeit in der EU.<sup>38</sup> Schweizer AIFM wären somit – sofern sie den EU-Pass nutzen würden – der AIFM-RL *direkt* unterstellt. Während also die in anderen Rechtsakten vorgesehene Äquivalenzanerkennung impliziert, dass die betroffenen Finanzmarktakteure grundsätzlich nur ihrer einheimischen Rechtsordnung unterliegen, bedeutet das künftige Pass-Regime gemäss AIFM-RL für Schweizer Asset Manager, dass sie – aufgrund der Zulassung und Überwachung durch die FINMA sowie der Genehmigung der zuständigen Behörden ihres Referenzmitgliedstaats – grundsätzlich sowohl die Anforderungen des schweizerischen Kollektivanlagenrechts als auch diejenigen der AIFM-RL zu beachten haben. Daraus ergibt sich ein gewisses Spannungsverhältnis, indem Schweizer AIFM möglicherweise doppelten oder gar kollidierenden Anforderungen im Hinblick auf Zulassung, Aufsicht und Durchsetzung unterstehen könnten. Die Doppelbelastung durch unter Umständen divergierende Regelungen wird zudem (im Vergleich mit dem Äquivalenz-Ansatz) zusätzlichen, schliesslich auf den Kunden abzuwälzenden Mehraufwand verursachen, der umso höher sein wird, je weniger die Regulierungen in der EU und der Schweiz miteinander kongruieren.

Die Ausweitung des Pass-Regimes auf Schweizer Asset Manager hätte im Vergleich zu den derzeit geltenden nationalen Private Placement Regimes dennoch deren enorme Besserstellung zur Folge: Denn auch solche Private Placements gehen ggf. ebenfalls mit gleichzeitiger Anwendung unterschiedlicher Rechtsordnungen einher; zudem ist die Wirkung der im Rahmen von Private Placement erlangten Vertriebsmöglichkeit lokal nur auf das Territorium des jeweiligen Mitgliedstaats begrenzt. Möchte also *de lege lata* ein Schweizer Asset Manager in mehreren EU-Staaten tätig sein, so hat er gleich mehrere unterschiedliche Rechtsordnungen im Blick zu behalten.

Da gerade die Schweiz – infolge der bereits erwähnten positiven Empfehlung durch die ESMA – als

<sup>34</sup> Vgl. Art. 39 Abs. 2 und 4 sowie Art. 40 Abs. 3 und 5 AIFM-RL.

<sup>35</sup> Zu einzelnen zulässigen Tätigkeiten des Nicht-EU-AIFM nach Erhalt der Zulassung vgl. *Jutzi/Feuz* (Fn. 3), Rz. 35 ff.

<sup>36</sup> Vgl. z.B. Art. 47 Abs. 1 und 2 i.V.m. Art. 47 Abs. 1 MiFIR; Art. 47 Abs. 3 i.V.m. Abs. 1 MiFIR; Art. 13 Abs. 2 und 3 EMIR (Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 201/1 vom 27.7.2012).

<sup>37</sup> In Art. 8 und Art. 9 AIFM-RL sind standardisierte Zulassungsvoraussetzungen festgelegt, die auch aus MiFID II, CRD IV (Richtlinie 2013/36/EU, ABl. L 176/338 vom 27.6.2013) und Solvency II (Richtlinie 2009/138/EG, ABl. L 335/1 vom 17.12.2009) bekannt und im Wesentlichen an die Zulassungsvoraussetzungen von Verwaltungs- und Investmentgesellschaften nach der UCITS IV-RL angelehnt sind (*Dirk A. Zetzsche/David Eckner*, Chapter 9: Appointment, Authorization and Organization of the AIFM, in: *Dirk A. Zetzsche* (Hrsg.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, 2. Aufl., Alphen aan den Rijn 2015, 193–241, 216; *Bussalb/Unzicker* (Fn. 6), 313). Ausführlich zum Zulassungsverfahren vgl. *Zetzsche/Eckner* (Fn. 37), Chapter 9, 217 ff.; *Tancredi* (Fn. 8), 65 ff.; *Bussalb/Unzicker* (Fn. 6), 313 ff.; *Lezzi* (Fn. 7), 200 ff.

<sup>38</sup> Vgl. Art. 37 Abs. 2 AIFM-RL; *Frick* (Fn. 23), 93. Insofern hat die ESMA im Rahmen ihrer Beurteilung zwecks Abgabe der Empfehlung zur Anwendung des Passes auf Drittstaaten nicht die Gleichwertigkeit der Regulierung im jeweiligen Drittland zu bewerten, sondern vielmehr, ob die Gewährung der Passerleichterungen an Nicht-EU-AIFM zu Hindernissen im Hinblick auf Anlegerschutz, Marktstörung, Wettbewerb und Überwachung der Systemrisiken führen kann (vgl. Art. 67 Abs. 4 AIFM-RL; *ESMA-Advice* 2016 (Fn. 30), Ziff. 21).

erste von der Erweiterung des Pass-Regimes profitieren dürfte, kann vor dem Hintergrund der damit verbundenen direkten Unterstellung Schweizer Vermögensverwalter unter die AIFM-RL bereits jetzt gefragt werden, inwiefern sich für diese – trotz der Teilrevision des KAG von 2013<sup>39</sup> – Anpassungsbedarf und zusätzliche Compliance-Kosten ergeben werden. Nachfolgend sollen einige compliance-relevante Anforderungen der AIFM-RL an die Betriebstätigkeit eines AIFM exemplarisch dargestellt und den Anforderungen des KAG gegenübergestellt werden.

## II. Einzelne Compliance-Anforderungen

Gemäss Art. 12 Abs. 1 AIFM-RL müssen AIFM alle auf die Ausübung ihrer Geschäftstätigkeit anwendbaren regulatorischen Anforderungen erfüllen, um das beste Interesse der von ihnen verwalteten AIF oder der Anleger dieser AIF zu wahren sowie um die Integrität des Marktes zu fördern.<sup>40</sup> Diese Anforderungen sind teilweise aus den Standards des UCITS IV- und MiFID II-Regime bekannt,<sup>41</sup> so beispielsweise die allgemeinen Verhaltens- und Organisationsanforderungen nach Art. 12 AIFM-RL<sup>42</sup> sowie die Bestimmungen in Bezug auf die Vermeidung von Interessenkonflikten nach Art. 14 AIFM-RL. Zum Teil wurden dem kollektiven Investmentrecht bisher unbekanntere Regelungen

(etwa bezüglich der Vergütung) hinzugefügt.<sup>43</sup> Nachfolgend soll auf diese Compliance-Anforderungen eingegangen werden.

### 1. Anforderungen an die operative Tätigkeit

#### 1.1 Verhaltenspflichten

##### 1.1.1 AIFM-RL

Bei der operativen Tätigkeit unterliegen AIFM den Verhaltenspflichten nach Art. 12 Abs. 1 AIFM-RL, die im Wesentlichen mit den Wohlverhaltensregeln von Art. 14 Abs. 1 UCITS IV-RL korrespondieren.<sup>44</sup> Dabei handelt es sich um Konkretisierungen der Treue- und Sorgfaltspflichten, die zum Teil mit organisatorischen und administrativen Massnahmen verbunden sind.

Art. 12 Abs. 1 lit. a AIFM-RL, wonach AIFM «ihrer Tätigkeit ehrlich, mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit und redlich nachgehen» müssen, fungiert als Generalnorm, welche in den nachfolgenden Artikeln der AIFM-RL weiter konkretisiert wird.<sup>45</sup> Nach Art. 12 Abs. 1 lit. b AIFM-RL muss ein AIFM im besten Interesse der von ihm verwalteten AIF oder der Anleger dieser AIF handeln. Im Gegensatz zur individuellen Vermögensverwaltung oder zur Verwaltung eines Spezial-AIF mit einem Anleger spielen bei der Bestimmung des Anlegerinteresses individuelle Präferenzen der Anleger keine Rolle; vielmehr sollen sie in ihrer spezifischen Eigenschaft als Anleger betrachtet werden.<sup>46</sup> Im Falle eines heterogenen (d.h. aus professionellen, semi-professionellen und Privatanlegern bestehenden) Anlegerkreises muss ein AIFM primär davon ausgehen, dass das Anlegerinteresse in der Verwaltung des AIFs gemäss Satzung bzw. Vertragsbedingungen liegt.<sup>47</sup>

<sup>39</sup> Zur Revision des KAG und zu einzelnen Neuregelungen vgl. *Thomas Jutzi*, Die Regulierung von Managern alternativer Investmentfonds – Das Recht der Europäischen Union als Auslöser und Beschleuniger der schweizerischen Gesetzgebung, *ZVglRWiss* 112 (2013), 226–245, 238 ff.; *Thomas Jutzi*, Der Einfluss des EU-Rechts auf das schweizerische Recht der kollektiven Kapitalanlagen, *AJP* 2015, 5–26, 21 ff.; *Frick* (Fn. 23), 118 ff.; Botschaft über die Änderung des Kollektivanlagengesetzes (KAG) vom 2. März 2012, *BBl.* 2012, 3639 ff. (zit.: Botschaft KAG), 3647.

<sup>40</sup> Art. 12 Abs. 1 lit. e AIFM-RL.

<sup>41</sup> *Bussalb/Unzicker* (Fn. 6), 315; vgl. *Zetzsche/Eckner* (Fn. 37), Chapter 9, 228 (Fn. 148) m.w.H.; *Damir Barac*, in: Frank Dornseifer/Ulf Klebeck/Thomas A. Jesch/Claus Tollmann (Hrsg.), *Kommentar zur AIFM-Richtlinie, Richtlinie 2011/61/EU über Verwalter alternativer Investmentfonds mit Bezügen zum KAGB-E*, München 2013 (zit.: *Komm. AIFM-RL-Barac*, Art. x N y), Art. 12 N 4.

<sup>42</sup> Im Kommissionsvorschlag zur AIFM-RL waren die entsprechenden Regelungen noch als «Wohlverhaltenspflichten» bezeichnet; zur Entstehungsgeschichte vgl. *Komm. AIFM-RL-Barac* (Fn. 41), Art. 12 N 1 ff.

<sup>43</sup> *Armin J. Kammel*, Alternative Investment Fund Manager Richtlinie – «Another European Mess?», in: *ÖBA*, 1/11, 18–29, 22.

<sup>44</sup> ESMA, Final report, ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive vom 16.11.2011, *ESMA/2011/379* (zit.: *ESMA-Final Report*), 39 (Ziff. 3).

<sup>45</sup> Vgl. dazu *Komm. AIFM-RL-Barac* (Fn. 41), Art. 12 N 15 ff.

<sup>46</sup> Vgl. *Erw. 12 AIFM-RL*.

<sup>47</sup> Vgl. dazu *Komm. AIFM-RL-Barac* (Fn. 41), Art. 12 N 25 m.w.H.; *Dirk A. Zetzsche/Thomas F. Marte*, Chapter 6: AIFMD versus MiFID II/MiFIR: Similarities and Differences, in: *Dirk A. Zetzsche* (Hrsg.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, 2. Aufl., Alphen aan den Rijn 2015, 119–134, 123.

Das Handeln im besten Interesse des Anlegers wird durch die bereits aus dem MiFID- sowie UCITS-Rechtsrahmen bekannte<sup>48</sup> Verpflichtung zur bestmöglichen Ausführung von Handelsentscheidungen konkretisiert (sog. Best Execution).<sup>49</sup> Diese Verpflichtung hat jedoch nicht zur Folge, dass ein AIFM stets den bestmöglichen Erfolg erzielen muss, sondern bedeutet, dass der AIFM alle angemessenen Massnahmen im Hinblick auf die bestmögliche Ausführung zu ergreifen hat. Die Implementation und Umsetzung einer Best Execution-Policy, welche entsprechende Grundsätze der Auftragsausführung und -platzierung enthält, ist im Hinblick auf das Erfordernis der Best Execution bereits ausreichend.<sup>50</sup>

Ein AIFM ist zudem zur fairen Behandlung aller Anleger verpflichtet.<sup>51</sup> Allerdings konkretisieren weder die AIFM-RL noch die AIFM-Durchführungsverordnung (AIFM-DVO<sup>52</sup>) den Inhalt dieser Anforderung.<sup>53</sup> Immerhin wird in der AIFM-DVO gefordert, eine faire Behandlung durch die entsprechende Einrichtung der Entscheidungsprozesse und Organisationsstrukturen sicherzustellen.<sup>54</sup> Keine wesentliche Benachteiligung der Anleger liegt bei der Gewährung einer Vorzugsbehandlung gegenüber einem oder mehreren Anlegern vor,<sup>55</sup> sofern dies in den Vertragsbedingungen oder in der Satzung entsprechend vereinbart wurde.<sup>56</sup> Vor ihren Anlageentscheidungen sind Anleger über die Art und Weise der Gewährleis-

tung der fairen Behandlung sowie über ggf. vereinbarte Vorzugsbehandlungen zu informieren.<sup>57</sup>

### 1.1.2 Schweiz

In der Schweiz unterliegen alle Bewilligungsträger und ihre Beauftragten den Treue-, Sorgfalts- und Informationspflichten nach Art. 20 ff. des Kollektivanlagengesetzes (KAG), welche in Art. 31 ff. der Kollektivanlagenverordnung (KKV) konkretisiert werden. Zusammen mit Verhaltensregeln der Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA), die durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) als Mindeststandards anerkannt wurden,<sup>58</sup> entsprechen die Verhaltensregeln in materieller Hinsicht den Anforderungen der AIFM-RL, da sich beide Regulierungen an die Regelung in der UCITS IV-RL anlehnen. Die Unterschiede zwischen der Regelung in der Schweiz und jener in der AIFM-RL sind eher konzeptioneller Natur: Zum einen lassen sich die einzelnen Verhaltenspflichten schweizerischer KAG-Bewilligungsträger nicht nur aus gesetzlichen Grundlagen, sondern aus den Mindeststandards der Selbstregulierungsorganisation – d.h. der SFAMA – ableiten; sie weisen im Vergleich zur EU-Regulierung (inklusive der Konkretisierungen durch die ESMA) auch keinen gleich hohen Detaillierungsgrad auf. Zum anderen sind die Verhaltenspflichten der AIFM-RL als Mindestanforderungen zu verstehen, die grundsätzlich gegenüber professionellen Anlegern einzuhalten sind, da die AIFM-RL den Vertrieb an Kleinanleger nicht reguliert.<sup>59</sup> Die Verhaltenspflichten von Art. 20 ff. KAG unterscheiden hingegen – unter anderem infolge Anlehnung an die UCITS IV-RL – nicht zwischen einzelnen Anlegerkategorien und gelten daher für sämtliche Anleger gleichermassen.

<sup>48</sup> Vgl. Art. 21 MiFID I, Art. 27 MiFID II, Art. 14 Abs. 1 lit e UCITS IV-RL.

<sup>49</sup> Vgl. Art. 27–28 AIFM-DVO (Verordnung [EU] Nr. 231/2013, ABl. L 83/1 vom 22.3.2013 (sog. AIFM-Durchführungsverordnung; zit.: AIFM-DVO).

<sup>50</sup> Art. 27 Abs. 3, Art. 28 Abs. 2 Unterabs. 2 AIFM-DVO; vgl. *Zetzsche/Eckner* (Fn. 37), Chapter 9, 227.

<sup>51</sup> Art. 12 Abs. 1 lit. f AIFM-RL.

<sup>52</sup> Vgl. Fn. 49.

<sup>53</sup> Laut ESMA kann eine harmonisierte Definition des Begriffes der fairen Behandlung für den Anlegerschutz ohnehin eher schädlich sein, vgl. ESMA-Final Report (Fn. 44), 51 (Ziff. 37 f.). Nach *Zetzsche/Eckner* stehen Gebühren bzw. Entschädigungen und damit verbundene Fragen nach der Notwendigkeit objektiver Fairness-Standards im Zentrum der Fairness-Diskussion (vgl. *Zetzsche/Eckner* (Fn. 37), Chapter 9, 228 ff.).

<sup>54</sup> Vgl. Art. 23 Abs. 1 i.V.m. Art. 57 AIFM-DVO.

<sup>55</sup> Vgl. Art. 23 Abs. 2 AIFM-DVO.

<sup>56</sup> Art. 12 Abs. 1 lit. f S. 2 AIFM-RL; vgl. Komm. AIFM-RL-*Barac* (Fn. 41), Art. 12 N 33.

<sup>57</sup> Art. 23 Abs. 1 lit. j AIFM-RL; vgl. Komm. AIFM-RL-*Barac* (Fn. 41), Art. 12 N 33.

<sup>58</sup> Art. 20 Abs. 2 KAG; vgl. die Medienmitteilung der FINMA vom 14.11.2014, verfügbar unter: <<https://www.finma.ch/de/news/2014/11/mm-sfama-20141114/>> (zuletzt abgerufen am 17.8.2018).

<sup>59</sup> Die Regulierung des Vertriebs an Kleinanleger steht im Ermessen der Mitgliedstaaten, die – falls sie einen solchen Vertrieb an Kleinanleger gestatten – auch strengere Anforderungen als diejenigen der AIFM-RL vorsehen können (vgl. Art. 43 Abs. 1 AIFM-RL).

## 1.2 Vergütungspolitik und -praxis

### 1.2.1 AIFM-RL

Im Nachgang zur Finanzmarktkrise von 2007/2008 sollten durch die Unterstellung von Vergütungssystemen unter staatliche Regulierung in unterschiedlichen Branchen der Finanzindustrie die Vergütungsanreize und die Risikobereitschaft in Einklang gebracht, die Vergütung an nachhaltigen Unternehmensinteressen ausgerichtet und so der Anlegerschutz sowie die Finanzmarktstabilität gefördert werden.<sup>60</sup> Dementsprechend müssen auch AIFM bereits im Rahmen des Zulassungsverfahrens<sup>61</sup> eine Vergütungspolitik und -praxis festlegen, die einem soliden und wirksamen Risikomanagement förderlich sind sowie einem risikobereiten Verhalten entgegenwirken.<sup>62</sup> Die Einzelheiten im Hinblick auf die Ausgestaltung der Vergütungspolitik ergeben sich aus den Leitlinien der ESMA, die sie entsprechend dem Auftrag von Art. 13 Abs. 2 AIFM-RL verfasst hat.<sup>63</sup>

Der durch die Vorgaben der AIFM-RL zur Vergütungspolitik erfasste Personenkreis – sog. «identifizierte Mitarbeiter»<sup>64</sup> – ist weit gefasst. Zu diesen zählen sämtliche Personen, deren berufliche Tätigkeit sich wesentlich auf die Risikoprofile des AIFM oder auf die Risikoprofile der von ihnen verwalteten AIF

auswirkt,<sup>65</sup> wobei die Möglichkeit des Gegenbeweises des fehlenden wesentlichen Einflusses besteht.<sup>66</sup> Erfasst sind zudem Mitarbeiter, die eine Gesamtvergütung erhalten, aufgrund welcher sie sich in derselben Einkommensstufe befinden wie die Geschäftsleitung und Risikoträger: Es wird angenommen, dass Mitarbeiter, deren Vergütung mit derjenigen der Führungskräfte oder Risikoträger vergleichbar ist, auf bestimmte Weise wesentlichen Einfluss auf das Risikoprofil des AIFM oder der von diesem verwalteten AIF haben können.<sup>67</sup>

Der sachliche Anwendungsbereich der AIFM-RL ist ebenfalls weit: Grundsätzlich werden alle Formen von Zahlungen oder Leistungen erfasst, welche im Austausch für die berufliche Tätigkeit von identifizierten Mitarbeitern des AIFM erbracht werden.<sup>68</sup> Dabei legt die AIFM-RL neben den allgemeinen Grundsätzen konkrete und detaillierte Anforderungen im Hinblick auf die quantitative und zeitliche Ausgestaltung der Vergütungssysteme fest. Der Schwerpunkt liegt auf der variablen Vergütungskomponente, welcher im Rahmen eines ausgewogenen Risikomanagementsystems eine besondere Stellung bei der Beseitigung von Systemrisiken beigemessen wird.<sup>69</sup> Erfolgsabhängige Vergütungen werden vor allem dann als problematisch qualifiziert, wenn sie kurzfristig orientiert sind, was durch exzessive Bonusregelungen gefördert wird.<sup>70</sup> Die AIFM-RL tritt diesem Problem entgegen und fordert, dass die Leistungsbeurteilung, welche die Grundlage für die variable Vergütungskomponente darstellt, in einem längerfristigen und mehrjährigen Rahmen (der dem Lebenszyklus der vom AIFM verwalteten AIF entspricht) erfolgen muss.<sup>71</sup> Gefordert wird ein angemessenes

<sup>60</sup> Vgl. *Lutz Boxberger/Ulf Klebeck*, Anforderungen an die Vergütungssysteme von AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, BKR 2013, 441–450, 441 f.; *Lutz Boxberger*, in: Frank Dornseifer/Ulf Klebeck/Thomas A. Jesch/Claus Tollmann (Hrsg.), Kommentar zur AIFM-Richtlinie, Richtlinie 2011/61/EU über Verwalter alternativer Investmentfonds mit Bezügen zum KAGB-E, München 2013 (zit.: Komm. AIFM-RL-Boxberger, Art. x N y), Art. 13 N 1 ff.; *Tancredi* (Fn. 8), 93; zur unterschiedlichen Gewichtung dieser Zielsetzungen je nach Regulierungsobjekt vgl. *Zetzsche/Marte* (Fn. 47), Chapter 6, 129.

<sup>61</sup> Vgl. Art. 7 Abs. 2 lit. d i.V.m. Art. 13 AIFM-RL.

<sup>62</sup> Vgl. Art. 13 Abs. 1 und Erw. 24 AIFM-RL.

<sup>63</sup> ESMA, Leitlinien für solide Vergütungspolitiken unter Berücksichtigung der AIFMD vom 3.7.2013, ESMA/2013/232; zuletzt geändert am 14.10.2016, ESMA/2016/579 (zit.: ESMA-Leitlinien Vergütung). Die Änderung 2016 betraf lediglich Rz. 33 im Hinblick auf die Einstufung als «identifizierter Mitarbeiter» auf der Gruppenebene. Darüber hinaus haben sich keine Änderungen ergeben.

<sup>64</sup> Zu den Begriffsbestimmungen vgl. ESMA-Leitlinien Vergütung (Fn. 63), S. 5 f.

<sup>65</sup> Zu nicht abschliessenden Beispielen der Mitarbeiterkategorien vgl. ESMA-Leitlinien Vergütung (Fn. 63), Rz. 20; vgl. dazu auch Komm. AIFM-RL-Boxberger (Fn. 60), Art. 13 N 15.

<sup>66</sup> ESMA-Leitlinien Vergütung (Fn. 63), Rz. 20.

<sup>67</sup> Vgl. Erw. 24 AIFM-RL; ESMA-Leitlinien Vergütung (Fn. 63), Rz. 21.

<sup>68</sup> Vgl. ESMA-Leitlinien Vergütung (Fn. 63), Rz. 10 f.; *Boxberger/Klebeck* (Fn. 60), 444.

<sup>69</sup> *Tancredi* (Fn. 8), 95; Komm. AIFM-RL-Boxberger (Fn. 60), Art. 13 N 1; *Boxberger/Klebeck* (Fn. 60), 441.

<sup>70</sup> Vgl. *Dirk A. Zetzsche/Christina D. Preiner*, Chapter 8: CSR, Responsible Investments and the AIFMD, in: *Dirk A. Zetzsche* (Hrsg.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, 2. Aufl., Alphen aan den Rijn 2015, 167–192, 182 f. m.w.H.; vgl. *Lezzi* (Fn. 7), 224 m.w.H.

<sup>71</sup> Art. 13 Abs. 1 S. 2 i.V.m. Anhang II Abs. 1 lit. h AIFM-RL.



Verhältnis der fixen und variablen Bestandteile der Gesamtvergütung, wobei die Festvergütung so hoch bemessen werden muss, dass auf die Zahlung der variablen Vergütung verzichtet werden kann.<sup>72</sup> Mindestens 50 Prozent der variablen Vergütung müssen zudem in Form einer Beteiligung des Mitarbeiters am AIF erfolgen.<sup>73</sup> Grundsätzlich sollen aber die variablen Vergütungen (einschliesslich der zurückgestellten Anteile) nur dann ausbezahlt werden, wenn sie angesichts der Finanzlage des AIFM insgesamt tragbar und aufgrund der Leistung der betreffenden Geschäftsabteilung, des AIF und der betreffenden Person gerechtfertigt sind.<sup>74/75</sup>

Die Umsetzung der Vergütungsgrundsätze soll dem Grundsatz der Verhältnismässigkeit Rechnung tragen. Daher müssen einige von der ESMA definierte Vergütungsanforderungen in Abhängigkeit von der Grösse, der Art sowie dem spezifischen Tätigkeitsbereich des betroffenen AIFM nicht in jedem Fall angewandt werden. Voraussetzung dafür ist jedoch, dass die Nichtanwendung mit dem Risikoprofil, der Risikobereitschaft und der Strategie des AIFM und der von diesem verwalteten AIF vereinbar ist.<sup>76</sup>

### 1.2.2 Schweiz

In der Schweiz finden sich im KAG bzw. in den konkretisierenden Verordnungen keinerlei Regelungen zur Vergütungspolitik. Einzelne Anforderungen sind im FINMA-Rundschreiben 2010/1 Vergütungssysteme enthalten,<sup>77</sup> welches zehn Mindeststandards für die Ausgestaltung, Umsetzung und Offenlegung von Vergütungssystemen bei Finanzinstituten (inklusive Bewilligungsträger gemäss KAG) definiert.<sup>78</sup> KAG-Bewilligungsträger müssen allerdings das FINMA-RS 2010/1 nicht zwingend umsetzen; die FINMA empfiehlt jedoch, die im Rundschreiben enthaltenen Grundsätze dennoch als Leitlinien für ihre Vergü-

tungssysteme heranzuziehen.<sup>79</sup> Dem FINMA-RS 2010/1 analoge Anforderungen sind zudem in den Verhaltensregeln der SFAMA enthalten,<sup>80</sup> welche von der FINMA zu Mindeststandards erklärt wurden und insofern von Schweizer Vermögensverwaltern zwingend einzuhalten sind.

Vom Ansatz her stimmen die von der FINMA festgelegten Vergütungsgrundsätze mit denjenigen der AIFM-RL überein: Gefordert wird ebenfalls die Förderung des Risikobewusstseins,<sup>81</sup> langfristige Orientierung variabler Vergütungen am wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens,<sup>82</sup> Anwendung von nachhaltigen Kriterien bei der Zuteilung<sup>83</sup> sowie Vermeidung von Anreizen, die zu Interessenkonflikten bei den Kontrollfunktionen führen können.<sup>84</sup> Auch soll bei der Ausgestaltung der Vergütungssysteme der Verhältnismässigkeitsgrundsatz berücksichtigt werden.<sup>85</sup> Allerdings sind die Anforderungen an Schweizer Finanzinstitute im FINMA-RS 2010/1 im Vergleich mit den Regelungen der AIFM-RL (inklusive ESMA-Leitlinien) viel weniger detailliert und belassen daher den Adressaten einen grösseren Spielraum. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass das Rundschreiben für alle Finanzinstitute gelten soll, wohingegen die Anforderungen der AIFM-RL speziell auf die Vermögensverwalter alternativer Anlagen zugeschnitten sind.<sup>86</sup> Nichtsdestotrotz hat die ESMA kürzlich mehrfach und explizit die Gleichwertigkeit der FINMA-Anforderungen an die Vergütungspraxis bescheinigt.<sup>87</sup>

Nota bene spielen die (hohen) Anforderungen der AIFM-RL (inklusive ESMA-Leitlinien) an die Vergütungspolitik bereits heute für Vermögensverwalter aus Drittstaaten eine bedeutende Rolle, sofern diese das Portfolio- oder Risikomanagement gem. Art. 20 AIFM-RL übertragen erhalten. In diesem Fall hat der

<sup>72</sup> Art. 13 Abs. 1 S. 2 i.V.m. Anhang II Abs. 1 lit. j AIFM-RL.

<sup>73</sup> Art. 13 Abs. 1 S. 2 i.V.m. Anhang II Abs. 1 lit. m AIFM-RL.

<sup>74</sup> Art. 13 Abs. 1 S. 2 i.V.m. Anhang II Abs. 1 lit. o AIFM-RL.

<sup>75</sup> Zu weiteren, an die Vergütungspraktiken gestellten Anforderungen vgl. Anhang II Abs. 1 AIFM-RL; *Lezzi* (Fn. 7), 224 f.; *Tancredi* (Fn. 8), 94 f.; Komm. AIFM-RL-*Boxberger* (Fn. 60), Art. 13 N 31 f.

<sup>76</sup> Zu Einzelheiten vgl. ESMA-Leitlinien Vergütung (Fn. 63), Rz. 25 ff.

<sup>77</sup> FINMA-Rundschreiben 2010/1, Vergütungssysteme, Mindeststandards für Vergütungssysteme bei Finanzinstituten vom 21.10.2009 (zit.: FINMA-RS 2010/1).

<sup>78</sup> FINMA-RS 2010/1 (Fn. 77), Rz. 2.

<sup>79</sup> FINMA-RS 2010/1 (Fn. 77), Rz. 6 ff.

<sup>80</sup> SFAMA, Verhaltensregeln der Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA (Verhaltensregeln SFAMA) vom 7.10.2014 (zit.: SFAMA Verhaltensregeln), Rz. 43.

<sup>81</sup> Vgl. FINMA-RS 2010/1 (Fn. 77), Rz. 30 ff.

<sup>82</sup> FINMA-RS 2010/1 (Fn. 77), Rz. 39 ff.; SFAMA Verhaltensregeln (Fn. 80), Rz. 43.

<sup>83</sup> FINMA-RS 2010/1 (Fn. 77), Rz. 44 ff.

<sup>84</sup> FINMA-RS 2010/1 (Fn. 77), Rz. 57 ff.

<sup>85</sup> FINMA-RS 2010/1 (Fn. 77), Rz. 2; SFAMA Verhaltensregeln (Fn. 80), Rz. 43.

<sup>86</sup> Vgl. *Lezzi* (Fn. 7), 226.

<sup>87</sup> Vgl. ESMA-Advice 2015 (Fn. 30), Rz. 121 f.; ESMA-Advice 2016 (Fn. 30), Rz. 137 f.

übertragende EU-AIFM sicherzustellen, dass das Auslagerungsunternehmen ebenso wirksamen regulatorischen Vergütungsvorgaben unterliegt wie diejenigen, die durch die ESMA-Leitlinien vorgegeben sind. Anderenfalls muss der übertragende EU-AIFM mittels geeigneter vertraglicher Vereinbarungen mit dem Auslagerungsunternehmen sicherstellen, dass keine Umgehung der Vergütungsregulierung gem. den ESMA-Leitlinien erfolgt.<sup>88</sup> Sollte sich also ein Schweizer Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen entgegen der Empfehlung der FINMA gegen die Anwendung vom FINMA-RS 2010/1 entscheiden, müsste er bereits heute durch den übertragenden EU-AIFM auf indirektem Weg zur Einhaltung der Vergütungsbestimmungen der AIFM-RL verpflichtet werden.

## 2. Organisatorische Anforderungen

### 2.1 Ständige Compliance-Funktion

Die finanzmarktrechtliche Compliance<sup>89</sup> bezieht sich in inhaltlicher Sicht i.d.R. auf (i) die Einhaltung von Marktverhaltensstandards und Wohlverhaltensregeln, (ii) den Umgang mit Interessenkonflikten sowie (iii) der Beachtung von Geldwäschereibestimmungen und Steuervorschriften.<sup>90</sup> Nicht zuletzt aufgrund zahlreicher Sanktions-, Haftungs- und Reputationsrisiken, die mit einer «Incompliance» verbunden sind,<sup>91</sup>

hat sich bei Unternehmen zunehmend die Erkenntnis durchgesetzt, dass eine effiziente Compliance-Funktion nicht nur einen Kostenfaktor, sondern langfristig vielmehr einen Wettbewerbsvorteil und gar ein Marketinginstrument darstellen kann.<sup>92</sup> Dementsprechend ist branchenübergreifend eine Institutionalisierung der Compliance in einem organisatorischen Verantwortungsbereich eines Unternehmens, der die Überwachung, Kontrolle und Bewertung der Wirksamkeit der Massnahmen zur Einhaltung regulatorischer Vorgaben zum Gegenstand hat, zu verzeichnen.<sup>93</sup> Im Finanzmarktrecht stellt die Einrichtung einer funktionierenden Compliance-Stelle, welche die Einhaltung der operativen und strukturellen Vorgaben sicherstellen soll, in der Regel gar eine zwingende (Teil-)Voraussetzung für die finanzaufsichtsrechtliche Erlaubnis einer Tätigkeitsaufnahme und somit einen festen Bestandteil der Unternehmensführung dar.<sup>94</sup>

*Fabio Andreotti*, Compliance und Verantwortlichkeit, in: Peter R. Isler/Rolf Sethe (Hrsg.), *Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht VIII*, Zürich/Basel/Genf 2016, 87–165, 94 m.w.H.; vgl. *KPMG* (Hrsg.), *Compliance im Finanzsektor, Herausforderungen und Lösungen für das Asset Management*, 2015, 11 (Fn. 1); *Ulf Klebeck/Peter Felix Zollinger*, Compliance-Funktion nach der AIFM-Richtlinie, BB 2013, 359–464, 459; *Lars Jäger/Gero Maas/Hartmut T. Renz*, Compliance bei geschlossenen Fonds – Ein Überblick, CCZ 2014, 63–74, 64 (zu Vertrauen und Compliance); BCBS, *Compliance* (Fn. 90), Rz. 3).

<sup>88</sup> Vgl. ESMA-Leitlinien Vergütung (Fn. 63), Rz. 18.

<sup>89</sup> Die FINMA definiert Compliance als «Einhaltung von gesetzlichen, regulatorischen und internen Vorschriften sowie die Beachtung von marktüblichen Standards und Standesregeln», vgl. FINMA-Rundschreiben 2017/1, *Corporate Governance – Banken, Corporate Governance, Risikomanagement und interne Kontrollen bei Banken* vom 22.9.2016. Ausführlich zum Compliance-Begriff und seiner Entwicklung vgl. *Charlotte Rau*, *Compliance und Unternehmensverantwortlichkeit*, Frankfurt am Main 2010, 20 ff.; zu unterschiedlichen Begriffsbestimmungen der Compliance vgl. *Daniel Lengauer/Lea Ruckstuhl*, *Compliance*, Zürich/Basel/Genf 2017, 1 ff.

<sup>90</sup> Vgl. Basel Committee on Banking Supervision, *Compliance and the compliance function in banks*, April 2005 (zit.: BCBS, *Compliance*), Rz. 4; vgl. dazu *Stefan Frisch*, *Compliance*, in: Peter Derleder/Kai-Oliver Knops/Heinz Georg Bamberger (Hrsg.), *Deutsches und Europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht*, Bd. 1, 3. Aufl., Berlin/Heidelberg 2017, 339–487, § 9 N 23 ff.

<sup>91</sup> Unter dem Compliance-Risiko wird generell das Risiko des Eintritts von Verstössen gegen Vorschriften, Standards und Standesregeln mit der Folge entsprechender rechtlicher und regulatorischer Sanktionen, finanzieller Verluste oder Reputationschäden verstanden (vgl. *Rolf Sethe/*

<sup>92</sup> Vgl. *Klebeck/Zollinger* (Fn. 91), 459; zur Bedeutung der Compliance für das Investorenvertrauen vgl. *Jäger/Maas/Renz* (Fn. 91), 64 f.; *Lars Jäger*, *Vertrauen, Reputation und Compliance Management bei den geschlossenen Fonds*, in: *Hartmut Renz/Lars Jäger/Gero Maas* (Hrsg.), *Compliance für geschlossene Fonds, Praxis-Leitfaden für Anbieter, Vertrieb und Zweitmarkt*, Berlin 2013, S. 1–26, 9 ff.

<sup>93</sup> Vgl. *Thomas A. Jesch*, *Die Compliance-Funktion in der Kapitalverwaltungsgesellschaft – Teil 1*, *Compliance-Berater* 5/2017, 165–169, 165; *Urs Rohner/Romeo Cerutti*, *Legal und Compliance im globalen (Finanz-)Unternehmen*, *GesKR* 2007, 1–5, 3 f.

<sup>94</sup> Vgl. *Klebeck/Zollinger* (Fn. 91), 459; *Frisch* (Fn. 90), § 9 N 36; *Volker Lang/Hartmut Renz*, *Compliance*, in: *Frank Schäfer/Rolf Sethe/Volker Lang* (Hrsg.), *Handbuch der Vermögensverwaltung in Deutschland, Österreich, der Schweiz und Liechtenstein*, 2. Aufl., München 2016, N 1 f. (zum materiellen und formellen Compliance-Begriff). Vgl. die entsprechenden Anforderungen in Art. 7 Abs. 1 i.V.m. Art. 13 Abs. 2 MiFID I und Art. 6 MiFID I-DRL (Richtlinie 2006/73/EG, ABl. L 241/26 vom 2.9.2006; sog. MiFID I-Durchführungsrichtlinie, zit.: MiFID I-DRL); Art. 7 Abs. 1 i.V.m. Art. 16 Abs. 2 MiFID II, Art. 22 MiFID II-DVO (Delegierte Verordnung (EU) 2017/565, ABl. L 87/1 vom

### 2.1.1 AIFM-RL

Auch im Rahmen der AIFM-RL wird das allgemeine Compliance-Erfordernis nach Art. 12 Abs. 1 lit. e AIFM-RL durch die (organisatorische) Forderung nach Errichtung einer ständigen und wirksamen Compliance-Funktion konkretisiert.<sup>95</sup> Die Compliance-Funktion ist neben dem Risikomanagement und der ständigen Innenrevisionsfunktion Bestandteil des internen Kontrollsystems.<sup>96</sup> Die Compliance-Funktion muss ihre Aufgaben grundsätzlich organisatorisch und fachlich unabhängig von anderen Organisationseinheiten wahrnehmen sowie weisungs- und einflussfrei agieren.<sup>97</sup> In diesem Zusammenhang ist jedoch umstritten, ob eine Anbindung der Compliance-Funktion an andere Funktionseinheiten ausgeschlossen ist,<sup>98</sup> was für KMU im Hinblick auf die mit der getrennten Funktionswahrnehmung verbundenen Kosten von Bedeutung sein dürfte.<sup>99</sup> Grundsätzlich ist die Kombination von Risikomanagement-, Compliance- und Innenrevisionsfunktion zu vermeiden, da ansonsten die Effektivität und die Unabhängigkeit der einzelnen Funktionen beeinträchtigt werden könnten.<sup>100</sup> Vielmehr wäre unter Umständen

eine Auslagerung die geeignetere Alternative.<sup>101</sup> Im Übrigen orientiert sich die Ausgestaltung der Compliance-Funktion (nicht jedoch ihre Errichtung<sup>102</sup>) am Verhältnismässigkeitsgrundsatz,<sup>103</sup> sodass im Einzelfall von der Unabhängigkeitsanforderung abgewichen werden kann – beispielsweise dann, wenn die Einberufung eines separaten bzw. unabhängigen Compliance Officers im Hinblick auf die geringe Grösse des AIFM sowie aufgrund des kleinen Risikos von Interessenkonflikten unverhältnismässig erscheint.<sup>104</sup>

Die Compliance-Funktion muss ferner nach Art. 61 Abs. 2 AIFM-DVO dauerhaft und wirksam sein. Empfehlenswert ist die Etablierung eines individuellen und systematischen Compliance-Management-Systems, das den Zielen, den jeweiligen Fondsstrukturen und -strukturen gerecht werden kann.<sup>105</sup> Auch die sachliche, technische und personelle Ausstattung der Compliance-Funktion muss sich am Geschäftsmodell des jeweiligen AIFM und sich daraus ergebenden Aufgaben der Compliance-Funktion orientieren.<sup>106</sup> Zudem soll gem. Art. 61 Abs. 3 lit. b AIFM-DVO ein Compliance-Beauftragter benannt werden, dem in erster Linie die Leitung der Compli-

31.7.2017; sog. MiFID II-Durchführungsverordnung, zit.: MiFID II-DVO; Art. 10 UCITS IV-DRL (Richtlinie 2010/43/EU, ABl. L 176/42 vom 10.7.2010; sog. UCITS IV-Durchführungsrichtlinie, zit.: UCITS IV-DRL).

<sup>95</sup> Vgl. Art. 61 Abs. 2 AIFM-DVO. Da die Forderung nach der Einrichtung einer Compliance-Funktion mit den korrespondierenden Vorschriften gem. MiFID-Regime und UCITS IV-RL übereinstimmt, werden nachfolgend die entsprechenden Leitlinien der ESMA zur Compliance Funktion im Rahmen von MiFID I herangezogen (vgl. ESMA-Final Report (Fn. 44), 8 (Ziff. 6) und 103 (Ziff. 11) sowie Hinweise in der vorangehenden Fn.

<sup>96</sup> Vgl. Komm. AIFM-RL-Barac (Fn. 41), Art. 12 N 56; *Sethe/Andreotti* (Fn. 91), 99.

<sup>97</sup> Vgl. Art. 61 Abs. 2 AIFM-DVO; *Klebeck/Zollinger* (Fn. 91), 461 m.w.H.

<sup>98</sup> Vgl. *Klebeck/Zollinger* (Fn. 91), 461; *Jesch* (Fn. 93), 168 f.; zum Verhältnis der Compliance- und Risk Management-Funktion vgl. *Dirk A Zetzsche/David Eckner*, Chapter 14: Risk Management, in: *Dirk A. Zetzsche* (Hrsg.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, 2. Aufl., Alphen aan den Rijn 2015, 323–389, 331 f.

<sup>99</sup> Vgl. *Zetzsche/Eckner* (Fn. 98), Chapter 14, 332.

<sup>100</sup> ESMA, Opinion to support supervisory convergence in the area of investment management in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union vom 13.7.2017, ESMA 34-45-344 (zit.: ESMA-Opinion 13.7.2017), Rz. 33.

<sup>101</sup> Vgl. ESMA, Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID-Anforderungen an die Compliance-Funktion vom 28.9.2012, ESMA/2012/388 (zit.: ESMA-Leitlinien Compliance-Funktion), Rz. 79.

<sup>102</sup> Vgl. Erw. 74 AIFM-DVO; ESMA-Final Report (Fn. 44), 103 (Ziff. 12); *Oliver Heist*, in: *Frank Dornseifer/Ulf Klebeck/Thomas A. Jesch/Claus Tollmann* (Hrsg.), *Kommentar zur AIFM-Richtlinie, Richtlinie 2011/61/EU über Verwalter alternativer Investmentfonds mit Bezügen zum KAGB-E*, München 2013, Art. 18 N 60.

<sup>103</sup> Vgl. Art. 18 Abs. 1 Unterabs. 2 AIFM-RL; Art. 61 Abs. 1 Unterabs. 2 AIFM-DVO.

<sup>104</sup> Vgl. Art. 61 Abs. 3 Unterabs. 2 i.V.m. Art. 61 Abs. 3 lit. c und d AIFM-DVO. Gem. Erw. 15 MiFID I-DRL sowie Erw. 37 MiFID II-DVO soll die Ausübung des Risikomanagements und der Compliance-Funktion durch eine einzige Person nicht zwangsläufig die Unabhängigkeit der einzelnen Funktionen gefährden. Vgl. zudem ESMA-Leitlinien Compliance-Funktion, Rz. 67 ff.; vgl. *Jesch* (Fn. 93), 168.

<sup>105</sup> Zu Elementen eines solchen Compliance-Management-Systems vgl. KPMG (Fn. 91), 11 ff.; *Andreas Marbeiter*, Aufbau und Struktur einer angemessenen Compliance-Organisation im Umfeld eines Fondsinitiators mit Schwerpunkt Immobilien, in: *Hartmut Renz/Lars Jäger/Gero Maas* (Hrsg.), *Compliance für geschlossene Fonds, Praxis-Leitfaden für Anbieter, Vertrieb und Zweitmarkt*, Berlin 2013, 63–83, 66 ff.; *Jäger/Maas/Renz* (Fn. 91), 73 f.; *Jäger* (Fn. 92), 16 ff.; *Sethe/Andreotti* (Fn. 91), 96 m.w.H.

<sup>106</sup> *Klebeck/Zollinger* (Fn. 91), 461; vgl. ESMA-Leitlinien Compliance-Funktion (Fn. 101), Rz. 43 ff. und 50.

ance-Abteilung, die Überwachung der Einhaltung der relevanten Pflichten und die Berichterstattung an die Geschäftsleitung obliegt.<sup>107</sup>

Die Kernaufgabe der ständigen Compliance-Funktion ist die Ermittlung, Bewertung, Beratung, Überwachung und Berichterstattung im Hinblick auf das Compliance-Risiko des AIFM.<sup>108</sup> Konkret hat die Compliance-Funktion die Angemessenheit und Wirksamkeit der Massnahmen, welche die Risiken einer allfälligen Missachtung der Pflichten gemäss AIFM-RL aufdecken sollen, sowie die Angemessenheit und Wirksamkeit der unternommenen Schritte zur Beseitigung etwaiger Defizite des AIFM bei der Einhaltung seiner Verpflichtungen zu überwachen und regelmässig zu bewerten.<sup>109</sup> Die ESMA fordert einen risikobasierten Ansatz: Ausgehend von einer Bewertung des Compliance-Risikos sind Schwerpunkte für die Überwachungs- und Beratungstätigkeit der Compliance-Funktion festzulegen und basierend darauf regelmässige Risikoanalysen vorzunehmen.<sup>110</sup> Die Compliance-Funktion muss weiterhin die mit der Verwaltung und dem Vertrieb befassten Personen im Hinblick auf die Einhaltung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen beraten und unterstützen,<sup>111</sup> wozu vor allem die Erstellung und Weiterentwicklung interner Organisations- und Arbeitsanweisungen in relevanten Bereichen gehört.<sup>112</sup>

Damit regulatorische Themen frühzeitig identifiziert werden können, kann und sollte die Compliance-Funktion grundsätzlich in andere Aufgabenbereiche einbezogen werden, beispielsweise bei strategischen Entscheidungen oder bei der Produktentwicklung.<sup>113</sup> Die Compliance-Funktion umfasst zudem das Interessenkonfliktmanagement, vor allem die Einrichtung und Implementation einer Conflicts of Interest Policy durch den Compliance-Beauftragten, welche die frühzeitige Identifikation sowie die Überwachung, die Steuerung und ggf. die Offenlegung von Interessenkonflikten gewährleistet.<sup>114</sup> Schliesslich ist die

Compliance-Funktion eng in die Gestaltung, laufende Überwachung und Überarbeitung der Vergütungspolitik und des Vergütungssystems des AIFM miteinzubeziehen.<sup>115</sup> Letztlich erstreckt sich die Compliance-Funktion in ihrer Beratungsfunktion auf alle Geschäftsbereiche.<sup>116</sup>

## 2.1.2 Schweiz

Mit der Revision der KKV im Jahr 2013 wurden die Anforderungen an die Betriebsorganisation der Bewilligungsträger<sup>117</sup> – unter anderem zwecks Anpassung an internationale Standards, vor allem aber zwecks Anpassung an die AIFM-RL – in Art. 12a KKV ausführlich geregelt.<sup>118</sup> Ein Bewilligungsträger muss grundsätzlich über ein zweckmässiges und angemessenes Riskmanagement, ein internes Kontrollsystem sowie eine Compliance-Stelle verfügen, welche die gesamte Geschäftstätigkeit erfassen.<sup>119</sup> Im Vordergrund der Bestimmung steht die Trennung der operativen von Kontrollfunktionen.<sup>120</sup> Dem Verhältnismässigkeitsgrundsatz soll jedoch – vergleichbar der AIFM-RL – Rechnung getragen werden.<sup>121</sup> So können Vermögensverwalter mit kleiner Organisationsstruktur bei der FINMA eine Ausnahme der Unabhängigkeitsanforderungen beantragen.<sup>122</sup> Allerdings kann auch in der Schweiz nicht auf die Einrichtung der Compliance-Stelle verzichtet werden. Die Anforderungen an die Organisation, Aufgaben und Kompetenzen der Compliance-Stelle entsprechen trotz ihres im Vergleich mit europäischen Anforderungen wesentlich kleineren Detaillierungsgrades der Regulierung der AIFM-RL. Die FINMA fordert von Vermögensverwaltern kollektiver Kapitalanlagen je nach

<sup>107</sup> Art. 61 Abs. 3 lit. b AIFM-DVO; zur Rechtsstellung und zu den Aufgaben des Compliance-Beauftragten vgl. *Lang/Renz* (Fn. 94), N 35 ff.

<sup>108</sup> ESMA-Leitlinien Compliance-Funktion (Fn. 101), Rz. 4.

<sup>109</sup> Vgl. Art. 61 Abs. 2 lit. a AIFM-DVO.

<sup>110</sup> ESMA-Leitlinien Compliance-Funktion (Fn. 101), Rz. 14.

<sup>111</sup> Art. 61 Abs. 2 lit. b AIFM-DVO.

<sup>112</sup> *Klebeck/Zollinger* (Fn. 91), 462.

<sup>113</sup> Vgl. *Klebeck/Zollinger* (Fn. 91), 462; *Jesch* (Fn. 93), 166.

<sup>114</sup> Vgl. *Klebeck/Zollinger* (Fn. 91), 462 f.; vgl. auch Abschnitt II.2.2.2.

<sup>115</sup> Vgl. ESMA-Leitlinien Vergütung, Rz. 49 und 68.

<sup>116</sup> Vgl. *Hartmut Renz*, Vertriebs-Compliance für geschlossene Fonds/Vermögensanlagen oder eine etwas andere Art der Synopse, in: *Hartmut Renz/Lars Jäger/Gero Maas* (Hrsg.), *Compliance für geschlossene Fonds, Praxis-Leitfaden für Anbieter, Vertrieb und Zweitmarkt*, Berlin 2013, 149–164, 151.

<sup>117</sup> Art. 14 Abs. 1 lit. c KAG.

<sup>118</sup> Erläuterungsbericht zur Revision der Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV) vom 13.2.2013 (zit.: Erl. Bericht KKV), 8.

<sup>119</sup> Art. 12a Abs. 1 KKV.

<sup>120</sup> Erl. Bericht KKV (Fn. 118), 8; vgl. Art. 12a Abs. 3 KKV.

<sup>121</sup> Erl. Bericht KKV (Fn. 118), 8.

<sup>122</sup> Vgl. Art. 12a Abs. 4 KKV.

Tätigkeitsbereich zudem ohnehin die Berücksichtigung ausländischer Vorgaben.<sup>123</sup>

Anzumerken ist, dass *de lege ferenda* Schweizer Asset Manager als Finanzinstitute nach Art. 2 Abs. 1 lit. c i.V.m. Art. 24 FINIG dem künftigen FINIG unterstehen werden. Das FINIG stellt in seinem Art. 9 Abs. 1 die allgemeine Anforderung auf, dass alle Finanzinstitute so organisiert sein müssen, dass sie die gesetzlichen Pflichten erfüllen können. Zudem müssen alle Finanzinstitute (im Sinne des FINIG) nach Art. 9 Abs. 2 FINIG über ein wirksames internes Kontrollsystem verfügen, was im Ergebnis die Regelung im KAG widerspiegelt. Der Bundesrat wird gemäss Art. 9 Abs. 3 FINIG die Einzelheiten zur Organisation der Finanzinstitute regeln. Schweizer Asset Manager unterstehen zudem als Finanzdienstleister nach Art. 2 Abs. 1 lit. a i.V.m. Art. 3 lit. d FIDLEG dem künftigen FIDLEG. Das FIDLEG sieht in Art. 21 ff. ebenfalls allgemeine organisatorische Massnahmen vor: So müssen beispielsweise Finanzdienstleister durch interne Vorschriften und durch eine angemessene Betriebsorganisation die Erfüllung der Pflichten aus dem FIDLEG sicherstellen.<sup>124</sup> Der Bundesrat wird diese Pflichten in seiner Verordnung ausführen.

Nota bene soll bei einem Nicht-EU-AIFM im Rahmen des künftigen Passregimes nach Art. 37 ff. AIFM-RL die Compliance-Funktion durch den zu bestellenden gesetzlichen Vertreter wahrgenommen werden, der (gemeinsam mit dem AIFM) die in Art. 37 Abs. 2 AIFM-RL geforderte Einhaltung der Vorgaben der AIFM-RL im Hinblick auf die Verwaltungs- und Vertriebstätigkeiten sicherstellen muss.<sup>125</sup> Als Kontaktstelle soll der gesetzliche Vertreter den Aufsichtsbehörden des Referenzmitgliedstaates den Zugriff auf den Nicht-EU-AIFM ermöglichen. Allerdings ist unklar, ob der gesetzliche Vertreter zur Meldung von Compliance-Verstössen durch Nicht-EU-AIFM verpflichtet ist. Unmittelbare Rechtsfolgen gegenüber dem gesetzlichen Vertreter im Falle der Nichterfüllung seiner Pflichten sind in der AIFM-RL jedenfalls nicht vorgesehen; vorbehalten bleiben allfällige verwaltungsrechtliche Sanktionen gegenüber dem

Nicht-EU-AIFM, sofern sich das Verhalten des gesetzlichen Vertreters diesem zurechnen lässt.<sup>126</sup>

## 2.2 Interessenkonfliktmanagement

### 2.2.1 AIFM-RL

Im Investmentdreieck zwischen Anleger, Verwahrstelle und AIFM können zwischen verschiedenen Beteiligten aus unterschiedlichen Gründen Interessenkonflikte entstehen. Aufsichtsrechtliche Relevanz erlangen solche Konflikte jedoch erst dann, wenn der finanzielle Vorteil einer Person auf der einen Seite gleichzeitig mit dem finanziellen Nachteil einer anderen Person auf der anderen Seite einhergeht bzw. einherzugehen droht; die blosser Entstehung eines Vorteils reicht nicht aus.<sup>127</sup> Die Problematik von Interessenkonflikten im Zusammenhang mit der Verwaltung eines AIF besteht grundsätzlich darin, dass der AIFM ein Interesse zu verwirklichen versucht, welches nicht mit den Interessen des AIF bzw. seiner Anleger in Einklang zu bringen ist.<sup>128</sup> Die möglichen Konfliktkonstellationen werden in Art. 14 Abs. 1 AIFM-RL sowie Art. 30 AIFM-DVO enumerativ aufgezählt.<sup>129</sup>

Die Vorgaben der AIFM-RL zu Interessenkonflikten entsprechen in inhaltlicher Hinsicht den Regelungen gem. UCITS IV-RL und dem MiFID-Rechtsrahmen, auch wenn sprachlich gewisse Unterschiede bestehen.<sup>130</sup> Grundsätzlich muss ein AIFM alle wirksamen organisatorischen und administrativen Vorkehrungen zur Vermeidung und – sofern dies nicht möglich ist – zur Ermittlung, Beilegung, Beobachtung und gegebenenfalls Offenlegung der Interessen-

<sup>126</sup> Klebeck/Zollinger (Fn. 91), 463 m.w.H.

<sup>127</sup> Vgl. Erw. 24 MiFID I-DRL; Art. 30 lit. a AIFM-DVO; Komm. AIFM-RL-Barac (Fn. 41), Art. 12 N 42 m.w.H.; vgl. ausführlich zum Begriff des Interessenkonflikts. Tancredi (Fn. 8), 97 f. m.w.H.

<sup>128</sup> Tancredi (Fn. 8), 102.

<sup>129</sup> Art. 30 AIFM-DVO legt Kriterien fest, die bei der Identifikation von Interessenkonflikten berücksichtigt werden müssen; für zahlreiche Beispiele, die Art. 30 AIFM-DVO konkretisieren vgl. zudem ESMA-Final Report (Fn. 44), 53 ff.

<sup>130</sup> Vgl. Art. 18 UCITS IV-DRL, Art. 22 MiFID I-DRL, Art. 34 MiFID II-DVO. Vgl. dazu Alexandra Zentis, in: Frank Dornseifer/Ulf Klebeck/Thomas A. Jesch/Claus Tollmann (Hrsg.), Kommentar zur AIFM-Richtlinie, Richtlinie 2011/61/EU über Verwalter alternativer Investmentfonds mit Bezügen zum KAGB-E, München 2013 (zit.: Komm. AIFM-RL-Zentis, Art. x N y); Art. 14 N 2; ESMA-Final Report (Fn. 44), 56 (Ziff. 12) m.w.H.

<sup>123</sup> FINMA-Mitteilung 34 (2012), Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen. Märkte vom 23.1.2012, 8.

<sup>124</sup> Vgl. Art. 21 Abs. 1 FIDLEG.

<sup>125</sup> Zur Bestellung eines gesetzlichen Vertreters vgl. Art. 37 Abs. 3 sowie Abs. 7 lit. c AIFM-RL; zur Definition des gesetzlichen Vertreters vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. u AIFM-RL.

konflikte ergreifen.<sup>131</sup> Der Kern dieser Massnahmen besteht in der Einrichtung und Implementierung einer sog. Conflicts of Interest Policy, d.h. eines Interessenkonfliktmanagementsystems. Hierbei handelt es sich um ein mehrstufiges System bestehend aus Massnahmen zur Identifikation,<sup>132</sup> Vorbeugung, Beilegung aller möglichen abstrakten und konkreten Interessenkonflikte<sup>133</sup> sowie schliesslich deren Offenlegung, sofern trotz organisatorischer Massnahmen eine Beeinträchtigung von Anlegerinteressen nicht ausgeschlossen werden kann.<sup>134</sup> Die Offenlegung von Interessenkonflikten gilt dabei grundsätzlich als ultima ratio und hat erst zu erfolgen, wenn alle organisatorischen Massnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten nicht zielführend waren.<sup>135</sup> Die Offenlegung darf mithin nicht dazu führen, dass organisatorische Vorkehrungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten umgangen oder durch eine vor-schnelle Offenlegung ersetzt werden.<sup>136</sup>

### 2.2.2 Schweiz

Bei der Teilrevision des KAG im Jahr 2013 wurde der Akzent – in Übereinstimmung mit internationalen Standards – explizit auf die Vermeidung von Interessenkonflikten gelegt.<sup>137</sup> Nach der gesetzlichen Konzeption stellt die Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten ein Element der allgemeinen Verhaltenspflichten nach Art. 20 KAG und im Einzelnen der Treuepflicht nach dessen Abs. 1 lit. a dar.<sup>138</sup> Die nun in Art. 32b KKV geregelte Forderung nach wirksamen organisatorischen und administrativen Massnahmen

zum Management von Interessenkonflikten (Interessenkonfliktmanagementsystem) entspricht im Kern den Anforderungen der AIFM-RL, auch wenn die Anforderungen in der Schweiz nicht sehr ausführlich ausgefallen sind: Von Bewilligungsträgern wird die Einrichtung eines Interessenkonfliktmanagementsystems, das Interessenkonflikte identifizieren, verhindern, beilegen und überwachen soll, um eine Schädigung der Anlegerinteressen zu vermeiden, gefordert.<sup>139</sup> Die im Einzelfall vorzunehmenden organisatorischen Massnahmen sollen zudem verhältnismässig sein und sich nach der Grösse und Struktur des Bewilligungsträgers richten.<sup>140</sup> Die Offenlegung stellt auch hierzulande die ultima ratio dar.<sup>141</sup> Die Forderung nach einem Interessenkonfliktmanagementsystem war und ist darüber hinaus Gegenstand regulatorischer Vorgaben der FINMA an Selbstregulierungsorganisationen.<sup>142</sup> De lege ferenda ist Art. 25 ff. FIDLEG massgeblich: Finanzdienstleister müssen angemessene organisatorische Vorkehrungen treffen, um Interessenkonflikte, die bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen entstehen können, zu vermeiden oder die Benachteiligung der Kunden durch Interessenkonflikte auszuschliessen.<sup>143</sup> Sofern eine Benachteiligung eines Kunden nicht ausgeschlossen werden kann, muss dies dem Kunden offengelegt werden.<sup>144</sup> Der Bundesrat wird die organisatorischen Vorkehrungen bei Interessenkonflikten in seiner Verordnung näher ausführen (müssen).<sup>145</sup>

## 3. Risikomanagement

Ein mangelhaftes Risikomanagement<sup>146</sup> wurde als mitursächlich für das Entstehen der Finanzmarktkrise von 2007/2008 identifiziert,<sup>147</sup> weswegen dieses zu einem «hot spot»<sup>148</sup> der europäischen Finanzmarkt-

<sup>131</sup> Art. 12 Abs. 1 lit. d AIFM-RL, Art. 14 Abs. 1 S. 2 AIFM-RL.

<sup>132</sup> Zu Einzelheiten vgl. ESMA-Final Report (Fn. 44), 56 (Ziff. 13); Komm. AIFM-RL-Zentis (Fn. 130), Art. 14 N 18; Tancredi (Fn. 8), 103.

<sup>133</sup> Den Kern der Präventionsmassnahmen bildet die Trennung von Aufgaben und Verantwortungsbereichen, die als miteinander unvereinbar angesehen werden können (vgl. Art. 14 Abs. 1 S. 3 AIFM-RL). Zu einzelnen Massnahmen im Hinblick auf die Prävention und die Steuerung von Interessenkonflikten vgl. Art. 33 ff. AIFM-DVO; Tancredi (Fn. 8), 103 ff.; Komm. AIFM-RL-Zentis (Fn. 130), Art. 14 N 23 ff.

<sup>134</sup> Art. 14 Abs. 2 AIFM-RL.

<sup>135</sup> «(...) disclosure should only be a measure of last resort and not a means for managing conflicts.» (vgl. ESMA, Consultation Paper MiFID II/MiFIR vom 22.5.2014, ESMA/2014/579, 71 m.w.H.; Erw. 27 MiFID I-DRL).

<sup>136</sup> Tancredi (Fn. 8), 108.

<sup>137</sup> Vgl. Botschaft KAG (Fn. 39), 3651.

<sup>138</sup> Vgl. die Marginalie zu Art. 32b KKV.

<sup>139</sup> Art. 32b Satz 1 KKV.

<sup>140</sup> SFAMA Verhaltensregeln (Fn. 80), Rz. 42.

<sup>141</sup> Vgl. Art. 32b Satz 2 KKV.

<sup>142</sup> Vgl. FINMA-Rundschreiben 2009/1, Eckwerte zur Vermögensverwaltung, Eckwerte für die Anerkennung von Selbstregulierungen zur Vermögensverwaltung als Mindeststandard vom 18.12.2008, Rz. 12.

<sup>143</sup> Art. 25 Abs. 1 FIDLEG.

<sup>144</sup> Art. 25 Abs. 2 FIDLEG.

<sup>145</sup> Art. 25 Abs. 3 FIDLEG.

<sup>146</sup> Zum Begriff «Risikomanagement» vgl. nachfolgenden Abschnitt.

<sup>147</sup> De Larosière-Bericht (Fn. 6), Rz. 13, 23 f., 236.

<sup>148</sup> Zetzsche/Eckner (Fn. 98), Chapter 14, 323.

regulierung der Nachkrisenzeit geworden ist.<sup>149</sup> So war auch bei der Schaffung der AIFM-RL die Sicherstellung einer Risikomanagementfunktion das bedeutendste Element der Regulierung. Es handelt sich deshalb beim Risikomanagement nicht um eine operative Anforderung, sondern vielmehr um den Kernbestandteil der Geschäftstätigkeit.<sup>150</sup> Das Risikomanagement gehört – zusammen mit der Portfolioverwaltung – zu den Hauptaufgaben eines AIF-Verwalters.<sup>151</sup> Insbesondere ist es dem Wortlaut von Art. 6 Abs. 5 lit. d AIFM-RL zufolge nicht möglich, als AIFM zugelassen zu werden, wenn der AIFM die Portfolioverwaltung übernimmt, ohne gleichzeitig die Risikomanagementfunktion wahrzunehmen.<sup>152</sup>

### 3.1 AIFM-RL

#### 3.1.1 Grundsätze und Organisation des Risikomanagements

Der Begriff «Risikomanagement» wird in der AIFM-RL nicht definiert.<sup>153</sup> Generell bedeutet Risikomanagement einen professionellen, systematischen Umgang mit Risiken (wie z.B. Markt- oder Liquiditätsrisiken) und beinhaltet alle erforderlichen Aufgaben

und Massnahmen zur Risikobekämpfung.<sup>154/155</sup> In organisatorischer Hinsicht fordert die AIFM-RL eine funktionale, hierarchische und bis hin zum Leitungsgremium des AIFM zu vollziehende<sup>156</sup> Funktionentrennung des Risikomanagements von den operativen Abteilungen (insbesondere von den Funktionen des Portfoliomanagements).<sup>157</sup> Erscheint jedoch eine vollumfängliche Funktionentrennung schwierig (wie dies z.B. bei Private Equity, Venture Capital oder bei kleinen selbstverwalteten AIF der Fall sein kann),<sup>158</sup> so sind in Übereinstimmung mit dem Verhältnismässigkeitsgrundsatz<sup>159</sup> zumindest Schutzvorkehrungen gegen Interessenkonflikte zu treffen.<sup>160</sup>

In materieller Hinsicht bilden die Kernelemente des Risikomanagements Massnahmen zur Identifikation, Bewertung, Steuerung und Überwachung (inkl. Berichterstattung) von allen Risiken, die für die einzelnen AIF-Anlagestrategien wesentlich sind.<sup>161</sup> Dabei gibt weder die AIFM-RL noch die ESMA vor, welche Risiken für bestimmte Anlagestrategien zentral sind,<sup>162</sup> sodass es im Ermessen des AIFM verbleibt, die wesentlichen Risiken für einen AIF zu identifizieren.<sup>163</sup> Im Rahmen der *Risikoidentifikation* spielen vor allem Verfahren für eine frühzeitige Risikoerkennung, z.B. mittels Festlegung geeigneter Risikofrüh-

<sup>149</sup> *Zetzsche/Eckner* (Fn. 98), Chapter 14, 323 m.w.H.

<sup>150</sup> Vgl. *Zetzsche/Eckner* (Fn. 98), Chapter 14, 339 m.w.H.

<sup>151</sup> Art. 4 Abs. 1 lit. w i.V.m. Anhang I Nr. 1 AIFM-RL.

<sup>152</sup> Vgl. auch Erw. 21 AIFM-RL. Die zuständigen Behörden erteilen jedoch auch Zulassungen an AIFM, die nur das Risikomanagement übernehmen, während die Portfolioverwaltung an externe Manager delegiert wird. Die ESMA erachtet eine solche Praxis als zulässig (vgl. ESMA, Discussion paper: Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM vom 23.2.2012, ESMA/2012/117, Rz. 6; dazu *Zetzsche/Marte* (Fn. 47), Chapter 6, 126 f.). Nach *Weiser/Hüwel* ist alleine die Fähigkeit massgebend, ggf. unter Einbeziehung von Auslagerungsunternehmen und unter Beachtung gesetzlicher Grenzen der Auslagerung die von einem AIFM geforderten Dienstleistungen erbringen zu können (vgl. *Benedict Weiser/Martin Hüwel*, Verwaltung alternativer Investmentfonds und Auslagerung nach dem KAGB-E, BB 2013, 1091–1097, 1092 und 1097).

<sup>153</sup> *Matthias Josek*, in: Frank Dornseifer/Ulf Klebeck/Thomas A. Jesch/Claus Tollmann (Hrsg.), Kommentar zur AIFM-Richtlinie, Richtlinie 2011/61/EU über Verwalter alternativer Investmentfonds mit Bezügen zum KAGB-E, München 2013 (zit.: *Komm. AIFM-RL-Josek*, Art. x N y), Art. 15 N 3.

<sup>154</sup> *Komm. AIFM-RL-Josek* (Fn. 153), Art. 15 N 5 m.w.H.; *Tancredi* (Fn. 8), 114 m.w.H.

<sup>155</sup> Auch den Begriff «Risiko» definiert die AIFM-RL nicht. In Art. 44 Abs. 2 AIFM-DVO wird jedoch explizit zwischen Marktrisiken, Kreditrisiken, Liquiditätsrisiken, Gegenpartierisiken und operationellen Risiken unterschieden. Ausführlich dazu *Tancredi* (Fn. 8), 111 ff.; *Komm. AIFM-RL-Josek* (Fn. 153), Art. 15 N 53 ff.

<sup>156</sup> Vgl. Erw. 53 AIFM-DVO; Art. 42 Abs. 2 AIFM-DVO.

<sup>157</sup> Art. 15 Abs. 1 Unterabs. 1 AIFM-RL. Zu massgebenden Kriterien im Hinblick auf die Funktionentrennung vgl. Art. 42 Abs. 1 AIFM-DVO; *Zetzsche/Eckner* (Fn. 98), Chapter 14, 348 f.; *Komm. AIFM-RL-Josek* (Fn. 153), Art. 15 N 152 ff.

<sup>158</sup> ESMA-Final Report (Fn. 44), 60 (Ziff. 2).

<sup>159</sup> Vgl. Art. 15 Abs. 1 S. 2 AIFM-RL, Art. 43 Abs. 2 AIFM-DVO.

<sup>160</sup> Zu einzelnen Schutzmassnahmen vgl. Art. 43 Abs. 1 AIFM-DVO. Zum Verhältnismässigkeitsgrundsatz im Rahmen des Risikomanagements vgl. *Zetzsche/Eckner* (Fn. 98), Chapter 14, 349 ff.; *Komm. AIFM-RL-Josek* (Fn. 153), Art. 15 N 162 ff.

<sup>161</sup> Art. 15 Abs. 2 AIFM-RL; Art. 45 AIFM-DVO; vgl. auch FINMA-Rundschreiben 2017/1, Corporate Governance Banken. Corporate Governance, Risikomanagement und interne Kontrollen bei Banken vom 22.9.2016, Rz. 3.

<sup>162</sup> Vgl. ESMA-Final Report (Fn. 44), 68 (Ziff. 10).

<sup>163</sup> *Komm. AIFM-RL-Josek* (Fn. 153), Art. 15 N 196.

indikatoren, eine grosse Rolle.<sup>164</sup> Doch die Risikoidentifikationsfunktion beschränkt sich nicht bloss auf eine Controlling-Aufgabe, d.h. auf die Überprüfung der vereinbarten Risikogrenzen, sondern besteht in der Sicherstellung wirkungsvoller Methoden für die Risikoeerkennung. Wichtig dabei ist die Regelung organisatorischer Interaktion zwischen der Portfoliomanagement- und Risikomanagement-Funktion.<sup>165</sup> Im Rahmen der *Risikobewertung* werden die Höhe der möglichen Verluste und die Eintrittswahrscheinlichkeiten der identifizierten Risiken ermittelt.<sup>166</sup> Herangezogen werden sowohl quantitative als auch qualitative Methoden, was die Bewertung zwar zu einer komplexen, doch umfassenden Aufgabe macht.<sup>167</sup> Die Standardmethode für die Abschätzung des Marktrisikos für Portfolios ist das Value at Risk-Risikomass, mit welchem unterschiedliche Risikoarten gemessen werden können.<sup>168</sup> Der Prozess der *Risikosteuerung* beinhaltet alle Massnahmen, die sicherstellen, dass die bewerteten Risiken im Einklang mit dem definierten Risikoprofil des AIF bleiben.<sup>169</sup> Diese Massnahmen richten sich vor allem auf die Risikovor-sorge (etwa durch die Erhöhung des Eigenkapitals zwecks Verbesserung der Risikotragfähigkeit), Risikobegrenzung (z.B. durch Festsetzung von sog. Stop-Loss-Limits), Risikodiversifikation durch systematische Kombination nicht korrelierender Einzelrisiken, Risikoüberwälzung (beispielsweise auf Versicherungen) sowie ggf. Risikovermeidung (sofern diese für AIF als Instrument der Risikosteuerung überhaupt in Betracht gezogen werden kann<sup>170</sup>).<sup>171</sup> Die *Risikoüberwachung* bezieht sich schliesslich zum einen auf die fortlaufende Kontrolle der Risiken an sich und zum anderen auf die Überprüfung der Umsetzung der be-

schriebenen Massnahmen bzw. des gesamten Risikomanagementprozesses.<sup>172</sup>

Die Ausgestaltung des Risikomanagementsystems eines AIFM ist in erster Linie von seiner individuellen Risikostrategie abhängig, die ihrerseits bis zu einem gewissen Grad mit Investitions- bzw. Geschäftsstrategien zusammenhängt.<sup>173</sup> Dementsprechend ist vor der Einrichtung eines Risikomanagementsystems anhand der Unternehmensgrundsätze und der Geschäftsstrategie ebenfalls eine Risikostrategie zu entwickeln.<sup>174</sup> Ein Risikomanagementsystem erfordert ferner die Festlegung, Umsetzung und Aufrechterhaltung einer angemessenen und wirksamen Risk Management Policy (Grundsätze für das Risikomanagement),<sup>175</sup> deren Umsetzung der ständigen Risikomanagement-Funktion obliegt.<sup>176</sup> Die Vorgaben der AIFM-RL zur Risk Management Policy sowie die Anforderungen an die ständige Risikomanagement-Funktion entsprechen den bereits aus UCITS IV-DRL<sup>177</sup> sowie MiFID I-DRL<sup>178</sup> bekannten Grundsätzen.<sup>179</sup> Die Kernaufgaben der Risikomanagementfunktion sind die organisatorische und inhaltliche Steuerung der Risikomanagementprozesse, die Kontrolle der Einhaltung der Risikolimits und das Risikoreporting.<sup>180</sup>

### 3.1.2 Exkurs: Auslagerung des Risikomanagements vor dem Brexit-Hintergrund

Vor dem Hintergrund des anstehenden Brexits sind die Bestimmungen der AIFM-RL zur Delegation von Funktionen von besonderem Interesse. Hier zeichnen sich für Asset Manager aus Drittstaaten, wie solche aus der Schweiz und wohl künftig auch aus dem Vereinigten Königreich, einige Veränderungen ab.

<sup>164</sup> Eingehend dazu Komm. AIFM-RL-Josek (Fn. 153), Art. 15 N 206 ff.

<sup>165</sup> Komm. AIFM-RL-Josek (Fn. 153), Art. 15 N 203 f.

<sup>166</sup> Komm. AIFM-RL-Josek (Fn. 153), Art. 15 N 215.

<sup>167</sup> Vgl. ESMA-Final Report (Fn. 44), 67 (Rz. 21); *Tancredi* (Fn. 8), 119 f.

<sup>168</sup> Vgl. dazu Komm. AIFM-RL-Josek (Fn. 153), Art. 15 N 238 ff. Ausführlich zu Risikobewertungsmethoden: Komm. AIFM-RL-Josek (Fn. 153), Art. 15 N 215 ff.; *Tancredi* (Fn. 8), 119 f.

<sup>169</sup> Komm. AIFM-RL-Josek (Fn. 153), Art. 15 N 254.

<sup>170</sup> *Tancredi* (Fn. 8), 121.

<sup>171</sup> Ausführlich zu Massnahmen der Risikosteuerung vgl. *Tancredi* (Fn. 8), 120 ff.

<sup>172</sup> Vgl. *Tancredi* (Fn. 8), 122 f.

<sup>173</sup> Vgl. dazu *Zetzsche/Eckner* (Fn. 98), Chapter 14, 351.

<sup>174</sup> Implizit in Art. 15 Abs. 2 S. 1 AIFM-RL; vgl. dazu *Zetzsche/Eckner* (Fn. 98), Chapter 14, 351 m.w.H.; *Tancredi* (Fn. 8), 115 m.w.H.

<sup>175</sup> Art. 40 Abs. 1 AIFM-DVO. Zur Risk Management Policy vgl. *Tancredi* (Fn. 8), 117 f.; *Zetzsche/Eckner* (Fn. 98), Chapter 14, 351 ff.; Komm. AIFM-RL-Josek (Fn. 153), Art. 15 N 348.

<sup>176</sup> Art. 39 AIFM-DVO.

<sup>177</sup> Vgl. Fn. 94.

<sup>178</sup> Vgl. Fn. 94.

<sup>179</sup> Art. 12, 38 UCITS IV-DRL; Art. 7 Abs. 2 MiFID I-DRL; vgl. nun auch Art. 23 MiFID II-DVO; ESMA-Final Report (Fn. 44), 60; *Zetzsche/Eckner* (Fn. 98), Chapter 14, 357.

<sup>180</sup> Vgl. Art. 39 Abs. 1 AIFM-DVO; Komm. AIFM-RL-Josek (Fn. 153), Art. 15 N 144 ff.



Grundsätzlich darf die Delegation von Portfolio- oder Risikomanagement gem. Art. 20 Abs. 1 lit. c AIFM-RL nur an Unternehmen erfolgen, die für die Zwecke der Vermögensverwaltung zugelassen oder registriert sind und einer Aufsicht unterliegen. Zudem ist zu beachten, dass eine Auslagerung nicht in einem Umfang erfolgen darf, der den AIFM zu einem Briefkastenunternehmen werden lässt.<sup>181</sup> Die entsprechenden Kriterien für die Beurteilung der Zulässigkeit der Delegation ergeben sich aus Art. 82 Abs. 1 AIFM-DVO und führen im Ergebnis dazu, dass der AIFM grundsätzlich die letzte Entscheidungs- und Kontrollinstanz bei der Verwaltung des AIF bleiben soll.<sup>182</sup> Grundsätzlich unzulässig ist deshalb eine vollständige Auslagerung des Risiko- und/oder Portfoliomanagements, da dadurch die Zulassung als AIFM ausgehöhlt werden würde.<sup>183</sup>

Mit den laufenden Brexit-Verhandlungen sind noch zahlreiche Ungewissheiten verbunden, die vor allem die Möglichkeit der Nutzung von Passporting-Regimes durch britische Finanzunternehmen betreffen. Diese Unsicherheiten haben teilweise dazu geführt, dass britische Unternehmen einzelne Einheiten, Funktionen und Aktivitäten auf Standorte in der EU zu verlagern versuchen, damit für sie auf diese Weise der Marktzugang gesichert bleibt.<sup>184</sup> Dabei können britische Unternehmen in Versuchung geraten, die in die EU verlagerten Aktivitäten bzw. Ressourcen zu minimieren und die wirtschaftliche Substanz in Grossbritannien mittels Delegation oder Outsourcing auf dortige Einheiten beizubehalten.<sup>185</sup> Demzufolge besteht die Gefahr, dass die in die EU

verlagerten Einheiten zu blossen Briefkastenunternehmen werden.

Im Hinblick auf diese Entwicklung hat die ESMA im Juli 2017 drei sektorenspezifische, an nationale Behörden gerichtete Opinions betreffend Investmentunternehmen, Investment Management und Sekundärmärkte veröffentlicht.<sup>186</sup> Diese Dokumente bauen auf einer allgemeinen Opinion vom Mai 2017<sup>187</sup> auf und betreffen allesamt die Problematik der Verlegung von Rechtsträgern, Aktivitäten und Funktionen aus Grossbritannien in die EU. Die grundlegende Annahme ist, dass Grossbritannien nach dem erfolgten Brexit grundsätzlich zu einem Drittland wird.<sup>188</sup> Mithin sind die in den Opinions statuierten Grundsätze trotz ihres Fokus auf Unternehmen aus Grossbritannien auch für die Schweiz von besonderem Interesse.<sup>189</sup>

Die Opinion betreffend Investment Management<sup>190</sup> besteht zwar aus der Wiederholung relevanter gesetzlicher Vorgaben, doch die ESMA schlägt bei ihrer Interpretation einen deutlich schärferen Ton an, indem sie den nationalen Aufsichtsbehörden einen härteren Kurs gegenüber den Beaufsichtigten nahelegt. Den Schwerpunkt der Opinion betreffend Investment Management bilden die Bestimmungen zur Verhinderung von Briefkastenunternehmen im Zusammenhang mit der Delegation an Drittstaaten-Unternehmen.<sup>191</sup> So soll beispielsweise bei einer Delegation sichergestellt werden, dass ein genügendes Ausmass an Aufgaben des Portfolio- und/oder Risikomanagements durch den Bewilligungsträger in der EU ausgeübt wird,<sup>192</sup> wobei die ESMA zum Teil auch

<sup>181</sup> Art. 20 Abs. 3 AIFM-RL.

<sup>182</sup> Vgl. Weiser/Hüwel (Fn. 152), 1096; Magdalena Kuper, Die einschlägigen Rechtsquellen – die Level 2-Massnahmen zur AIFM-Richtlinie, in: Thomas M. J. Möllers/Andreas Kloyer (Hrsg.), Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, München 2013, 51–60, N 114 ff.

<sup>183</sup> Claus Tollmann, in: Frank Dornseifer/Ulf Klebeck/Thomas A. Jesch/Claus Tollmann (Hrsg.), Kommentar zur AIFM-Richtlinie, Richtlinie 2011/61/EU über Verwalter alternativer Investmentfonds mit Bezügen zum KAGB-E, München 2013, Art. 20 N 128; Komm. AIFM-RL-Josek (Fn. 153), Art. 15 N 49.

<sup>184</sup> Vgl. ESMA, Opinion General principles to support supervisory convergence in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union vom 31.5.2017, ESMA 42-110-433 (zit.: ESMA-Opinion 31.5.2017), Rz. 4.

<sup>185</sup> Vgl. ESMA-Opinion 31.5.2017 (Fn. 184), Rz. 6.

<sup>186</sup> Vgl. die Mitteilung der ESMA unter: <<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-sector-specific-principles-relocations-uk-eu27>> (zuletzt abgerufen am 17.8.2018).

<sup>187</sup> Abrufbar unter: <<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-principles-supervisory-approach-relocations-uk>> (zuletzt abgerufen am 17.8.2018).

<sup>188</sup> ESMA-Opinion 13.7.2017 (Fn. 100), Rz. 6.

<sup>189</sup> Vgl. SFAMA News, Ausgabe 3/2017, 5.

<sup>190</sup> ESMA-Opinion 13.7.2017 (Fn. 100).

<sup>191</sup> ESMA-Opinion 13.7.2017 (Fn. 100), Rz. 37 ff.

<sup>192</sup> ESMA-Opinion 13.7.2017 (Fn. 100), Rz. 61.

quantitative Kriterien vorgibt.<sup>193</sup> Höhere Anforderungen werden an die Begründung der Auslagerung<sup>194</sup> gestellt: Bezweckt beispielsweise die Auslagerung Kosteneinsparungen,<sup>195</sup> so ist nachzuweisen, dass die finanziellen Vorteile der anvisierten Delegationsstruktur diejenigen Kosten aufwiegen, die im Rahmen der Wahrnehmung der ausgelagerten Aufgaben durch den Bewilligungsträger selbst entstehen würden.<sup>196</sup> Gefordert wird auch eine gründliche anfängliche und fortlaufende Due Diligence des Delegierten durch den AIFM.<sup>197</sup> Zudem soll eine Übertragungsvereinbarung zwischen dem EU-AIFM und dem Delegierten sicherstellen, dass letzterer stets in der Lage ist, die europäischen Investment Management-Bestimmungen einzuhalten; in der Übertragungsvereinbarung ist darüber hinaus der effektive Zugang zu den mit der Delegation verbundenen Daten und Räumlichkeiten durch die Kontrollfunktionen des Bewilligungsträgers, durch externe Auditoren sowie durch die Vertreter der Aufsichtsbehörde zuzusichern sowie auch der Delegierte zur Kooperation zu verpflichten.<sup>198</sup>

Zwar zielt die ESMA mit ihrer Opinion (vor dem Hintergrund des Brexits) im Wesentlichen darauf ab, die Gründung von AIFM als Briefkastenunternehmen in der EU zu verhindern, doch die in der Opinion an die Aufsichtsbehörden empfohlenen Aufsichtskriterien könnten *de lege ferenda* einen Einfluss auf das gesamte Delegationsregime der AIFM/UCITS IV-RL haben – auch wenn die ESMA grundsätzlich nicht die Kompetenz hat, dieses im Grundsatz zu verändern. Diese (protektionistische) Entwicklung könnte dennoch in höhere regulatorische und bürokratische Schranken für eine Aufgabendelegation in Dritt-

staat-Unternehmen münden.<sup>199</sup> Zudem möchte die Kommission – wie bereits erwähnt – vor dem Hintergrund des Brexits die Aufsichtsbeziehungen mit Drittländern generell überprüfen.<sup>200</sup>

### 3.2 Schweiz

Die in Angleichung an internationale Standards im Jahr 2013 revidierte KKV sieht in ihrem Art. 12a vor, dass die Betriebsorganisation jedes Bewilligungsträgers über ein zweckmässiges und angemessenes Riskmanagementsystem,<sup>201</sup> welches die gesamte Geschäftstätigkeit erfassen soll, verfügen muss.<sup>202</sup> Zu den Kernelementen der Regelung von Art. 12a KKV gehören (i) die Trennung des Riskmanagementsystems von operativen Funktionen und insbesondere derjenigen der Portfolioverwaltung<sup>203</sup> sowie (ii) der Verhältnismässigkeitsgrundsatz.<sup>204</sup> Die Mindestanforderungen des Art. 12a KKV<sup>205</sup> werden in der totalrevidierten, am 1.1.2015 in Kraft getretenen KKV-FINMA konkretisiert, wobei im Hinblick auf den angestrebten Marktzugang die internationalen Grundsätze (AIFM-RL und CESR-Guideline 09-963 für UCITS) übernommen wurden. Da in der Vergangenheit die Ausgestaltung der Riskmanagement-Funktionen uneinheitlich vorgenommen wurde, entsprach das Festhalten der Grundsätze des Riskmanagements in der Verordnung einem Bedürfnis der Praxis.<sup>206</sup> Infolge der Anlehnung an internationale Standards sind die Anforderungen des Art. 67 ff. KKV-FINMA an das Riskmanagement mit denjenigen der AIFM-RL vergleichbar. Letztere widmet jedoch der Vorbeugung von Interessenkonflikten sowie der Unabhängigkeit der Ri-

<sup>193</sup> Nach ESMA-Opinion 13.7.2017 (Fn. 100), Rz. 60 sollten sogar kleine Bewilligungsträger mit einfacher Investmentstrategie über mindestens drei Vollzeitstellen, welche die Aufgaben des Portfolio und/oder Risikomanagements und/oder der Überwachung des Delegierten wahrnehmen müssen, verfügen. Weiterhin sollte es nach ESMA-Opinion 13.7.2017 (Fn. 100), Rz. 61 nicht zulässig sein, dass erheblich mehr relevante personelle und technische Ressourcen beim Delegierten im Drittstaat im Vergleich zum Bewilligungsträger in der EU unterhalten werden.

<sup>194</sup> Vgl. Art. 20 Abs. 1 lit. a AIFM-RL, Art. 76 AIFM-DVO.

<sup>195</sup> Art. 76 Abs. 1 lit. b AIFM-DVO.

<sup>196</sup> ESMA-Opinion 13.7.2017 (Fn. 100), Rz. 45.

<sup>197</sup> ESMA-Opinion 13.7.2017 (Fn. 100), Rz. 49 f.

<sup>198</sup> ESMA-Opinion 13.7.2017 (Fn. 100), Rz. 51.

<sup>199</sup> Bisweilen wird ein gänzlich Delegationsverbot befürchtet (vgl. *Claudia Gabriel*, Probleme für Britische Fondsmanager, in: NZZ vom 11.4.2018, abrufbar unter: <<https://zeitungsarchiv.nzz.ch/neue-zuercher-zeitung-vom-11-04-2018-seite-29.html?hint=3365999>> (zuletzt abgerufen am 17.8.2018)).

<sup>200</sup> Vgl. bereits Abschnitt I.2.2; siehe auch Kommission, Mitteilung 2017 (Fn. 33), 4.

<sup>201</sup> Während die deutsche Fassung der AIFM-RL vom «Risikomanagement» spricht, handelt es sich gemäss KKV-Terminologie um den englische «Riskmanagement».

<sup>202</sup> Vgl. auch FINMA, Erläuterungsbericht zur Totalrevision der KKV-FINMA vom 3.4.2014 (zit.: Erl. Bericht KKV-FINMA), 9 und 43.

<sup>203</sup> Vgl. Art. 12a Abs. 3 KKV.

<sup>204</sup> Vgl. Art. 12a Abs. 1 KKV.

<sup>205</sup> Erl. Bericht KKV-FINMA (Fn. 202), 44.

<sup>206</sup> Erl. Bericht KKV-FINMA (Fn. 202), 43.

sikomanagement-Funktion deutlich mehr Aufmerksamkeit: Vom AIFM werden besondere Schutzvorkehrungen im Hinblick auf eine unabhängige Ausübung von Risikomanagementmassnahmen verlangt.<sup>207</sup> Zudem definiert Art. 42 AIFM-DVO, wie die funktionale und hierarchische Trennung der Risikomanagementfunktion zu vollziehen ist. Die Regelung in der Schweiz beschränkt sich hingegen nur auf das generelle Gebot der funktionalen und hierarchischen Trennung der Kontroll- von operativen Funktionen<sup>208</sup> und der Forderung nach Unabhängigkeit der Risikokontrolle.<sup>209</sup> Während die FINMA in begründeten Fällen Abweichungen von diesen Anforderungen gewähren kann,<sup>210</sup> sieht die AIFM-RL im Gegensatz zu ihren Bestimmungen zur Compliance-Funktion keine Befreiungsmöglichkeiten im Hinblick auf die Unabhängigkeitsanforderungen der Risikomanagementfunktion vor.<sup>211</sup>

Angesichts der Tatsache, dass sich in der Schweizer Asset Management-Branche bislang noch keine Standards zur Implementierung der regulatorischen Vorgaben im Bereich des Riskmanagements etabliert haben, hat SFAMA am 7.9.2018 eine Fachempfehlung Risk Management herausgegeben. Das Ziel der Fachempfehlung ist, die regulatorischen Anforderungen der KKV und der KKV-FINMA im Hinblick auf die Riskmanagement-Funktion zu konkretisieren und der Fonds- und Asset Management-Industrie einen mit anderen in- und ausländischen Regeln kompatiblen Standard zur Verfügung zu stellen. Dabei handelt es sich um Empfehlungen zur Governance, Organisation und Positionierung der Risikomanagement-Funktion, zur Delegation des Risk- und Asset Managements sowie zur Feststellung, Bewertung, Steuerung und Überwachung von Risiken, wobei im Hinblick auf den letzten Aspekt ein ganzheitlicher Ansatz verfolgt wird: Zu berücksichtigen sind sowohl die Investment- als auch die Unternehmensrisiken.

*De lege ferenda* wird die Risikomanagementfunktion im FINIG (und in der Verordnung zum FINIG) geregelt. Gemäss Art. 9 Abs. 2 FINIG muss ein Finanz-

institut seine Risiken (inkl. Rechts- und Reputationsrisiken) messen, steuern und überwachen sowie für wirksame Kontrollen sorgen. Die Verordnung zum FINIG wird diese Bestimmung näher ausführen.

#### 4. Transparenzanforderungen

Ein zentraler Regelungsbereich der AIFM-RL ist die Festlegung von umfassenden Informations- und Offenlegungspflichten,<sup>212</sup> welche die Fondsbranche angesichts ihres Umfangs und ihrer Frequenz vor grosse Herausforderungen gestellt haben.<sup>213</sup> Es handelt sich um die periodische Berichterstattung mittels Jahresberichts,<sup>214</sup> vor- und nachvertraglichen Anlegerinformationen<sup>215</sup> und schliesslich Informationspflichten gegenüber Aufsichtsbehörden.<sup>216</sup> Diese Transparenzanforderungen müssen durch AIFM aus Drittstaaten und mithin auch durch Schweizer Asset Manager bereits heute eingehalten werden, wenn sie im Rahmen von Private Placement Regimes die von ihnen verwalteten AIF-Anteile in einzelnen EU-Mitgliedstaaten vertreiben.<sup>217</sup> Aus Platzgründen muss an dieser Stelle auf eine ausführliche Darstellung der Transparenzpflichten verzichtet werden. Hinzuweisen ist lediglich auf einzelne Besonderheiten: Obwohl die AIFM-RL nur den Vertrieb an qualifizierte Anleger regelt, sieht sie einen Katalog von Mindestinformationen vor, die den Anlegern vor der Anteilszeichnung in jedem Fall vorzulegen sind.<sup>218</sup> Im Gegensatz zu den Offenlegungspflichten der UCITS IV-RL<sup>219</sup> und der Prospekt-RL<sup>220</sup> besteht bei AIFM EU-weit allerdings kein standardisiertes Offenlegungsverfahren und -format: Die einzelnen Offenlegungsmodalitäten

<sup>207</sup> Art. 15 Abs. 1 Unterabs. 2 AIFM-RL i.V.m. Art. 43 AIFM-DVO.

<sup>208</sup> Vgl. Art. 12a Abs. 3 KKV.

<sup>209</sup> Art. 70 Abs. 3 KKV-FINMA.

<sup>210</sup> Art. 12a Abs. 4 KKV.

<sup>211</sup> Zur Befreiung von der Unabhängigkeitsanforderung bei der Compliance-Funktion vgl. Art. 61 Abs. 3 Unterabs. 2 i.V.m. Abs. 3 Unterabs. 1 lit. c und d AIFM-DVO.

<sup>212</sup> Frank Dornseifer, in: Frank Dornseifer/Ulf Klebeck/Thomas A. Jesch/Claus Tollmann (Hrsg.), Kommentar zur AIFM-Richtlinie, Richtlinie 2011/61/EU über Verwalter alternativer Investmentfonds mit Bezügen zum KAGB-E, München 2013 (zit.: vor Kap./Art. N), vor Kap. IV N 5.

<sup>213</sup> Kuper (Fn. 182), N 124.

<sup>214</sup> Art. 22 AIFM-RL.

<sup>215</sup> Art. 23 AIFM-RL.

<sup>216</sup> Art. 24 AIFM-RL.

<sup>217</sup> Vgl. Art. 42 Abs. 1 lit. a AIFM-RL.

<sup>218</sup> Art. 23 Abs. 1 AIFM-RL.

<sup>219</sup> Art. 68 Abs. 1 lit. a, Art. 69 Abs. 1 und 2 i.V.m. Schema A UCITS IV-RL.

<sup>220</sup> Art. 7 Abs. 1 Prospekt-RL (Richtlinie 2003/71/EG, ABl. L 345/64 vom 31.12.2003) i.d.F. von Art. 1 Ziff. 7 RL 2010/73/EU (Richtlinie 2010/73/EU, ABl. L 327/1 vom 11.12.2010); Art. 13 Prospekt-VO (Verordnung (EU) 2017/1129, ABl. L 168/12 vom 30.6.2017).

werden in den jeweiligen Vertragsbedingungen oder Satzungen der AIF vereinbart.<sup>221/222</sup> In der Schweiz erfolgt die vorvertragliche Anlegerinformation hingegen durch den Prospekt,<sup>223</sup> welcher jedoch in der Regel nicht aktiv angeboten werden muss.<sup>224</sup> In inhaltlicher Hinsicht entspricht der Prospekt nach Schweizer Recht weitgehend den Informationen, die den Anlegern nach Art. 23 Abs. 1 AIFM-RL vor der Zeichnung vorzulegen sind,<sup>225</sup> auch wenn die AIFM-RL den Informationen zu Hebelfinanzierungen eine grössere Bedeutung beimisst. Anders als im Rahmen der AIFM-RL besteht hierzulande die Möglichkeit der Befreiung von der Prospekterstellung.<sup>226</sup>

Auch nach der Anteilszeichnung muss ein AIFM die Investoren regelmässig mit weiteren Informationen zum AIF versorgen;<sup>227</sup> besondere Informationspflichten bestehen für AIFM, die hebelfinanzierte EU-AIF verwalten oder hebelfinanzierte AIF in der Union vertreiben.<sup>228</sup> Demgegenüber sind in der Schweiz *de lege lata* keine regelmässigen nachträglichen Informationspflichten vorgesehen: Die Informationsansprüche der Anleger beschränken sich vielmehr auf Informationen im Halbjahres- und Jahresbericht sowie kollektivanlagenprodukt-spezifische individuelle Ein-

sichts- und Auskunftsrechte.<sup>229</sup> *De lege ferenda* wird die Pflicht eingeführt, einen Nachtrag zum Prospekt zu erstellen, sofern zwischen der Genehmigung des Prospekts und dem endgültigen Schluss eines öffentlichen Angebots neue Tatsachen eintreten oder festgestellt werden und diese Tatsachen die Bewertung wesentlich beeinflussen könnten.<sup>230</sup>

Eine zentrale Rolle bei der Konzeption der AIFM-RL spielten schliesslich die Informationspflichten gegenüber Aufsichtsbehörden.<sup>231</sup> Dabei handelt es sich vorwiegend um jene Informationen, aus denen Schlüsse auf systemische Risiken gezogen werden können,<sup>232</sup> wodurch eine angemessene und einheitliche Überwachung der mit den Tätigkeiten von AIFM verbundenen Risiken gewährleistet werden soll und rechtzeitig Massnahmen zur Verhinderung der Akkumulation von systemischen Risiken ergriffen werden können.<sup>233</sup> Angesichts der zum Teil sehr kurzen (quartalsweisen) Berichtsfrequenz<sup>234</sup> können mit der regelmässigen Berichterstattung an die Behörden hohe administrative Kosten verbunden sein.<sup>235</sup> Zudem können die Aufsichtsbehörden des Herkunftsmitgliedstaats regelmässig oder spontan weitere Informationen anfordern, sofern dies für die wirksame Überwachung von Systemrisiken erforderlich ist,<sup>236</sup> was im Ergebnis zu unbeschränkten Informationspflichten führen kann.<sup>237</sup> Demgegenüber unterliegen Bewilligungsträger nach KAG keinen systematischen Informationspflichten zwecks Überwachung systemischer Risiken.<sup>238</sup> Die umfangreichen Transparenz- und Offenlegungspflichten der AIFM-RL gehen infolge ihres stärkeren Fokus auf der Verhinderung von

<sup>221</sup> Art. 23 Abs. 1 AIFM-RL; vgl. Dirk A. Zetzsche/David Eckner, Chapter 15: Investor Information and Reporting, in: Dirk A. Zetzsche (Hrsg.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, 2. Aufl., Alphen aan den Rijn 2015, 391–429, 395 m.w.H.

<sup>222</sup> Sofern jedoch AIFM AIF-Anteile an Kleinanleger vertreiben, unterliegen sie der am 1.1.2018 in Kraft getretenen Verordnung (EU) Nr. 1286/2014, Abl. L 352/1 vom 9.12.2014 (zit.: PRIIP-VO) und müssen daher ein Basisinformationsblatt erstellen und veröffentlichen (vgl. Art. 5 und 14 PRIIP-VO; dazu Zetzsche/Eckner (Fn. 221), Chapter 15, 422 f.).

<sup>223</sup> Für die Fondsleitung und die SICAV: Art. 75 ff. KAG; für die SICAF: Art. 116 i.V.m. Art. 75 und 77 KAG; für die KmGK: Art. 102 KAG. *De lege ferenda* finden sich diese Grundlagen in Art. 48 ff. FIDLEG.

<sup>224</sup> Eine Ausnahme besteht lediglich bei übrigen Fonds für alternative Anlagen, deren Prospekt interessierten Personen kostenlos angeboten werden muss (vgl. Art. 71 Abs. 4 KAG; vgl. Eduard De Zordi/Daniel Haeblerli, in: René Bösch/François Rayroux/Christoph Winzeler/Eric Stupp (Hrsg.), *Basler Kommentar Kollektivanlagengesetz*, 2. Aufl., Basel 2015, Art. 71 N 32).

<sup>225</sup> Vgl. Anhang I KKV.

<sup>226</sup> Art. 10 Abs. 5 lit. b KAG.

<sup>227</sup> Vgl. Art. 23 Abs. 4 AIFM-RL, Art. 108 AIFM-DVO.

<sup>228</sup> Art. 23 Abs. 5 AIFM-RL, Art. 109 AIFM-DVO.

<sup>229</sup> Vgl. Art. 84 Abs. 1 und 2 KAG, Art. 106 KAG, Art. 697 OR für Aktionäre der SICAF.

<sup>230</sup> Art. 56 Abs. 1 FIDLEG.

<sup>231</sup> Vgl. Kuper (Fn. 182), N 121.

<sup>232</sup> Vgl. Art. 24 Abs. 1, 2 und 4 AIFM-RL, Art. 110 Abs. 1 und 2 AIFM-DVO.

<sup>233</sup> Vgl. Erw. 123 AIFM-DVO.

<sup>234</sup> Vgl. Art. 110 Abs. 3 AIFM-DVO.

<sup>235</sup> Vgl. Kuper (Fn. 182), N 122.

<sup>236</sup> Art. 24 Abs. 5 AIFM-RL.

<sup>237</sup> Vgl. Komm. AIFM-RL-Dornseifer (Fn. 212), Art. 24 N 42.

<sup>238</sup> Die Erfassung und Überwachung systemischer Risiken in der Schweiz obliegt in erster Linie der Schweizerischen Nationalbank (SNB), die von der FINMA unterstützt wird (vgl. Lezzi (Fn. 7), 186 ff.). Auf der Grundlage von Art. 139 KAG, Art. 29 FINMAG sowie Art. 144 KAG wäre es der FINMA jedoch grundsätzlich erlaubt, die mit Art. 24 AIFM-RL vergleichbaren Daten zu erheben und entsprechend auszuwerten (vgl. auch Lezzi (Fn. 7), 214).

systemischen Risiken viel weiter als schweizerische Bestimmungen und dürften somit einen besonders hohen Compliance-Aufwand verursachen. Diese Bestimmungen sind jedoch bereits heute durch Schweizer Asset Manager zu erfüllen, sofern sie die Private Placement-Möglichkeit der einzelnen Mitgliedstaaten in Anspruch nehmen.<sup>239</sup>

### III. Fazit

Es kann festgehalten werden, dass die europäische und schweizerische Regulierung von Asset Managern im Wesentlichen gleichwertig ist, auch wenn die letztere einen viel geringeren Detaillierungsgrad aufweist und die Regelung einzelner Fragen Selbstregulierungsorganisationen überlässt. Zwar werden mit der Erweiterung des Pass-Regimes auf die Schweiz hiesige Vermögensverwalter die Bestimmungen der AIFM-RL direkt einhalten müssen, sodass das eingangs angedeutete Spannungsverhältnis infolge der Unterstellung von Schweizer Vermögensverwaltern unter doppelte – d.h. sowohl europäische als auch schweizerische – Anforderungen grundsätzlich bestehen bleibt. Doch aufgrund der zum Teil offenen Formulierung und der damit verbundenen Flexibilität der schweizerischen Kollektivanlagengesetzgebung wird es künftig für grenzüberschreitend tätige Schweizer Asset Manager möglich sein, sowohl KAG-

als auch AIFM-RL-compliant zu sein, ohne Normenkollisionen zu befürchten. Ohnehin braucht ein Drittland-AIFM im Falle einer Unvereinbarkeit der Bestimmungen der AIFM-RL mit denjenigen, den ein AIFM in seinem Sitz-Drittstaat unterliegt, die Bestimmungen der AIFM-RL nicht einzuhalten, wenn es nicht möglich ist, die Einhaltung der AIFM-RL mit der Einhaltung der anderen Bestimmung miteinander zu verbinden, oder aber, wenn die Bestimmung der Drittlandregulierung derjenigen der AIFM-RL gleichwertig ist und der AIFM diese auch einhält.<sup>240</sup> Mit anderen Worten: Sofern es sich im Hinblick auf die schweizerische Regulierung von Asset Managern um der AIFM-RL gleichwertige Bestimmungen handelt, können Schweizer Vorschriften eingehalten werden. Erst wenn keine entsprechende Regelung in der Schweiz besteht oder die europäische Regulierung strengere Regelungen vorsieht, haben sich Schweizer Asset Manager an die AIFM-RL zu halten. Dementsprechend steckt der Teufel im Detail: Angesichts der Bestrebung, einen hohen Grad an Harmonisierung zu erreichen, sind die europäischen Regelungen viel detaillierter und – im Gegensatz zur Produkt- und Verwalterregulierung des KAG – speziell auf die Verwalter zugeschnitten. Zu beachten sind zudem nicht nur die Level II-Verordnungen,<sup>241</sup> sondern die zahlreichen einzelnen bereichsspezifischen ausführlichen ESMA-Leitlinien, auch wenn sie sich an nationale Aufsichtsbehörden richten.

<sup>239</sup> Vgl. die Hinweise in Fn. 27.

<sup>240</sup> Art. 37 Abs. 2 Satz 2 AIFM-RL.

<sup>241</sup> AIFM-DVO sowie VO (EU) Nr. 694/2014 (Delegierte Verordnung (EU) Nr. 694/2014, ABl. L 183/18 vom 24.6.2014).