



Sandro Abegglen / Bertrand G. Schott*

Einsatz alternativer Anlagen in der Vermögensverwaltung

Rechtliche und regulatorische Aspekte unter besonderer Berücksichtigung der auf Banken anwendbaren Regeln



Inhaltsübersicht

- I. Einleitung und Übersicht
 1. Einleitung
 2. Übersicht
- II. Grundlagen
 1. Begriff der alternativen Anlagen
 2. Gründe für den Einsatz von alternativen Anlagen
 - 2.1 Breitere Diversifikation des Gesamtportfolios
 - 2.2 Erschliessung von Renditen
 3. Asset Allocation aus ökonomischer Sicht
 4. Der Vermögensverwaltungsvertrag
- III. Allokation alternativer Anlagen ohne besondere Vereinbarung mit dem Kunden
 1. Überblick – Beschränkung auf «bankübliche» Instrumente
 2. Zulässigkeit des Einsatzes von nicht-traditionellen Anlagen gemäss den Vermögensverwaltungs-Richtlinien
 - 2.1 Anforderungen im Überblick
 - 2.2 Anforderung 1: Portfolio-Diversifikationszweck
 - 2.3 Anforderung 2: Fund-of-Funds- oder Multi-Manager-Fund-Strukturen
 - 2.4 Anforderung 3: Leichte Handelbarkeit der Anlageinstrumente
 - 2.5 Anforderung 4: Vereinbarkeit mit der Anlagepolitik der Bank; organisatorische Anforderungen
- IV. Allokation alternativer Auslagen ausserhalb der Banküblichkeit bzw. Portfoliobeimischung
 1. Ausgangslage
 2. Vertragliche Modifikation der Anlagevorschriften
 - 2.1 Voraussetzungen der Modifikation im Allgemeinen
 - 2.2 Zulässigkeit der Modifikation
 - 2.3 In welcher Form?
 3. Abweichungen von den Anlagevorschriften: Aufklärung und Beratung durch die Bank
 4. Fehlende Zustimmung zur Abweichung von den Anlagevorschriften: Heilung durch stillschweigende Genehmigung seitens des Kunden?
- V. Exkurs: Target Allocation und Interessenkonflikte
 1. Organisation der Bank mit Blick auf Interessenkonflikte
 2. Umsetzung der Target Allocation mit gruppeneigenen alternativen Anlagen (bspw. Hedge Funds)
- VI. Zur Due Diligence bei alternativen Anlagen im diskretionären Mandat
 1. Allgemeines
 2. Insbesondere bei Funds of Hedge Funds

I. Einleitung und Übersicht

1. Einleitung

Die Nutzung von alternativen Anlagen im Rahmen von Vermögensverwaltungsmandaten ist auch aus rechtlichen und regulatorischen Gründen – auf ökonomische und portfoliotheoretische Aspekte wird hier nicht eingegangen – anspruchsvoller als die Allokation von traditionellen Anlageformen wie Obligationen, Aktien und Effektenfonds. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Regulierung und Selbstregulierung alternative Anlagen – zu Recht – mit besonderen Risiken in Verbindung bringen, welche jedenfalls in dieser Ausprägung bei traditionellen Anlagen nicht vorhanden sind: Beispielsweise zu nennen sind das Liquiditätsrisiko, das Settlementrisiko, rechtliche Risiken sowie das Transparenz- und Bewertungsrisiko.¹ Sodann weisen die Markt- und Währungsrisiken bei alternativen Anlagen im Vergleich zu traditionellen Investments Besonderheiten auf, wie z.B. eine höhere Korrelation zu traditionellen Anlagen als erwartet, oder eine hohe Komplexität im Fremdwährungs-Hedging.²

Alternative Anlagen, richtig eingesetzt, weisen aber auch Vorzüge auf, insbesondere, indem sie ermöglichen, ein Anlageportfolio breiter zu diversifizieren als dies beim blossen Einsatz von traditionellen Anlagen der Fall ist und zudem die Stabilisierung der Performance auch in neutralen und gar in sinkenden Märkten erlauben können. Dementsprechend ist der Einsatz alternativer Anlagen gemäss der auf Banken als Vermögensverwalter anwendbaren Selbstregulierung zulässig – ein Befund, der auch auf regulierte Investoren, die

* PD Dr. iur. Sandro Abegglen, LL.M., und Dr. iur. Bertrand G. Schott, beide Rechtsanwälte bei Niederer Kraft & Frey AG, Zürich. Die Autoren danken lic. iur. et lic. oec. Alexandre Both, Rechtsanwalt, für die profunden Hinweise zu den ökonomischen Themen sowie Yannick Wettstein, M.A. HSG, für seine wertvolle Mitarbeit am Manuskript.

¹ Vgl. dazu beispielsweise HANSJÖRG HERZOG, Alternative Anlageformen mit Blick auf die Revision der BVV 2, Der Schweizer Treuhänder 5/2000, 531.

² Vgl. HERZOG (FN 1), 531.

z.T. ökonomisch betrachtet Vermögen Dritter verwalten, zutrifft.

Das Image der alternativen Anlagen, namentlich der (Funds of) Hedge Funds, hat im Gefolge der Finanzkrise und der dadurch ausgelösten Liquiditätsprobleme verschiedener solcher Fonds und auch des Madoff-Betrugsfalls stark gelitten. Obschon dem Vernehmen nach insbesondere Privatanleger, aber auch zum Teil institutionelle Anleger wie Pensionskassen, fortan auf diese Anlagekategorie verzichten wollen, kommt den nicht-traditionellen Anlagen nach wie vor eine nicht zu unterschätzende Bedeutung zu.³

Auch wenn die Hedge Funds und Funds of Hedge Funds, nach dem Rückschlag im Zuge der Finanzkrise, wie im Jahre 2009 auch in Zukunft wohl wieder eine erfreulichere Performance erzielen werden, ist angesichts der anhaltend negativen medialen Berichterstattung⁴, zu erwarten, dass einzelne Anleger – retrospektiv – im Falle von enttäuschender Performance auch in Zukunft geltend machen werden, eine bestimmte Allokation alternativer Anlagen sei in unzulässiger Weise erfolgt.⁵ Auch aus diesem Grund rechtfertigt sich eine vertiefte Betrachtung der Zulässigkeit sowie der Voraussetzungen des Einsatzes alternativer Anlagen im Vermögensverwaltungsgeschäft. Die folgenden Ausführungen beschränken sich dabei, entsprechend dem Untertitel des Aufsatzes, auf Vermögensverwaltungs-Dienstleistungen, die durch Banken gestützt auf einen Vertrag zur diskretionären Vermögensverwaltung erbracht werden, wobei der Schwerpunkt der Ausführungen bei den Mandaten von Privatkunden liegt.

Nicht behandelt werden dabei Aspekte, die sich in gleicher Weise auch bei der Vermögensverwaltung unter Einsatz von traditionellen Anlagen stellen, es sei denn, dass der betreffenden Thematik bei alternativen Anlagen eine besondere Bedeutung zukomme.

2. Übersicht

Ausgehend von grundlegenden Ausführungen (II.), etwa über den Begriff der alternativen Anlagen und ihren Verwendungszweck, sei zunächst darauf eingegangen, welche Voraussetzungen eine Bank beim Einsatz alternativer Anlagen in der Vermögensverwaltung zu beachten hat, wenn der Kunde diesbezüglich keine besonderen Weisungen erteilt hat (III.). Verschiedene Problemkreise ergeben sich auch dann, wenn der Kunde Weisungen erteilt oder mit der Bank über den Einsatz alternativer Anlagen eine besondere Abrede getroffen hat (IV.). Schliesslich sei auf die Problematik der Interessenkonflikte (V.) sowie auf Fragen betreffend die Due Diligence beim Einsatz alternativer Anlagen (VI.) eingegangen.

II. Grundlagen

1. Begriff der alternativen Anlagen

Vorerst ist festzuhalten, dass es in der Ökonomie keine allgemein anerkannte, einheitliche Definition der alternativen Anlagen gibt, ungeachtet dessen, dass die Unterscheidung zwischen «traditionellen» und «alternativen» Anlagen geläufig ist.⁶ Die Unterscheidung zwischen traditionellen und alternativen Anlagen stellt nämlich keine fixe Grenze dar, sondern hängt vielmehr von der Anlagekultur und -epoche ab. Dies widerspiegelt sich auch in den verschiedenen Spezialregulierungen, die je einen eigenen – wenngleich ähnlichen – Katalog alternativer Anlagen aufweisen.⁷ Unter die traditionellen Anlagen fallen nach verbreiteter Ansicht die folgenden drei Anlageklassen: geldnahe Anlageinstrumente (Kontoguthaben, Festgelder, Geldmarktinstrumente), Festzinsinstrumente (Obligationen) und Aktien.⁸ Unter dem Begriff der alternativen Anlagen werden meist diejenigen Investitionsvehikel zusammengefasst, welche sich nicht in dieses traditionelle Anlageuniversum einordnen lassen.⁹ Zu den alternativen Anlagen werden dabei in erster Linie (Funds of) Hedge Funds, Private Equity und Rohstoffe gezählt.¹⁰ Vgl. zu den einzelnen alternativen Anlagen

³ Dass der Einsatz von alternativen Anlagen nicht nur bei Privatanlegern eine Glaubensfrage zu sein scheint, illustrieren Zeitungsartikel wie die folgenden: NZZ Online, 2. September 2010, «Pensionskassen im Glaubenskrieg», abrufbar unter: http://www.nzz.ch/finanzen/nachrichten/pensionskassen_im_glaubenskrieg_1.7418795.html (besucht am 27.10.2010); NZZ Online, 1. September 2010, «Wie alternativ sollen Pensionskassen anlegen?», abrufbar unter: http://www.nzz.ch/finanzen/nachrichten/wie_alternativ_sollen_pensionskassen_anlegen_1.6246323.html (besucht am 27.10.2010).

⁴ Vgl. etwa RUDOLF STRAHM, Erst die Sickerlöcher im BVG sanieren, dann die Renten kürzen, NZZ Online, 2. Februar 2010, abrufbar unter: http://www.nzz.ch/hintergrund/dossiers/eidgenoessische_abstimmung_vom_7_maerz_2010_dossier/berufliche_vorsorge_reduktion_des_mindestumwandlungssatzes/erst_die_sickerloecher_im_bvg_sanieren_dann_die_renten_kuerzen_1.4751755.html (besucht am 27.10.2010).

⁵ Den Autoren sind keine Fälle bekannt, in welchen Anleger geltend gemacht haben, die unterlassene Allokation von alternativen Anlagen habe zu einer zu geringen Portfoliodiversifikation geführt und die Bank sei für diese haftbar.

⁶ THOMAS SCHNEEWEIS/GARRY B. CROWDER/HOSSEIN KAZEMI, The New Science of Asset Allocation, Risk management in a multi-asset world, Hoboken 2010, 14.

⁷ Vgl. hinten Ziff. III.2.2.bb.

⁸ PASCAL GANTENBEIN/STEFAN LATERNER/KLAUS SPREMANN, Anlageberatung und Portfoliomanagement, Was Banker und Privatinvestoren wissen müssen, Zürich 2000, 33.

⁹ ANDREAS GRÜNBICHLER/STEFFEN GRAF/CHRISTIAN WILDE, Private Equity und Hedge Funds in der strategischen Asset Allocation, in: Dichtl/Kleeberg/Schlenger (Hrsg.), Handbuch Asset Allocation, Innovative Konzepte zur systematischen Portfolioplanung, Bad Soden 2003, 574.

¹⁰ HERZOG (FN 1), 529 f.; SCHNEEWEIS/CROWDER/KAZEMI (FN 6), 14.

auch die im Rahmen der Spezialgesetzgebung erwähnten Instrumente (unten Ziff. III.2.2.b).

Nachfolgend sei kurz auf diese drei erwähnten alternativen Anlagekategorien eingegangen:

- *Hedge Funds* sind Kollektivanlagevehikel, die unter möglichem Einsatz von Fremdmitteln und ohne Benchmarkorientierung eine breite Palette von Anlagestrategien mit oft sehr weiten Spielräumen einsetzen, um möglichst hohe absolute Renditen zu erwirtschaften.¹¹ Eine der geläufigen Anlagestrategien ist zum Beispiel die Long/Short-Strategie, durch welche die Spezialisten von ihren «Stock-Picking»-Fähigkeiten zu profitieren hoffen. Mit der Arbitrage-Strategie wird versucht, von relativen Ineffizienzen bei der Preisbestimmung auf unterschiedlichen Märkten zu profitieren. Global-Macro-Strategien zielen darauf ab, makroökonomische Entwicklungen zu antizipieren und von deren Folgen zu profitieren. Event-Driven-Strategien schliesslich spekulieren auf spezifische transaktionsorientierte Ereignisse im Laufe eines Unternehmens-Lebenszyklus (z.B. Ausgliederung oder Übernahmen).¹²
- *Private Equity* ist der allgemeine Begriff für das von privaten und institutionellen Anlegern beschaffte Beteiligungskapital an Unternehmen, die in der Regel nicht börslich gehandelt werden. Private-Equity-Fonds investieren in der Regel in Unternehmenskäufe (Buy-outs), Wachstumskapital (Growth Capital) oder Risikokapital (venture capital) nicht börsenkotierter Unternehmen.¹³ Private-Equity-Gesellschaften investieren aber auch in börsenkotierte Firmen, mit dem Zweck, diese nach Erwerb von der Börse zu nehmen und nach einem Restrukturierungsprozess gewinnbringend wieder zu verkaufen.¹⁴
- Zu den *Rohstoffanlagen* werden oft Investitionen in Agrargüter, Industriemetalle (wie Kupfer, Aluminium etc.) sowie Energieträger (Rohöl, Erdgas, Benzin und Heizöl) gezählt.

Zu beachten ist, dass die (Selbst-)Regulierungen die Kategorie der alternativen Anlagen nicht einheitlich im obigen Sinne definieren, sondern leichte Abweichungen

aufweisen, weshalb nachfolgend jeweils erwähnt wird, wie die betreffende (Selbst-)Regulierung die Kategorie der alternativen Anlagen von den traditionellen Anlagen abgrenzt.

2. Gründe für den Einsatz von alternativen Anlagen

Die Gründe für den Einsatz von alternativen Anlagen sind vielfältig, lassen sich jedoch in zwei Hauptkategorien gliedern:

2.1 Breitere Diversifikation des Gesamtportfolios

Eine Binsenwahrheit der Geldanlage lautet, dass man nicht alle Eier in einen Korb legen soll. In den 50er Jahren gelang es Harry Markowitz, diesen Diversifikationsgedanken durch ein mathematisches Modell zu erfassen. Herzstück seiner Diversifikationstheorie bildet die Korrelation von Assets bzw. Assetklassen.¹⁵ Allgemein formuliert, kann das Rendite-/Risiko-Verhältnis¹⁶ einer Anlagestrategie verbessert werden, indem Anlagen in ein bestehendes Portfolio aufgenommen werden, die nicht miteinander korrelieren. Wenn solche Anlagen mit anderen Anlagen in einem Portfolio kombiniert werden, bewirkt dies die Eliminierung eines Teils des Anlagerisikos.¹⁷ Es gilt, dass die Diversifikation eines Portfolios zunimmt, je niedriger die Korrelation zwischen den einzelnen Anlagen ist.¹⁸

Die Korrelationen der Renditen unter den alternativen Anlagen und mit traditionellen Anlagen sind häufig gering. Aus diesem Grund kann die Beimischung alternativer Anlagen das Rendite-Risiko-Profil des Gesamtportfolios verbessern und Performance-Schwankungen ausgleichen.¹⁹

2.2 Erschliessung von Renditen

Alternative Anlagen unterscheiden sich von herkömmlichen Anlageklassen in vielerlei Hinsicht und weisen vor allem hinsichtlich der Investitionsstrategien meist sehr individuelle Charakteristika auf. Damit können

¹¹ CHARLES P. JONES, *Investments, Principles and Concepts*, Hoboken 2010, 76; PHILIPP M. HILDEBRAND, Finanzmarktstabilität und Hedge Funds: wirksame und unwirksame Überwachungsansätze, Diskussionsforum in der Reihe Nachbarn Deutschland-Schweiz: Impulse für die Zukunft, 9. November 2005.

¹² Für die verschiedenen Strategien siehe GRÜNBICHLER/GRAF/WILDE (FN 9), 576 ff.; ALFRED GRUBER/ANDREAS BRINKROLE, Entlohnung und Kompensationsstrukturen von alternativen Investments – eine optionstheoretische Betrachtung, in: Grünbichler/Grafer/Gruber (Hrsg.), *Private Equity und Hedge Funds*, Zürich 2001, 327 f.

¹³ EIDGENÖSSISCHE BANKENKOMMISSION, *Hedge-Fonds Marktentwicklung, Risiken und Regulierung*, Positionspapier, September 2007, 16.

¹⁴ FRANK MÜLLER, *Private Equity in der Unternehmenskrise* (Diss. Witten/Herdecke 2009), 63.

¹⁵ KLAUS SPREMANN, *Wirtschaft, Investition und Finanzierung*, 5. Aufl., München 1996, 514 ff.

¹⁶ Das Mass für das Risiko ist die sogenannte Volatilität, welche erfasst, wie stark die Renditen einer Anlage streuen können: Je grösser die Streuung der Renditen, umso risikoreicher die Anlage und entsprechend höher die Volatilität; vgl. PETER OERTMANN: *Diversifikation*, in: Gehrig/Zimmermann (Hrsg.), *Fit for Finance, Theorie und Praxis der Kapitalanlage*, 6. Aufl., Zürich 2000, 40.

¹⁷ BERND RUDOLPH, *Theorie und Empirie der Asset Allocation*, in: Dichtl/Kleeberg/Schlenger (FN 9), 7.

¹⁸ YOUSSEF AFFANY/GARY DUGAN/DOMINIQUE VON AUFSCHNATTER, *Bedeutung von Korrelationsstrukturen in der strategischen Asset Allocation*, in: Dichtl/Kleeberg/Schlenger (FN 9), 158.

¹⁹ KARL GEORG BAYER/MICHAEL FRAIKIN/MARTIN KOLREP, *Man-datsstrukturierung nach dem Core-Satellite-Ansatz*, in: Dichtl/Kleeberg/Schlenger (FN 9), 550.

sie Instrumente und Strategien nutzen, die traditionellen Kapitalanlagen nicht zur Verfügung stehen (bspw. Leerverkäufe, Einsatz von Hebelwirkung). So können sie z.B. bei jeder Marktlage (steigende und fallende Märkte) Rendite erzielen sowie Marktineffizienzen oder Liquiditätsprämien ausnutzen.²⁰

3. Asset Allocation aus ökonomischer Sicht

Als Asset Allocation wird allgemein die optimale Aufteilung (Allocation) eines gegebenen Anlagebetrags auf die für die Anlage in Frage kommenden Vermögensgegenstände (Assets) bezeichnet.²¹ Asset Allocation-Überlegungen basieren, wie bereits ausgeführt, auf dem Prinzip der Diversifikation (siehe oben Ziff. II.2.1).²²

Üblicherweise wird im Rahmen der Asset Allocation zumindest zwischen der strategischen und der taktischen Ebene unterschieden: Mittels der *strategischen Asset Allocation* wird die langfristige Aufteilung des Vermögens auf die verfügbaren Assetklassen festgelegt.²³ Dabei werden nicht nur die erwarteten Renditen der betrachteten Anlageklassen berücksichtigt, sondern auch die Risikotragfähigkeit der Investoren. Hinzu kommt, dass bei der Ermittlung der optimalen Kapitalaufteilung in der Realität häufig auch bestehende oder zukünftige, zumeist unsichere Verpflichtungen (sog. Liabilities), Cash Flows und sonstige Restriktionen (z.B. Anlagegrenzen für bestimmte Klassen) berücksichtigt werden müssen. Ferner gilt es, der intertemporalen Dynamik der Umweltbedingungen (Marktentwicklung etc.) angemessen Rechnung zu tragen.²⁴

Während die strategische Asset Allocation wie erwähnt die Zerlegung des Portfolios in Anlageklassen beinhaltet, werden unter der *taktischen Asset Allocation* alle nachgelagerten Entscheidungsprozesse verstanden, bis hin zur Auswahl der einzelnen Finanztitel.

In der Regel wird die *strategische Asset Allocation* (bei Privatkunden praktisch immer unter Mitwirkung des Beraters) vom Anleger festgelegt und dient dem Asset Manager als Vorgabe. Dieser soll dann im Rahmen der *taktischen Asset Allocation* seine Fähigkeiten unter Be-

weis stellen,²⁵ d.h. bei der taktischen Einzeltitelauswahl innerhalb der berücksichtigten Anlageklassen.²⁶

Daraus folgt, dass man unter Asset Allocation sowohl einen Prozess als auch das Ergebnis dieses Prozesses verstehen kann, nämlich die Aufteilung der Mittel auf bestimmte Anlageklassen respektive Einzelwerte.

4. Der Vermögensverwaltungsvertrag

Unter dem Begriff der Vermögensverwaltung wird im Schweizer Recht allgemein eine individuelle, diskretionäre Kapitalanlage, basierend auf dem Recht des einfachen Auftrags im Sinne von Art. 394 ff. OR, verstanden.²⁷ Das typische Merkmal dieser diskretionären Kapitalanlage besteht darin, dass der Anleger die Anlageentscheide an einen Dritten delegiert. Der Vermögensverwalter hat die Anlageentscheide vertragsgemäss, getreu und sorgfältig im Rahmen der vereinbarten Anlagepolitik (welche in erster Linie durch vereinbarte Anlagerestriktionen definiert wird) und unter Respektierung allfälliger stehender Weisungen zu treffen. Der Inhalt des Vermögensverwaltungsvertrags wird vorab durch die mit dem Kunden abgeschlossene Vereinbarung bestimmt, denn die auftragsrechtlichen Bestimmungen gemäss Art. 394 ff. OR sind weitgehend dispositiver Natur.

Im Auftragsrecht zentral ist die Regelung des Art. 398 Abs. 2 OR, wonach der Beauftragte dem Auftraggeber für die getreue und sorgfältige Ausführung des Auftrages haftet.²⁸ Dabei bemisst sich das Mass der geschuldeten Sorgfalt grundsätzlich nach einem normativen Sorgfaltsmassstab, d.h. nach objektiven Kriterien.²⁹ «Ob der Beauftragte im Einzelfall unter dem Gesichtspunkt des Verschuldens die erforderliche Sorgfalt angewendet hat oder nicht, bestimmt sich danach, ob sich ein «sorgsamer Beauftragter» der gleichen Berufsgruppe «an seiner Stelle, unter den konkreten Umständen, gleich verhalten hätte.»³⁰ Allerdings kann sich ein Beauftragter, der über überdurchschnittliche Fähigkeiten und Eigenschaften verfügt, nicht mit dem Einwand von der Haftung befreien, er habe die übliche Sorgfalt angewendet; für Spezialisten gilt ein höherer Sorgfaltsmassstab.³¹

Zur Konkretisierung der vom Beauftragten zu beachtenden Sorgfaltspflicht sind die in einer Branche geltenden Standards bzw. Standesregeln heranzuziehen. Für

²⁰ Statt vieler CHARLES P. JONES (FN 11), 76.

²¹ BERND RUDOLPH (FN 17), 4; THOMAS PORTMANN/MARKUS RUDOLPH: Asset Allocation, Zeithorizont und Shortfall-Risk, in: Gehrig/Zimmermann (FN 16), 59.

²² PORTMANN/RUDOLPH (FN 21), 59.

²³ HUBERT DICHTL/JOCHEN M. KLEEGERG/CHRISTIAN SCHLENGER, Modellgestützte Planung der strategischen Asset Allocation: Von der Theorie zur Praxis, in: Dichtl/Kleeberg/Schlenger (FN 9), 28.

²⁴ DICHTL/KLEEGERG/SCHLENGER (FN 23), 28.

²⁵ ANDREAS SAUER, Asset Allocation in Europa: Die Performance von Aktien und Renten nach den «Goldenen Neunzigern», in: Dichtl/Kleeberg/Schlenger (FN 9), 68.

²⁶ RUDOLPH (FN 17), 17.

²⁷ BGE 133 III 97 E. 7. Statt aller: EMCH/RENZ/ARPAGAU, Das Schweizerische Bankgeschäft, 6. Aufl., Zürich 2004, N 1488 ff.

²⁸ HANS PETER WALTER, Prozessuale Aspekte beim Streit zwischen Kunden und Vermögensverwalter, ZSR 2008, 102.

²⁹ Grundlegend BSK-WIEGAND, Art. 97 OR N 31 ff.

³⁰ BK-FELLMANN, Art. 398 OR N 486.

³¹ BK-FELLMANN, Art. 398 OR N 492.

den Bereich der Vermögensverwaltung durch Banken gelten die im Jahre 2010 letztmals revidierten Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung (VVRL) als Landesrecht.³² Nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung kommt den VVRL denn auch die Bedeutung einer durchgesetzten Verkehrssitte oder Branchenunsatz im Vermögensverwaltungsbereich zu.³³ Die VVRL enthalten nicht nur einen Katalog von Bestimmungen, die sich der Ausübung eines Vermögensverwaltungsmandats widmen, sondern, jeweils bei den Normen integriert, auch eine hilfreiche Kommentierung der Regelungen.

Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) hat die VVRL zum aufsichtsrechtlichen Mindeststandard erklärt.³⁴ Das FINMA-Rundschreiben 2009/1 «Eckwerte zur Vermögensverwaltung – Eckwerte für die Anerkennung von Selbstregulierungen zur Vermögensverwaltung als Mindeststandard» (FINMA-Rundschreiben 2009/1) statuiert dabei den Masstab, der angewandt wird, wenn eine Organisation der Vermögensverwaltungsbranche ihre Verhaltensregeln als Mindeststandards von der FINMA anerkennen lassen will. Die Vorschriften des Rundschreibens sind bereits derart konkret ausgestaltet und mit dazugehörigen FAQ³⁵ erläutert, dass sie auch direkt für die Konkretisierung des Inhalts der Pflichten der Bank herangezogen werden können. Allerdings wurden die VVRL im Jahre 2010 an die Anforderungen des FINMA-Rundschreiben 2009/1 angepasst und reflektieren mithin bereits die im Rundschreiben statuierten Anforderungen.

Entsprechend der subsidiären Natur von Landesregeln, sieht Ziff. 1 VVRL vor, dass die Normen der VVRL durch abweichende Vereinbarungen zwischen Kunde und Bank bzw. auch Weisungen des Kunden (sowohl stehende als auch auf einzelne Transaktionen

bezogene)³⁶ verdrängt werden. So kommt es nicht selten vor, dass Vermögensverwaltungsverträge deutliche Abweichungen von den Anlagevorschriften der VVRL enthalten, sei es etwa im Bereich der Diversifikation oder – im vorliegenden Kontext relevant – betreffend den Einsatz von nicht-traditionellen bzw. alternativen Anlagen auch ausserhalb der blossen Beimischung zum Zweck der Portfolio-Diversifikation.³⁷

Fehlt eine derartige Absprache zwischen Vermögensverwalter und Kunde, wird im Schrifttum die Meinung vertreten, dass die VVRL als konkludent vereinbarter Vertragsinhalt gelten.³⁸

III. Allokation alternativer Anlagen ohne besondere Vereinbarung mit dem Kunden

1. Überblick – Beschränkung auf «bankübliche» Instrumente

Fehlt eine den VVRL entgegenstehende Vereinbarung zwischen Vermögensverwalterin und Kunde bzw. hat dieser der Bank keine abweichende Weisung erteilt, beschränkt sich der Vermögensverwaltungsauftrag gemäss Ziff. 8 VVRL auf *bankübliche Anlageinstrumente*.

Bei den banküblichen Anlageinstrumenten handelt es sich in erster Linie um *traditionelle Anlagen* wie Festgeld- und Treuhandanlagen, Edelmetalle, Geld- und Kapitalmarktanlagen in Form von Wertpapieren und Wertrechten, davon abgeleitete Instrumente und deren Kombinationen sowie Anlagefonds, Investmentgesellschaften und andere Instrumente der kollektiven Anlage (vgl. den Kommentar zu Ziff. 8 VVRL).

Unter gewissen Voraussetzungen können aber auch *nicht-traditionelle bzw. alternative Anlagen* wie Hedge Funds³⁹, Private Equity und Immobilien den Begriff der Banküblichkeit im Sinne der VVRL erfüllen, worauf im Folgenden einzugehen sein wird (vgl. nachstehend Ziff. III.2).

Nebenbei sei hier bemerkt, dass sich die VVRL mit Rohstoffen und Nichtedelmetallen nicht unter dem für nichttraditionelle Anlagen geltenden Regime (VVRL Ziff. 12) befasst, sondern diese als eigenständige Kategorie auffasst, für welche allerdings im Ergebnis die

³² Schweizerische Bankiervereinigung, Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge 2010; zu den VVRL im Allgemeinen siehe CHRISTOPH WINZELER, Die Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung, in: von der Crone/Forstmoser/Weber/Zäch (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, 157 ff. Vgl. hierzu auch URS BERTSCHINGER, Sorgfaltspflichten der Bank bei Anlageberatung und Vermögensverwaltungsaufträgen, Diss. Zürich 1991, 47, worin eine systematische Analyse der Sorgfaltspflicht des Vermögensverwalters in sämtlichen Phasen eines Vermögensverwaltungsmandats enthalten ist; weiter P. CHRISTOPH GUTZWILLER, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zürich/Basel/Genf 2008, 6, 91, 143 ff. und 151 f.; SANDRO ABEGGLEN, Vermögensverwaltung durch die Bank – konfliktträchtige Bereiche und ihre Bewältigung, unter besonderer Berücksichtigung von Kunden-Direktorders, SZW 4/2001, 181 f.; CHRISTOPH WINZELER, Vermögensverwaltung durch Banken, SZW 6/2006, 240 ff.

³³ WALTER (FN 28), 102.

³⁴ Vgl. hierzu FINMA-Rundschreiben 2008/10 – Selbstregulierung als Mindeststandard: Von der Eidg. Finanzmarktaufsicht als Mindeststandard anerkannte Selbstregulierung vom 20. November 2008.

³⁵ Abrufbar unter: <http://www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-eckwerte.aspx> (besucht am 27.10.2010).

³⁶ Siehe auch WINZELER (FN 32), 424.

³⁷ Vgl. dazu unten, Ziff. IV.

³⁸ WALTER (FN 28), 102.

³⁹ Vgl. zu den Hedge Funds aus rechtlicher Sicht FELIX LUKAS STOTZ, Die Regulierung von Hedge Funds in der Schweiz, Bern/Stuttgart/Wien 2004; PASCAL BUSCHOR, Rechtliche Rahmenbedingungen für Hedge Funds in der Schweiz (Diss. Zürich 2009) sowie die demnächst erscheinende Dissertation DAVID WICKI, «Hedge Funds im Schweizer Recht – Regulierung qua Transparenz?».

gleichen Einsatzanforderungen wie bei alternativen Anlagen gelten (vgl. VVRL Ziff. 8, Kommentar 3. Absatz).

2. Zulässigkeit des Einsatzes von nicht-traditionellen Anlagen gemäss den Vermögensverwaltungs-Richtlinien

2.1 Anforderungen im Überblick

Nicht-traditionelle Anlagen gelten nur dann als *banküblich* im Sinne der VVRL und somit – ohne entsprechende spezifische Weisung des Kunden – als von den VVRL zugelassene Anlagen, wenn sie vier Anforderungen kumulativ erfüllen:

- Erstens dürfen sie nur zur *Diversifikation des Gesamtportfolios* eingesetzt werden (Ziff. 12 VVRL).
- Zweitens müssen die betreffenden Instrumente nach dem *Fund-of-Funds-Prinzip* strukturiert sein oder sonst für eine *gleichwertige Diversifikation* Gewähr bieten (Multi Manager Funds) (Ziff. 12 VVRL).
- Drittens muss die *leichte Handelbarkeit* im Sinne von Ziff. 10 der VVRL gewährleistet sein. (Ziff. 12 VVRL).
- Und viertens muss die Aufnahme von nicht-traditionellen Anlagen in Kundenportfolios durch die *Anlagepolitik der Bank «abgedeckt»* sein (vgl. Kommentar von Ziff. 12 VVRL), was zudem in Verbindung mit Ziff. 4 der VVRL und FINMA-Rundschreiben 09/1 Ziff. 15 impliziert, dass die Bank geeignete Massnahmen zum sorgfältigen und fachgerechten Einsatz von nicht-traditionellen Anlagen vorzuziehen hat (organisatorische Anforderungen).

2.2 Anforderung 1: Portfolio-Diversifikationszweck

a. Regelung gemäss den Vermögensverwaltungs-Richtlinien

Alternative Anlagen dürfen gemäss Ziff. 12 VVRL nur zur Diversifikation des Gesamtportfolios eingesetzt werden, d.h. um die Volatilität des Portfolios zu reduzieren bzw. dessen Stabilität zu erhöhen. Im Umkehrschluss kann festgehalten werden, dass der Einsatz von alternativen Anlagen zum Zwecke einer speziell auf diese Anlagen ausgerichteten Anlagestrategie gemäss den VVRL nicht zulässig ist bzw. eine anderslautende Abrede oder Kundenweisung voraussetzt.

Soweit ersichtlich, bestehen – aus rechtlicher Sicht – keine minimalen oder maximalen Unter- respektive Obergrenzen im Sinne von anerkannten Werten, die festlegen, wann der Einsatz von alternativen Anlagen in Kundenportfolios (nur) dem Zweck der Diversifikation bzw. der Stabilität des Portfolios dient. Die Frage, wie eine optimale Diversifikation auszusehen hat, wird in den VVRL nicht aufgegriffen. Die Schweizerische

Bankiervereinigung (SBVg) überlässt es ihren Mitgliedern, hierüber interne Richtlinien zu erlassen.⁴⁰ Unseres Wissens finden sich weder in der Gerichts- oder in der FINMA-Praxis noch in der juristischen Literatur konkrete Aussagen darüber, wie die Diversifikation – im allgemeinen oder mit Bezug auf die Beimischung alternativer Anlagen – in der Vermögensverwaltung vorzunehmen sei.

Das Fehlen einer rechtlich normierten, fixen Schwelle zur Diversifikation in der Vermögensverwaltung erscheint aus den folgenden Gründen sachgemäss: Inwieweit der Einsatz von alternativen Anlagen tatsächlich nur der Diversifikation eines bestehenden Portfolios dient, entscheidet sich nach ökonomischen und portfoliotheoretischen Grundsätzen, wobei diese Frage letztlich nur unter Betrachtung des konkreten Einzelfalls beantwortet werden kann. So hängt die «angemessene» Diversifikation zum einen von der *konkreten Zusammensetzung eines spezifischen Portfolios* ab, zum anderen auch von der *individuellen Anlagestrategie und Risikoneigung* des Kunden.⁴¹ Aufgrund der Portfolio- und Anlagestrategieabhängigkeit der Frage, wie hoch die Quote alternativer Anlagen sein darf, damit sie noch der Diversifikation dient, wäre also eine generell-abstrakte, prozentuale Schwelle nur dann sinnvoll, wenn gleichzeitig auch weitere Anlagevorschriften, insbesondere Vorschriften über die Anlagepolitik, festgesetzt würden, wie dies bei den Anlagevorschriften der Spezialregulierungen der Fall ist (dazu sogleich unter Ziff. III.2.2.b).

Mit der blossen Feststellung, dass das Fehlen von prozentualen Schwellenwerten für den Einsatz alternativer Anlagen in der Vermögensverwaltung sachgerecht ist, wird allerdings dem Juristen, der Ziff. 12 der VVRL anzuwenden hat, nicht geholfen. Es ist daher nach Anhaltspunkten zu suchen, die eine juristische Beurteilung der Anforderungen der VVRL an die Diversifikation beim Einsatz alternativer Anlagen erleichtern können. Dabei ist es naheliegend, Anhaltspunkte, die bei einer sachgerechten Auslegung der Diversifikations-Anforderung gemäss Art. 12 VVRL herangezogen werden können, in den einzelnen Spezialregulierungen zu suchen. Nachfolgend sei daher aufgezeigt, wie sich der Einsatz von alternativen Anlagen im Recht von regulierten Institutionen wie Pensionskassen, privaten Versicherungen und Anlagefonds präsentiert. Die dabei gewonnenen Erkenntnisse vermögen u.E. gewisse *Anhaltspunkte* zu geben, wie eine VVRL-konforme Beimischung von alternativen Anlagen in Kundenportfolios auszusehen hat.

Zu beachten ist, dass sich die im Folgenden genannten Prozentschwellen jeweils auf die *gesamte Quote alternativer Anlagen* in einem Portfolio beziehen (Anlagekategorienmischung), und nicht etwa darauf, wie hoch

⁴⁰ Hierzu BERTSCHINGER (FN 32), 166 ff.

⁴¹ BERTSCHINGER (FN 32), 166.

die Konzentration eines spezifischen Typs alternativer Anlagen im Portfolio sein darf.

b. Quoten alternativer Anlagen gemäss Spezialregulierung

aa. Vorbemerkungen

Im Folgenden soll kurz dargelegt werden, wie der Einsatz alternativer Anlagen bei Pensionskassen, Versicherungen und Effektenfonds reguliert ist.⁴² Es sei an dieser Stelle nochmals festgehalten, dass sich daraus keine eigentlichen Regeln für den Einsatz dieser Produkte durch Banken ableiten, sondern lediglich gewisse Anhaltspunkte für die Auslegung von Ziff. 12 VVRL gewinnen lassen.

bb. Pensionskassen (BVV 2)

Für Pensionskassen und Freizügigkeitsstiftungen der Säule 3a sieht Art. 55 lit. d BVV 2⁴³, bezogen auf das Gesamtvermögen, eine Begrenzung von 15 Prozent für alternative Anlagen vor. Präzisiert wird, dass die alternativen Anlagen keine Nachschusspflicht vorsehen und nur mittels diversifizierter kollektiver Anlagen, diversifizierter Zertifikate oder diversifizierter strukturierter Produkte vorgenommen werden dürfen.⁴⁴ Unter die Anlagekategorie der alternativen Anlagen fallen dabei:

- Hedge Funds;
- Rohstoffe;
- Private Equity; und
- Insurance Linked Securities.

Gemäss einer viel beachteten Pensionskassenstudie von Swisscanto⁴⁵ betrug bei den Pensionskassen der Anteil an alternativen Anlagen an der gesamten Asset Allocation Ende 2008 und 2009 durchschnittlich 4,8 bzw. 4,7 Prozent. Als Zielgrösse für das Jahr 2009 wird in der Studie eine Allokation von 5,6 Prozent angegeben, wobei, so die Studie weiter, diese Zielallokation möglicherweise aufgrund von Enttäuschungen über die Entwicklung bei den Hedge Funds oder aufgrund der durch die BVV 2-Revision ausgelösten politischen Diskussion, welche diese Anlagen in einem schlechten Licht dargestellt haben, nicht erreicht worden sei.

Die in der BVV 2 festgesetzten Quoten sind nicht starr, sondern dürfen, auch hinsichtlich der Quote für alternative Anlagen, überschritten werden, wenn dies unter Beachtung der allgemeinen Anlagegrundsätze (vgl. Art. 49a BVV 2 betreffend Führungsverantwortung und Aufgaben der obersten Organe) sachgerecht erscheint, im Reglement vorgesehen ist und zudem im Anhang der Jahresrechnung jeweils schlüssig dargelegt werden kann (vgl. Art. 50 Abs. 4 BVV 2).

cc. Privatversicherungen betreffend ihr gebundenes Vermögen (AVO)⁴⁶

Art. 79 Abs. 1 lit. h AVO sieht vor, dass dem gebundenen Vermögen alternative Anlagen wie Hedge Funds und Private Equity zugewiesen werden können. Konkretisierungen dafür finden sich in den von der FINMA herausgegebenen Anlagerichtlinien «Anlagen im gebundenen Vermögen sowie Einsatz von derivativen Finanzprodukten bei Versicherern» (FINMA-Rundschreiben 2008/18). Das FINMA-Rundschreiben 2008/18 teilt die folgenden Instrumente der Kategorie der alternativen Anlagen zu:⁴⁷

- Hedge Funds;
- Private Equity Funds;
- Währungs-Overlays;
- Rohstoff-Indices und -Baskets;
- Strukturierte Produkte, welche an Alternative Anlagen gebunden sind und als alternative Anlage klassifiziert werden müssen; und
- Kollektive Kapitalanlagen, welche in traditionelle Anlagen mit erhöhtem Risiko oder in alternative Anlagen investieren (z.B. Art. 68 ff. KAG «übrige Fonds für traditionelle Anlagen» und «übrige Fonds für alternative Anlagen»).

Der im gebundenen Vermögen einer Privatversicherung angerechnete Wert aller alternativen Anlagen darf kumuliert 10 Prozent des Sollbetrages des gebundenen Vermögens nicht übersteigen. Die alternativen Anlagen müssen sodann einen Ausstieg aus dem Investment innert marktüblichen Fristen (max. 24 Monate; mit Ausnahme von Private Equity Investments) erlauben. Dabei ist stets darauf zu achten, dass die langfristige Abwicklung solcher Investitionen in der Liquiditätsplanung berücksichtigt wird, damit jederzeit eine ausreichende Liquidität vorhanden ist.⁴⁸

Auf die sehr detaillierten Anforderungen des FINMA-Rundschreibens 2008/18 betr. Einbettung in Anlagestrategie und organisatorische Anforderungen wird unten in Ziff. III.2.5 eingegangen.

⁴² Vgl. für das deutsche Recht ULF KLEBECK/THOMAS A. JESCH, Private Equity für institutionelle Investoren, Corporate Finance law 2010, 372 ff.

⁴³ Verordnung vom 18. April 1984 über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge, SR 831.441.1.

⁴⁴ Bundesamt für Sozialversicherungen (BSV), Geschäftsfeld Alters- und Hinterlassenenvorsorge, Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 109, 4; ISABELLE THEURILLAT, Neue Anlagevorschriften für Vorsorgeeinrichtungen – Mehr Diversifikationsmöglichkeiten für den Stiftungsrat, in: Lengauer (Hrsg.), Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2008/2009, 146.

⁴⁵ Schweizer Pensionskassen 2010, abrufbar unter <http://www.swisscanto.ch/ch/de/institutional/asset-management/pensionskassenstudie.html> (besucht am 27.10.2010), insb. 37 f.

⁴⁶ Verordnung vom 9. November 2005 über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen, SR 961.011.

⁴⁷ Rz. 306 ff.

⁴⁸ Vgl. Rz. 318 des FINMA-Rundschreibens 2008/18.

dd. Effektenfonds

Gemäss Art. 70 Abs. 3 KKV⁴⁹ dürfen bei Effektenfonds höchstens 10 Prozent des Fondsvermögens in andere als die ausdrücklich in Abs. 1 als zulässig bezeichneten Anlagen investiert werden, wobei die alternativen Anlagen in der Liste der ausdrücklich zulässigen Anlagen nicht aufgeführt werden. Entsprechend gilt bei Effektenfonds für Investitionen in alternative Anlagen also eine Obergrenze von 10 Prozent.

Gänzlich ausgeschlossen sind aber Anlagen in Edelmetalle, Edelmetallzertifikate, Waren und Wertpapiere sowie Leerverkäufe von Anlagen (Art. 70 Abs. 2 KKV).

c. Schlussfolgerung für das Diversifikations-Erfordernis gemäss Ziff. 12 Vermögensverwaltungs-Richtlinien

Die Angemessenheit des Einsatzes alternativer Anlagen ist im Wesentlichen von der zwischen dem Kunden und der Bank vereinbarten Anlagestrategie abhängig. Welches die korrekte Allokations-Quote ist, lässt sich nur im Einzelfall aufgrund der gewählten Strategie und einer Betrachtung des konkreten Portfolios bestimmen. Der Diversifizierungszweck beim Einsatz alternativer Anlagen gemäss Ziff. 12 VVRL muss von der Bank im Streitfall daher portfoliotheoretisch dargelegt werden können. Dabei ist zu beachten, dass bei der Beurteilung einer angemessenen Target Allocation für alternative Anlagen stets eine gewisse Meinungsvielfalt unter Experten bestehen wird.

Eine Betrachtung der Regulierungen von Vorsorgeeinrichtungen, Versicherungen und Effektenfonds zeigt, dass für diese streng regulierten Investoren eine Quote in alternative Anlagen von *10 bis rund 15 Prozent* vom Gesetzgeber als Maximalgrenze betrachtet wird. Im Regulierungsbereich der Pensionskassen sind die Limiten für die Aufnahme alternativer Anlagen allerdings nicht starr ausgestaltet, sondern können wie erwähnt unter Beachtung der allgemeinen Anlagegrundsätze – auch nach oben – flexibel gehandhabt werden.⁵⁰

Ohne eine direkte oder analoge Anwendung dieser regulatorischen Schwellenwerte für die Vermögensverwaltung postulieren zu wollen, sind wir der Ansicht, dass diese Obergrenzen immerhin eine taugliche Richtlinie abgeben können für die Frage, was eine angemessene Diversifikation im Rahmen eines diskretionären Vermögensverwaltungsmandats bedeutet. Dabei ist aber zum einen zu beachten, dass die Schwellenwerte, wie bereits erwähnt, für streng regulierte Institute aufgestellt wurden, bei denen besonders schützenswerte

Interessen auf dem Spiel stehen. Zum anderen gilt es zu berücksichtigen, dass die in den Spezialregulierungen erwähnten Obergrenzen in der jeweiligen Regulierung in einen Katalog von konkreten Anlagevorschriften eingebettet und somit jeweils in einem spezifischen Gesamtzusammenhang zu verstehen sind.

Diese Unterschiede zur Vermögensverwaltung für Privatkunden vor Augen, sind wir vor dem Hintergrund der Obergrenzen, die in den spezifischen Regulierungen für streng regulierte Institute genannt werden, der Ansicht, dass in der Vermögensverwaltung im laufenden Mandat (beim Portfolioaufbau und bei Mandatskündigungen kann es zu Abweichungen kommen) als Faustregel eine Obergrenze der Target Allocation in alternative Anlagen von ca. 15 bis 20 Prozent vertretbar sein dürfte (damit ist auch gesagt, dass es aufgrund von Kursbewegungen vorübergehend zu höheren Werten kommen kann). Dabei ist natürlich immer *vorausgesetzt*, dass die Target Allocation zur vereinbarten Anlagestrategie passt, welche die Verlustfähigkeit und den Liquiditätsbedarf des Anlegers zu berücksichtigen hat.

Bei einer Diskussion über die angemessene Quote von alternativen Anlagen ist immer auch zu berücksichtigen, welche (alternativen) Anlagen konkret alloziert werden, und in welchem Verhältnis zueinander. Wie auch die Finanzkrise gezeigt hat, ist insbesondere bei wenig liquiden Anlagen, bei denen gehäufte Rücknahmen von Kunden zu Liquiditätsengpässen führen, erhöhte Vorsicht geboten, weil bei diesen Anlagen Rücknahmen nicht oder nur mit zeitlicher Verzögerung möglich sind oder nur durch Veräusserung mit einem hohen Preisabschlag (vgl. dazu auch untenstehend, Ziff. III.2.4.b.bb). Darüber hinaus ist die Bewertung bei solchen Instrumenten schwierig.

d. Hinweis zur titelspezifischen Diversifikation

Es versteht sich von selbst, dass eine Bank im Rahmen der Vermögensverwaltung nicht nur eine Diversifikation mit Bezug auf die verschiedenen Anlageklassen vorzunehmen hat, sondern auch bezüglich der einzelnen Titel. Die Finanzkrise hat gezeigt, dass insbesondere auch das Gegenparteien-Risiko bei der Zusammensetzung eines Portfolios nicht vernachlässigt werden darf. Die VVRL begnügen sich mit der Feststellung, dass eine Bank «Klumpenrisiken infolge unüblicher Konzentration auf eine zu kleine Anzahl Anlagen» zu vermeiden bzw. eine angemessene Risikoverteilung durch eine ausreichende Diversifikation zu beachten hat (Ziff. 9). Zur Konkretisierung der titelspezifischen Diversifikation liessen sich wiederum die verschiedenen Spezialregulierungen heranziehen, wobei auch hier wieder den Unterschieden zur Vermögensverwaltung für Privatkunden Rechnung zu tragen wäre.

Da es sich bei der titelspezifischen Diversifikation um eine generelle Anforderung an die Bewirtschaftung ei-

⁴⁹ Verordnung vom 22. November 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen, SR 951.311.

⁵⁰ Wie erwähnt, dürfen Pensionskassen diese Grenze unter gewissen Voraussetzungen überschreiten (vgl. Ziff. III.2.2.bb. obenstehend).

nes Portfolios im Rahmen der Vermögensverwaltung handelt, wird im vorliegenden Rahmen nicht weiter darauf eingegangen.⁵¹

Angemerkt sei aber die Selbstverständlichkeit, dass die den Fonds (Single Funds und auch Funds of Funds) innewohnende Anlagendiversifikation nicht zu einer instrumentenspezifischen Diversifikation auf Mandatsstufe führt und diese mithin nicht zu ersetzen vermag. Denn das Fondsvehikel selbst weist operative und rechtliche Risiken völlig unabhängig davon auf, dass die Anlagen des Fonds diversifiziert sind, so dass das Exposure gegenüber einzelnen Fonds als Gegenparteien limitiert werden muss. Das bedeutet, dass das Eingehen eines *instrumentenspezifischen Klumpenrisikos* unter Vornahme der entsprechenden Risikoaufklärung *vertraglich zu vereinbaren wäre*, da eine solche Allokation eine Abweichung von Ziff. 9 der VVRL darstellen würde (zu den modifizierenden Abreden vgl. Ziff. IV.2 untenstehend).

2.3 Anforderung 2: Fund-of-Funds- oder Multi-Manager-Fund-Strukturen

Nicht-traditionelle Anlagen dürfen gemäss Ziff. 12 VVRL nur dann Portfolios beigemischt werden, wenn sie entweder nach dem Fund-of-Funds-Prinzip strukturiert sind, d.h. die Anlage des Fonds in eine Mehrzahl rechtlich selbständiger Instrumente der kollektiven Anlage erfolgt, oder sonst für eine gleichwertige Diversifikation Gewähr bieten. Letzteres ist dann gegeben, wenn die Anlage nach dem Multi-Manager-Prinzip verwaltet wird, also durch mehrere, unabhängig voneinander arbeitende Manager.⁵² Ferner fordert auch die FINMA in ihrem Rundschreiben 2008/18 für Versicherungsunternehmen eine genügende Diversifikation bezüglich der Anzahl Manager (Rz. 330).

Mit Multi-Manager-Strukturen wird das Einzelmanager-Risiko diversifiziert: Multi-Manager-Strukturen bieten eine breitere Diversifikation als Einzelfonds, weil sie das Anlagevermögen über mehrere Fondsmanager verteilen und damit den Zugang zu unterschiedlichen Anlagestilen, Unternehmensgrössen, Ländern und Branchen gewähren. Der Nachteil dieser Strukturen liegt aber darin, dass der Investor in der Regel höhere Kosten als bei einer Einzelfondsanlage zu tragen hat, weil neben den Managementgebühren der einzelnen Fondsmanager auch Gebühren des Fund-of-Funds-Managers anfallen.⁵³ Je stärker sodann die Diversifizierung des Fonds ausfällt, desto grösser ist auch die Wahrscheinlichkeit, dass für die Investoren Performance-

gebühren eines oder mehrerer Manager der zugrunde liegenden Fonds anfallen, und dies unabhängig von der Gesamt-Performance des Fund of Funds.⁵⁴

2.4 Anforderung 3: Leichte Handelbarkeit der Anlageinstrumente

a. Kotierung/Bestehen eines repräsentativen Marktes...

Gemäss Ziff. 10 der VVRL muss sich die Vermögensanlage auf *leicht handelbare* Anlageinstrumente beschränken. Kriterium für die leichte Handelbarkeit ist die Kotierung an einer Börse oder das Bestehen eines anderen repräsentativen Marktes für die betreffende Anlage.⁵⁵ Ausnahmen sind in beschränktem Umfang zulässig bei in Anlagekreisen anerkannten, stark verbreiteten Werten beschränkter Marktfähigkeit (z.B. Kassenobligationen) und Over-the-Counter-Produkten, wenn der Emittent eine anerkannte Bonität geniesst und für die Produkte marktkonforme Kurse erhältlich sind.⁵⁶

b. ...oder angemessene Kündbarkeit bei Instrumenten der Kollektivanlage

aa. Reglementarisch vorgesehene Kündbarkeit

Der leichten Handelbarkeit im Sinne einer Börsenkotierung oder eines anderen repräsentativen Marktes ist gemäss Ziff. 10 VVRL eine *angemessene Kündbarkeit* durch den Anleger im Sinne des Anlagefondsrechts gleichgestellt.⁵⁷ Die VVRL verweisen dabei auf den im alten Anlagefondsrecht enthaltenen Art. 25 ALV, der inhaltsgleich in Art. 109 KKV übernommen wurde. Nach dieser Regelung, die eigentlich auf kollektive Kapitalanlagen zugeschnitten ist, kann im Fondsreglement – in Abweichung vom sonst geltenden jederzeitigen Rückgaberecht gemäss Art. 78 Abs. KAG – vorgesehen werden, dass Kündigungen nur auf bestimmte Termine, mindestens aber vierteljährlich, erklärt werden können.

Der Einsatz von alternativen Anlagen ist also trotz Fehlens eines repräsentativen Marktes möglich, wenn Rücknahmen mindestens quartalsweise (mit einer angemessenen Kündigungsfrist) möglich sind.

bb. Tatsächliche Kapazität zur Bedienung von Rücknahmen/Liquidität und Bewertung der Anlage

Eine angemessene Kündbarkeit im Sinne von Ziff. 10 VVRL bedeutet u.E., dass diese nicht nur, wie obenstehend erwähnt, formal in den Reglementen (bspw. ei-

⁵¹ Vgl. zu dieser in der Praxis sehr wichtigen Frage mit Judikurnachweisen SANDRO ABEGLLEN, Schadenersatzansprüche des Kunden gegen den Vermögensverwalter – Beurteilung typischer Argumente, in: Isler/Cerutti (Hrsg.), Vermögensverwaltung III, Zürich 2010, 46 ff.

⁵² Vgl. den Kommentar zu Ziff. 12 VVRL.

⁵³ HERZOG (FN 1), 530.

⁵⁴ STEPHEN BROWN/WILLIAM GOETZMANN/BING LIANG, Implikationen der verschiedenen Gebührenebenen bei Dach-Hedgefonds, in: Busack/Kaiser (Hrsg.), Handbuch Alternative Investments, Band 1, Wiesbaden 2006, 218.

⁵⁵ Von dieser Regel bestehen gewisse Ausnahmen, vgl. den Kommentar zu Ziff. 10 VVRL.

⁵⁶ Vgl. den Kommentar zu Ziff. 10 VVRL.

⁵⁷ Vgl. den Kommentar zu Ziff. 10 VVRL.

nes Hedge Fund) festgeschrieben ist, sondern in einem «normalen» Marktumfeld auch tatsächlich gewährleistet werden kann. Angemessene Kündbarkeit einer Anlage setzt mit anderen Worten auch voraus, dass das Anlagevehikel über *genügend Liquidität* verfügt, um die entsprechenden Rücknahmen zu bedienen.

Ein genügendes Liquiditätspolster ist für alternative Anlagen wie bspw. Hedge Funds immer dann von zentraler Bedeutung, wenn Positionen abgebaut werden müssen. So können unter Umständen grössere Beteiligungen oder Risikopositionen zu vernünftigen Preisen nicht mehr rechtzeitig aufgelöst werden, da sich keine Käufer finden. Dieser Zustand der Illiquidität von Teilen oder des ganzen Fondsvermögens beeinträchtigt die Verkehrsfähigkeit der Anteile am Hedge Fund beträchtlich.⁵⁸

In Phasen der Illiquidität ist sodann eine *Bewertung* des Portfoliovermögens sehr *schwierig*, da Preise aufgrund fehlender Transaktionen nicht vorhanden sind. Modelle, die als Bewertungshilfen herangezogen werden, zeigen in Stresssituationen oft Schwächen, weil sie liquide Märkte voraussetzen und bei Preissprüngen durch Lücken im Zeitablauf (Gaps) keine zuverlässigen Ergebnisse liefern. Bezüglich der Bewertung des NAV der Funds of Hedge Funds ist zu postulieren, dass konkret umschriebene Regelungen fixiert werden, die allenfalls von einer externen Instanz zu prüfen sind, damit stets ein *fair value* des NAV ausgewiesen werden kann.⁵⁹

Können Anteile an alternativen Anlagen (bspw. Funds of Hedge Funds) nicht mehr angemessen gekündigt werden, sei es, weil der betreffende Fund den NAV nicht mehr korrekt berechnen kann, sei es, weil so viele Kündigungen eintreffen, dass nicht eine genügende Anzahl Anlagen rasch genug liquidiert werden kann, um die Rücknahmen auszuzahlen, muss die leichte Handelbarkeit im Sinne von Ziff. 10 VVRL entfallen. Solche Fonds dürfen nicht mehr alloziert werden bzw. bestehende Allokationen müssen nach Möglichkeit veräussert bzw. zurückgegeben werden, wobei Letzteres naturgemäss dann, wenn die Illiquidität eintritt, unter Wahrung des Anlegerinteresses nur über eine längere Zeitspanne möglich sein wird – und nur insoweit, als die vom Fund allenfalls getroffenen Massnahmen (wie Side Pockets, Gates, Liquidierung) Rücknahmen bzw. eine fortlaufende Verteilung des Liquidationserlöses überhaupt zulassen.

Spezifisch im Zusammenhang mit der Liquidität eines *Fund of Hedge Funds* und dessen Bewertung sei angefügt, dass sich *Liquiditätsrestriktionen* auf Stufe der einzelnen Zielfonds des Fund of Hedge Funds naturgemäss indirekt auch auf die Liquidität des Fund of Hedge

Funds auswirken. Entscheidend ist, ob die Funds of Hedge Funds im Wesentlichen von allen unterliegenden Hedge Funds nach wie vor vollständige und plausible/überprüfbare NAV-Berechnungen erhalten, und zwar auch von solchen Fonds, die Liquiditätsrestriktionen aufweisen. Nur wenn dies der Fall ist, kann der Fund of Hedge Funds den eigenen NAV korrekt berechnen, die Bank eine Bewertung des Fund of Hedge Funds vornehmen und der Fund of Hedge Funds Rücknahmen honorieren – dies zumindest in einem «normalen» Marktumfeld.

c. Exkurs: Liquiditätsrestriktionen in Finanzmarktkrisen

Die Finanzmarktkrise im Herbst des Jahres 2008 hat gezeigt, dass unter *Worst-Case*-Szenarien auch Anlagen illiquide wurden, von denen dies als Möglichkeit in den VVRL nicht einmal angesprochen wird. Das belegt – für einen Anlagespezialisten wohl eine Binsenwahrheit, von der Regulierung in dieser Art aber nicht speziell angesprochen –, dass auch für im Sinne der VVRL bankübliche Anlagekategorien Konstellationen nicht nur denkbar sind, sondern – wie sich gezeigt hat – tatsächlich eintreten können, die zu einer beschränkten Liquidität der Anlage führen.

Die Anforderung der leichten Handelbarkeit bzw. Liquidität gemäss Ziff. 10 der VVRL kann deshalb vernünftigerweise nicht so interpretiert werden, dass nur Anlagen banküblich wären, die auch in *Worst-Case*-Szenarien weiterhin liquide sind, da diesfalls kaum noch Anlagen zulässig wären, können doch bekanntlich selbst Staatsanleihen illiquide werden. Und umgekehrt: würde man ein Portfolio mit Blick darauf verwalten, dass es auch in einer *Worst-Case*-Marktphase wie September und Oktober 2008 vollständig liquide bleibt und keine wesentlichen Verluste aufweist, könnte man alle Anlagestrategien, deren Ziel nicht allein der Erhalt des nominellen Kapitals ist, gar nicht umsetzen, und würde sich dadurch gegenüber einem Anleger verantwortlich machen, für den gemäss seinem Profil, seiner Risikofähigkeit und seinen Performanceerwartungen eine andere Anlagestrategie angezeigt gewesen wäre.

Die hier vertretene Betrachtungsweise, dass Anlagen, die in besonderen Konstellationen illiquid werden können, nicht per se die VVRL-Konformität abzuspüren ist, wird auch durch ein gewichtiges formales Argument gestützt: Aus der Verweisung der VVRL im Rahmen der leichten Handelbarkeit auf das Anlagefondsrecht bzw. das Kollektivanlagerecht (vgl. Ziff. III.2.4.b obestehend) ergibt sich – neben einer angemessenen Kündbarkeit der Anlage – auch, dass Anlagen, bspw. (Funds of) Hedge Funds, Rücknahmen aufschieben können (vgl. Art. 26 AFV und neu Art. 110 KKV), nämlich insbesondere bei Marktstörungen oder im Falle, dass zahlreiche Anteile gekündigt werden und dadurch die Inte-

⁵⁸ DIETER G. KAISER, *Hedgefonds, Entmystifizierung einer Anlageklasse, Strukturen – Chancen – Risiken*, Wiesbaden 2004, 156.

⁵⁹ Vgl. KAISER (FN 58), 156.

ressen der übrigen Anleger bei Offenhaltung des Fonds wesentlich beeinträchtigt würden.

Abschliessend ist festzuhalten, dass gemäss VVRL Anlagen in (Funds of) Hedge Funds, die mindestens eine vierteljährliche Kündigungsmöglichkeit vorsehen, auch dann noch als liquid gelten, wenn zu erwarten ist, dass der Fonds in extremen Marktsituationen illiquid werden wird.

2.5 Anforderung 4: Vereinbarkeit mit der Anlagepolitik der Bank; organisatorische Anforderungen

Wie bereits erwähnt wurde, muss die Aufnahme von nicht-traditionellen Anlagen in Kundenportfolios durch die Anlagepolitik der Bank «abgedeckt» sein (vgl. Kommentar zu Ziff. 12 VVRL). In diesem Zusammenhang sieht Ziff. 4 VVRL ferner vor, dass eine Bank über eine professionelle und den Verhältnissen des Betriebs angemessene Organisation verfügen muss und Interessenkonflikte zu vermeiden hat. Sodann ist im FINMA-Rundschreiben 2009/1 festgehalten, dass der Vermögensverwalter seine Organisation insbesondere auch an die gewählten Produkte anzupassen hat (Ziff. 15). Eine Bank hat also geeignete Massnahmen zum sorgfältigen und fachgerechten Einsatz von nicht-traditionellen Anlagen vorzukehren (organisatorische Anforderungen).⁶⁰

Eine Konkretisierung dieser organisatorischen Anforderungen findet sich im FINMA-Rundschreiben 2008/18, das zwar Regeln für Versicherer aufstellt und mithin hier nicht direkt einschlägig ist, dessen Anforderungen aber durchaus mutatis mutandis für die Vermögensverwaltung übernommen werden können. Damit ein Versicherungsunternehmen ihr gebundenes Vermögen in alternative Anlagen investieren darf, muss es gemäss dem Rundschreiben neben speziellen Qualifikationen über einen die Komplexität des Investments berücksichtigenden Investitionsprozess verfügen. Diese Anforderungen werden im Rundschreiben u.a. wie folgt konkretisiert (vgl. Rz. 327 ff.):

- Die Institution verfügt über *qualifiziertes Personal*, das in der Lage ist, den Risikogehalt der Anlage einzuschätzen und die einzelnen Strategien nachvollziehen zu können.
- Sie verfügt über einen *gut dokumentierten Investmentprozess*, welcher auf alternative Anlagen zugeschnitten ist.
- Die Investition in alternative Anlagen muss in der *Anlagestrategie des Gesamtunternehmens verankert* sein.

- Das Unternehmen führt bei der Anlage ein umfassendes und vertieftes *Due-Diligence-Verfahren* durch.⁶¹

Für Investitionen in Funds of Funds gelten allerdings Erleichterungen, indem gewisse Aufgaben entfallen können, wenn sie bereits vom Manager des Fund of Funds genügend detailliert durchgeführt wurden (vgl. Ziff. 342).

Aus Rz. 328 des Rundschreibens 2008/18 ergibt sich sodann, dass das Versicherungsunternehmen diese Aufgaben nicht zwingend mit Ressourcen aus dem eigenen Hause bewältigen muss, sondern sie bei Bedarf auch an gut ausgewählte, instruierte und überwachte externe Spezialisten auslagern darf. Auch diese Feststellung lässt sich auf den Bereich der Vermögensverwaltung übertragen.

IV. Allokation alternativer Auslagen ausserhalb der Banküblichkeit bzw. Portfoliobeimischung

1. Ausgangslage

Zur Rekapitulation: Der Vermögensverwaltungsauftrag ist gemäss den VVRL – ohne gegenteilige Vereinbarung – auf «bankübliche Anlageinstrumente» beschränkt.⁶² Nicht-traditionelle bzw. alternative Anlagen gelten nur nach Massgabe von Ziff. 12 der VVRL als banküblich. Solche Anlagen können «zur Diversifikation des Gesamtportfolios» eingesetzt werden (Ziff. III.2.2 obenstehend), wenn sie nach dem «Fund-of-Funds-Prinzip» (Anlage des Fonds in rechtlich selbständige Instrumente der kollektiven Anlage) strukturiert sind oder sonstige eine gleichwertige Diversifikation gewährleisten, was der Fall ist, wenn die Kollektivanlage durch «mehrere, unabhängig voneinander arbeitende Manager» verwaltet wird (Multi-Manager-Prinzip) (Ziff. III.2.3 obenstehend). Ferner muss die Anlage «leicht handelbar» sein (Ziff. III.2.4 obenstehend). Sofern die vorstehend genannten Voraussetzungen erfüllt sind, gelten diese alternativen Anlagen als «banküblich» i.S.v. Ziff. 8 VVRL, und deren Einsatz in der Vermögensverwaltung muss nicht speziell vereinbart werden.

Wenn dagegen alternative Anlagen, z.B. Funds of Hedge Funds, nicht mehr bloss zu Portfolio-Diversifikationszwecken eingesetzt werden, was z.B. bei Absolute Return-Mandaten der Fall sein kann, oder wenn die Anforderungen der leichten Handelbarkeit oder der Fund-of-Funds-/Multi-Manager-Strukturen (vorne Ziff. III.2.3 und III.2.4) nicht erfüllt sind, liegt

⁶⁰ Zur Organisation der Banken grundlegend SUSAN EMMENEGGER, Bankorganisationsrecht als Koordinationsaufgabe (Habil. Fribourg 2004).

⁶¹ Zur Due Diligence vgl. auch Ziff. VI untenstehend.

⁶² Ziff. 8 VVRL.

keine bankübliche Anlage im Sinne von Ziff. 8 i.V.m. Ziff. 12 VVRL mehr vor. Es bedarf deshalb einer Vereinbarung, welche die Bank berechtigt, im betreffenden Punkt von den VVRL abzuweichen, wobei der Kunde über die mit dieser Abweichung einhergehenden Risiken informiert werden muss⁶³.

Im Zusammenhang mit vertraglichen Modifikationen der Anlagevorschriften ist zu beachten, dass die Anforderung der Vereinbarkeit mit der Anlagepolitik der Bank bzw. der genügenden Organisation (Ziff. III.2.5) zwingender Natur und daher einer abweichenden vertraglichen Abrede nicht zugänglich ist.

2. Vertragliche Modifikation der Anlagevorschriften

2.1 Voraussetzungen der Modifikation im Allgemeinen

Eine Modifikation der Anlagevorschriften (Entbindung der Pflicht zur Diversifikation gemäss Ziff. 12 VVRL) ist dann gültig, wenn sie – wie jede andere Vereinbarung – (i) nicht gegen zwingendes Recht verstösst und (ii) allfällige Formvorschriften beachtet. Im Folgenden sei kurz auf diese vertragsrechtlichen Voraussetzungen spezifisch im Lichte des Vermögensverwaltungsvertrags eingegangen.

2.2 Zulässigkeit der Modifikation

Es gibt kaum juristische Literatur, die sich mit der Zulässigkeit der Modifikation von VVRL-Anlagevorschriften befasst. Diejenigen Autoren, die darauf eingehen, vertreten die Ansicht, dass es dem risikofreudigeren Kunden frei stehe, die Bank von der Einhaltung der Anlagevorschriften, insbesondere von der Pflicht zur Diversifikation, zu entbinden.⁶⁴ Soweit ersichtlich besteht keine Judikatur, welche dieser Lehrmeinung entgegenstehen würde.

Eine Modifikation der Anlagevorschriften verstösst nicht gegen zwingendes Gesetzesrecht: Es ist weder

eine zwingende auftragsrechtliche Norm ersichtlich, die einer Modifikation entgegenstehen würde, noch liegt ein Fall einer übermässigen Bindung im Sinne von Art. 27 ZGB vor, kann doch nicht gesagt werden, eine solche Modifikation würde den Kunden in elementarer Weise in seiner wirtschaftlichen Entfaltung behindern.

2.3 In welcher Form?

Rechtsgeschäfte bedürfen nur dann einer besonderen Form, wenn das Gesetz eine solche vorschreibt (Art. 11 Abs. 1 OR). Da für den Abschluss eines Auftrages keine Formvorschriften bestehen, unterliegen Modifikationen der Anlagevorschriften gemäss VVRL keinem Formzwang.⁶⁵

Allerdings ist zu beachten, dass Ziff. 2 VVRL für den Vermögensverwaltungsauftrag die schriftliche Form vorschreibt, wobei u.E. die Anlagevorschriften einen nicht unwesentlichen Bestandteil eines Vermögensverwaltungsvertrages bilden, so dass deren Modifikation auch von dieser Formvorschrift erfasst sein dürfte.

Fest steht, dass die Nichtbeachtung der Formvorschrift gemäss Ziff. 2 VVRL nicht zur Formungültigkeit des Vermögensverwaltungsvertrages führen kann, weil der Auftrag wie erwähnt keinem Formzwang untersteht. Fraglich ist u.E., ob die in Ziff. 2 VVRL statuierte Formvorschrift geeignet ist, die auftragsrechtliche Sorgfaltpflicht der Bank zu konkretisieren, indem ein Verstoß gegen diese Formvorschrift zu einer Verletzung des Vermögensverwaltungsauftrages seitens der Bank führen würde.⁶⁶ Selbst wenn man der Formvorschrift von Ziff. 2 VVRL einen solchen vertragsrelevanten Charakter beimessen wollte, so hätte die Bestimmung wohl dennoch keine Auswirkungen auf die Gültigkeit des Vertrages, ist doch anzunehmen, dass die Parteien, wenn sie einen Vermögensverwaltungsvertrag in anderer Form abschliessen (bspw. mündlich), das in Ziff. 2 VVRL statuierte Formanfordernis damit wegbedingen wollen.

Allerdings ist die Bank u.E. aus standesrechtlicher Sicht zu einer entsprechenden Dokumentation verpflichtet. Das Standesrecht gemäss der VVRL wirkt mit dem Aufsichtsrecht insofern zusammen, als die Einhaltung der betreffenden standesrechtlichen Pflichten Voraussetzung der (laufenden) Gewähr für einwandfreie Geschäftsführung gemäss Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG ist und damit zum Prüfprogramm des bankengesetzlichen Prüfers gehört.⁶⁷

Unabhängig von einer diesbezüglichen Rechtspflicht ist es selbstverständlich ratsam, vereinbarte Modifikationen der VVRL bzw. die erhöhte Risikobereitschaft des

⁶³ Vgl. dazu ISABELLE ROMY/OLIVIER BLOCH, Les devoirs d'information du banquier à la lumière de la jurisprudence fédérale récente, in: GAUCH/WERRO/PICHONNAZ (Hg.), Mélanges en l'honneur de Pierre Tercier, Genf/Zürich/Basel 2008, 659 f.

⁶⁴ ARMIN KÜHNE, Bewilligungspflicht gemäss Anlagefondsgesetz, Zürich 2002, 191; BERTSCHINGER (FN 32), 168; CARLO LOMBARINI, Droit et pratique de la gestion de fortune, 3. Aufl., Basel 2003, 168: «Le principe de la répartition des risques est un principe important dont le client doit bien comprendre la portée. Si son respect permet de diminuer le risque concret de perte, il empêche de bénéficier pleinement d'un investissement chanceux. Il se peut donc que le respect du principe ne soit pas opportun pour tous les clients, notamment ceux qui veulent privilégier un rendement élevé au détriment de la sécurité. A notre avis, le client peut renoncer en tout ou partie au respect de ce principe pour autant qu'il comprenne exactement les conséquences de sa renonciation et les risques qu'il court.»

⁶⁵ Zur Rechtsnatur des Vermögensverwaltungsvertrages vgl. Ziff. II.4 obenstehend.

⁶⁶ Vgl. ABEGGLEN (FN 32), 182 mit Differenzierungen.

⁶⁷ ABEGGLEN (FN 32), 182.

Kunden schriftlich festzuhalten. Dies gilt insbesondere für die Bank, die sich im Streitfall zu erklären hat, weshalb sie bei der Target Allocation von den Vorgaben der VVRL abgewichen ist.

3. Abweichungen von den Anlagevorschriften: Aufklärung und Beratung durch die Bank

Bei der Vermögensverwaltung schuldet die Bank dem Kunden eine umfassende Aufklärung und Beratung, wobei es, da die Bank den Entscheid über Kauf und Verkauf der einzelnen Anlagen trifft, nicht um Aufklärung und Beratung über einzelne Geschäftsarten und Transaktionen geht, sondern um die für den Kunden konkreten Vor- und Nachteile sowie Risiken der vereinbarten Anlagestrategie und deren Umsetzung, wozu allerdings auch die Information über spezielle Risiken einzelner Instrumentstypen und Kostenaspekte gehören können.⁶⁸

Der konkrete Umfang der Aufklärungspflicht der Bank bemisst sich dabei nach dem Erfahrungsstand des Kunden. Einerseits darf die Bank nicht vorschnell davon ausgehen, dass sie es mit einer im Anlagegeschäft kompetenten Person zu tun habe, andererseits ist sie aber auch nicht verpflichtet, mit dem Kunden ein «Examen» durchzuführen.⁶⁹ Die Bank ist auch, wie das Bundesgericht festgehalten hat,⁷⁰ nicht Vormund des Kunden.

Erteilt der Kunde anlässlich der Festlegung der Strategie oder aber während laufendem Mandat stehende oder einzelfallbezogene Weisungen, die seinen persönlichen Verhältnissen nicht entsprechen, muss die Bank abraten.⁷¹ Den Vermögensverwalter trifft somit eine Abmahnungspflicht. Hat die Bank diese Pflicht erfüllt, darf und muss sie eine entsprechende Weisung des Kunden aber grundsätzlich befolgen.⁷²

Das FINMA-Rundschreiben 2009/1 hält in Rz. 23 fest, dass die Aufklärung (auch in Vermögensverwaltungsverhältnissen) *in standardisierter Weise* erfolgen könne.⁷³ Dies trifft u.E. zu, setzt aber hohe Anforderungen

an die entsprechenden Dokumente, damit die Information genügend spezifisch und dennoch für den Kunden verständlich ist.

4. Fehlende Zustimmung zur Abweichung von den Anlagevorschriften: Heilung durch stillschweigende Genehmigung seitens des Kunden?

Weist eine Bank einem Kundenportfolio alternative Anlagen in einem grösseren Umfang zu, als es der Zweck der Gesamtdiversifikation i.S.v. Ziff. 12 der VVRL erfordern würde, so kann dies ein sorgfaltswidriges Verhalten der Bank darstellen, das grundsätzlich zu einer Haftung der Bank führt.⁷⁴ Toleriert der Kunde die Zusammensetzung des Portfolios und mithin auch die Quote der alternativen Anlagen in seinem Portfolio, stellt sich die Frage, ob sich die Bank darauf berufen kann, dass der Kunde dem betreffenden Anlageentscheid der Bank stillschweigend zugestimmt hat (sog. «Genehmigungsfiktion»). Wird dies bejaht, wäre die Rechtsfolge, dass die Sorgfaltspflichtverletzung aufgrund Übersteigerung der Allokationsquote geheilt würde.

Das Bundesgericht hatte in einem neueren Entscheid⁷⁵ zu beurteilen, ob eine Sorgfaltspflichtverletzung der Bank, die in übermässigen Spekulationen und mangelnder Diversifikation des Portfolios bestand, von der Bankkündin stillschweigend genehmigt wurde, weil diese die getätigten Anlagen in der Vergangenheit nie beanstandet hatte. Das Bundesgericht hielt zunächst fest, dass von einer stillschweigenden Genehmigung der Handlungsweise des Beauftragten nur dann ausgegangen werden könne, wenn der Auftraggeber die Leistung des Beauftragten in Kenntnis ihrer Weisungswidrigkeit vorbehaltlos angenommen hätte, was in der Bank-Kunden-Beziehung voraussetze, *dass der Kunde über das Risikopotenzial der Anlagen genügend aufgeklärt wurde*.

Im Zusammenhang mit einer stillschweigenden Genehmigung des Kunden wird in der Judikatur und im Schrifttum überdies zu Recht gefordert, dass:

- der Kunde *zeitlich und faktisch die Möglichkeit* gehabt haben muss, Einwände gegen die Tätigkeit der Bank vorzubringen;
- die *Reklamation* für den Kunden *zumutbar* gewesen ist; und
- *kein rechtsmissbräuchliches Verhalten* seitens der Bank vorliegt.⁷⁶

⁶⁸ SANDRO ABEGLLEN, «Point of Sale»-Aufklärung und Produkttransparenz – die Informationspflichten beim Anlagegeschäft der Banken, in: Isler/Cerutti (Hrsg.), Vermögensverwaltung II, Zürich 2009, 79. Zum Einfluss, welche Verwaltungskosten und weitere Gebühren auf die Anlageperformance haben, sowie zu den Voraussetzungen und Grenzen der Pflicht zur Information über eben diesen Umstand vgl. SANDRO ABEGLLEN, Die adäquate Entschädigung des Vermögensverwalters unter besonderer Berücksichtigung der Anlagekosten im Verhältnis zur Anlageperformance, ZSR 2008, 41 ff. und 55 ff.

⁶⁹ GUTZWILLER (FN 32), 177.

⁷⁰ Urteil vom 19. November 1980, SemJud 1981, 525 ff.

⁷¹ ABEGLLEN (FN 67), 80; ABEGLLEN (FN 32), 186 f.; HANSPETER DIETZI, Schweizerisches Bankrecht – ein kritischer Blick in Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft, in: Wiegand (Hrsg.), Banken und Bankrecht im Wandel, BBT Band 10, Bern 2004, 39.

⁷² ABEGLLEN (FN 67), 80; ABEGLLEN (FN 32), 186 f.

⁷³ So ebenfalls die FINMA-Publikation «Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft vom 2.3.2010, 27.

⁷⁴ Vgl. vorne Ziff. II.4.

⁷⁵ Urteil 4C.18/2004 vom 3. Dezember 2004, insb. E. 1.8.

⁷⁶ Vgl. ERIC SIBBERN/HANS CASPAR VON DER CRONE, Genehmigungsfiktion und Nebenpflichten der Bankkunden, SZW 2006, 73 f.; vgl. auch die Urteile des Bundesgerichts 4C.81/2002 vom 1. Juli 2002, E. 4.3 und 4C.278/1996 vom 25. Februar 1998, E. 3b.

Aufgrund obenstehender Ausführungen ergibt sich somit: Ein Kunde, der von den Risiken einer über eine blosser Beimischung hinausgehenden Allokation alternativer Anlagen Bescheid wusste (qua Aufklärung oder eigenen Wissens), und – bspw. aufgrund des Performance-Reportings oder der Portfolioauszüge – die Höhe der alternativen Quote im Portfolio klar erkennen konnte, hat die Allokationshöhe stillschweigend genehmigt und mangels Reklamation Schadenersatzansprüche gegenüber der Bank verwirkt.⁷⁷ Vorbehalten bleiben die erwähnten Fälle, dass es dem Kunden nicht möglich oder nicht zumutbar gewesen ist, zu reklamieren, oder sich die Bank rechtsmissbräuchlich verhält.

Die Genehmigungsfiktion gilt grundsätzlich auch im Falle von Kunden, welche mit der Bank eine entsprechende Vereinbarung über banklagernde Postzustellung getroffen haben (Zustellungsfiktion). Soll allerdings die Kombination dieser beiden Fiktionen dazu führen, dass Risiken genehmigt werden sollen, mit denen der Kunde vernünftigerweise nicht rechnen musste, was etwa bei krassen Verstössen gegen eine vereinbarte Anlagestrategie der Fall ist, liegt gemäss einem Urteil des Handelsgerichts Zürich ein rechtsmissbräuchliches bzw. nicht schützenswertes Verhalten der Bank vor.⁷⁸

V. Exkurs: Target Allocation und Interessenkonflikte

1. Organisation der Bank mit Blick auf Interessenkonflikte

Eine schweizerische Bank muss aufgrund auftragsrechtlicher Vorgaben sicherstellen, dass ihre Kunden nicht durch Interessenkonflikte benachteiligt werden. Dies gilt gerade auch im Bereich der Vermögensverwaltung. Die Thematik der Interessenkonflikte akzentuiert sich sodann, wenn die Bank in der Vermögensverwaltung gruppeneigene Produkte einsetzt, worauf in Ziff. V.2 nachstehend eingegangen werden soll.

Der Grundsatz, dass sich Interessenkonflikte nicht zu Ungunsten der Kunden auswirken dürfen, folgt zum einen aus der Pflicht zur Gewähr einwandfreier Geschäftstätigkeit gemäss Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG und Art. 11 Abs. 1 lit. c BEHG sowie aus diese Normen für verschiedene Geschäftsbereiche konkretisierenden Publikationen der FINMA und der Selbstregulierung:⁷⁹

Von den von der FINMA erlassenen Regularien bezüglich Interessenkonflikte ist insbesondere das FINMA-Rundschreiben 2009/1 zu nennen, wo in Rz. 12 verlangt wird, dass der Vermögensverwalter zweckdienliche organisatorische Massnahmen treffen muss, um Interessenkonflikte zu vermeiden und eine Benachteiligung seiner Kunden durch solche Interessenkonflikte *auszuschliessen*. Wenn dies trotz entsprechender Massnahmen nicht möglich ist, muss der Kunde darüber informiert werden. Weiter wird in Rz. 13 verlangt, dass die Modalitäten der Entschädigung der mit der Vermögensverwaltung betrauten Personen *Anreize* vermeiden soll, welche zu Konflikten mit der Treuepflicht führen *können*.

Der Grundsatz, dass Konfliktsituationen zu keiner Benachteiligung des Kunden führen dürfen, ergibt sich zum anderen aus dem Auftragsrecht: Die Treuepflicht verlangt, dass die Vermögensverwalterin alleine die Interessen ihres Auftraggebers bzw. Kunden wahrzunehmen hat.⁸⁰ Diese Pflicht gilt auch für die Entscheidung der Vermögensverwalterin, in welche alternativen Anlagen die Kundengelder alloziert werden sollen. Dabei dürfen vom Kundeninteresse abweichende Interessen, wie etwa diejenigen der Bank, der Anbieter anderer Fonds, anderer Kunden der Bank oder bestehender Investoren der Fonds, bei der Auswahl der Anlagen keine Rolle spielen.

Als Konkretisierung des Auftragsrechts lässt sich Ziff. 4 VVRL anführen, wo auf die von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen «Verhaltensregeln für Effekthändler» verwiesen wird. In Ziff. 8 dieser Verhaltensregeln wird festgehalten, dass eine Benachteiligung der Kunden durch entsprechende organisatorische Massnahmen auszuschliessen ist, oder, wenn dies nicht möglich ist, dass Konfliktsituationen offenzulegen sind.

2. Umsetzung der Target Allocation mit gruppeneigenen alternativen Anlagen (bspw. Hedge Funds)

Eine Bank darf in der Vermögensverwaltung gruppeneigene Anlagen allozieren (bspw. eigene Hedge Funds), sofern nicht eine Weisung des Kunden dem entgegensteht.⁸¹

⁷⁷ Vgl. dazu und mit weiteren Judikaturnachweisen ABEGGLEN (FN 51), 52.

⁷⁸ Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 27. Juni 2006, ZR 2007, 10.

⁷⁹ Ausführlich zu Interessenkonflikten im Bankgeschäft etwa ROMEO CERUTTI, Rechtliche Aspekte der Vermögensverwaltung im Schweizer Universalbankensystem, ZSR 2008 I, 83 ff.; SABINE KILGUS, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht (Ha-

bil. Zürich 2007), 54; SANDRO ABEGGLEN, Wissenszurechnung bei der juristischen Person und im Konzern, bei Banken und Versicherungen. Interessenkonflikte und Chinese Walls bei Banken und Wertpapierhäusern. Privatrecht und Finanzmarktrecht, Hab. Bern 2004, 301 ff.

⁸⁰ Zur auftragsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflicht vgl. bereits oben, Ziff. V.1.

⁸¹ Ein Urteil des deutschen Bundesgerichtshofes vom 19. Dezember 2006 (XI ZR 56/05) hält sogar fest, dass der Kunde einer Bank damit rechnen müsse, dass die Bank vorwiegend gruppeneigene Produkte einsetze und dass in dieser Situation die Präferenz für hauseigene Produkte sogar dann bestehen dürfe, wenn diese teurer und schlechter als die Konkurrenzprodukte seien.

Die Sorgfalts- und Treuepflicht gebietet es aber, dass gruppeneigene Produkte vom Vermögensverwalter nur dann eingesetzt werden, wenn diese in den massgebenden Gesichtspunkten wie Preis, Performance, Sicherheit etc. insgesamt nicht schlechter abschneiden als vergleichbare Konkurrenzprodukte.⁸²

Mit Bezug auf den Aspekt der Sicherheit der Anlage, insbesondere betreffend Vermeidung von operativen Risiken wie bspw. fehlerhafte Bewertungen oder gar *risk of fraud*, erscheinen gruppeneigene Anlagen aufgrund der stärkeren Kontrollmöglichkeiten und Kenntnisse der Gruppenbank vorteilhafter, so dass es unter Berücksichtigung aller Aspekte einer Anlage durchaus sorgfältig und getreu sein kann, selbst dann in gruppeneigene Hedge Funds zu investieren, wenn diese bezüglich einzelner anderer Elemente, wie z.B. Preis oder Performance, etwas schlechter als Konkurrenzprodukte abschneiden würden. Massgebend muss sein, dass die gruppeneigenen Produkte in einer Gesamtbetrachtung *tier one* sind.

Da bei der Allokation von gruppeneigenen Produkten naturgemäss eine erhöhte Gefahr von Interessenkonflikten besteht, kommt der korrekten *Handhabung* solcher potentieller Interessenkonflikte besondere Bedeutung zu:⁸³ So sollte u.E. die Vermögensverwalterin bei der Allokation gruppeneigener Produkte aufzeigen können, dass der Entscheidungsprozess und auch die Anlageentscheidung als solche widerspiegeln, dass sich die Bank bei der Auswahl der Anlagen nur vom Kundeninteresse leiten liess. Konkret sollte dokumentiert werden, dass der Kunde bei der Wahl von gruppeneigenen Hedge Funds hinsichtlich der relevanten Aspekte im Vergleich zu anderen zulässigen Hedge-Funds-Anlagemöglichkeiten nicht schlechter gestellt ist. Im Entscheidungsprozess muss sodann auch eine Due Diligence enthalten sein, welche die operativen Risiken und Investmentrisiken analysiert und zum Schluss kommt, dass die fraglichen Hedge Funds (bei Funds of Hedge Funds unter Berücksichtigung derer Zielfonds) unter einerseits portfoliotheoretischen Überlegungen und andererseits rechtlichen Betrachtungen (Anforderungen der VVRL und der einzelnen Vermögensverwaltungsverträge bzw. deren Restriktionen) zur Allokation geeignet und zulässig sind.

VI. Zur Due Diligence bei alternativen Anlagen im diskretionären Mandat

1. Allgemeines

Die Bank ist im Rahmen eines diskretionären Vermögensverwaltungsmandats verpflichtet, die ins Depot des Kunden aufzunehmenden Anlagen sorgfältig auszuwählen.⁸⁴ Bei der Auswahl eines Hedge Funds muss dementsprechend eine Due Diligence durchgeführt werden.⁸⁵ Bei der Fondsauswahl kann man z.B. zwischen qualitativen und quantitativen Aspekten der Due Diligence unterscheiden;⁸⁶ oft spricht man auch von *Investment Due Diligence* und *Operational Due Diligence*. Der qualitative Ansatz umfasst u.a. die Überprüfung von *Know-How* und *Track Record* des Fondsmanagers, seiner Schlüsselpersonen, der Anlagestrategie, der Entscheidungsprozesse sowie der Kontrollprozesse etc.⁸⁷ Bei der Prüfung einer Anlage wird die *Field Research* (Primärquelle) von der *Desk Research* (Sekundärquelle) unterschieden.⁸⁸ Bei der sogenannten *Field Research* erhält ein Mitarbeiter der Bank im Idealfall physisch oder per Netzwerkverbindung Zugang zu den Geschäftsräumen bzw. dem System des Zielfonds. Er spricht mit den Fondsmanagern und nimmt Einsicht in Unterlagen, um sich ein bestmögliches Bild des Investments zu machen.⁸⁹ Hingegen erfolgt *Desk Research* i.d.R. ohne direkten Zugriff auf interne Daten des Zielfonds und stützt sich auf Sekundärquellen, insbesondere die Medienberichterstattung, professionelle Plattformen wie Bloomberg und Reuters, *Due Diligence* und *Analyst Reports* von Dritten sowie natürlich Geschäftsberichte und Prospekt des Fonds.⁹⁰

Informationen, auf welche sich die Bank bei der Auswahl einer Anlage stützt, dürfen nur aus zuverlässigen Quellen stammen.⁹¹ In Anlehnung an die Situation im Emissionsgeschäft erscheint es als hilfreich, zwischen geprüfter und ungeprüfter Information zu unterscheiden:⁹² Bei geprüften Informationen ist umstritten, ob gar keine Nachprüfungspflicht besteht oder

⁸² Vgl. dazu ABEGGLEN (FN 67), 41 ff.

⁸³ Siehe dazu hinten Ziff. V.1 ff.

⁸⁴ Vgl. Art. 7 Abs. 2 VVRL.

⁸⁵ Dabei gibt es gewisse Parallelen zur Due Diligence der Investmentbank im Emissionsgeschäft, vgl. dazu etwa HANS CASPAR VON DER CRONE/LARISSA MAROLDA MARTÍNEZ, Prospekthaftung bei Anleiheobligationen und die Stellung der federführenden Bank, SZW 2003, 163 f.

⁸⁶ Die konkrete Ausgestaltung der Due Diligence wird nicht gesetzlich oder regulatorisch vorgeschrieben.

⁸⁷ Grundlegend STOTZ (FN 39), 27; FRANZ HASENBÖHLER (Hrsg.), Recht der kollektiven Kapitalanlagen, Zürich/Basel/Genf 2007, Rz. 524.

⁸⁸ Vgl. BERTSCHINGER (FN 32), 146.

⁸⁹ Vgl. BERTSCHINGER (FN 32), 146 f. Vgl. auch das FINMA-Rundschreiben 2008/18 (Rz. 336), wonach das Versicherungsunternehmen u.a. eine strukturierte Befragung des Fondsmanagers durchzuführen hat.

⁹⁰ BERTSCHINGER (FN 32), 146.

⁹¹ Vgl. VVRL, Kommentar zu Art. 7.

⁹² M.W.H. VON DER CRONE/MAROLDA MARTÍNEZ (FN 84), 164.

nur bei Vorliegen von Verdachtsmomenten.⁹³ Bei ungeprüften Informationen ist zu unterscheiden, ob diese (i) von unabhängigen Dritten, (ii) von Dritten, die in einem Mandatsverhältnis zum Emittenten stehen oder (iii) von einem Dritten, der einem konkreten Interessenkonflikt ausgesetzt ist, stammen. Im ersten Fall darf sich die Bank grundsätzlich auf die Angaben stützen, wobei sie natürlich auch hier Ungereimtheiten nachgehen muss. Demgegenüber muss im zweiten Fall eine Plausibilitätsprüfung vorgenommen werden. Im dritten Fall muss die Information geprüft werden.⁹⁴

Tauchen Ungereimtheiten, nicht plausible Fakten oder gar Verdachtsmomente (*red flags*) auf, muss die Bank im Rahmen der diskretionären Vermögensverwaltung den betreffenden Umständen nachgehen. In BGE 129 III 71 E. 2.6 ff. hat das Bundesgericht eine Überprüfungspflicht bei «indices alarmants» bejaht. Das Vorliegen solcher Verdachtsmomente ist auch bei der Fondsauswahl im Einzelfall aufgrund der konkreten Umstände zu beurteilen.⁹⁵ Als *red flags* könnten betrachtet werden: eine risikoadjustierte Performance, die als gemeinhin nicht erreichbar betrachtet werden müsste, intransparente Strukturen⁹⁶ oder ein schlechter Ruf bzw. frühere Verfahren gegen Verantwortliche eines Fonds.

Schliesslich sei darauf hingewiesen, dass Anhang 2 des FINMA-Rundschreibens 2008/18 eine Anleitung enthält, wie die Durchführung einer Due Diligence für alternative Anlagen auszusehen hat.⁹⁷

2. Insbesondere bei Funds of Hedge Funds

Bei Funds of Hedge Funds gilt grundsätzlich das Gleiche wie bei einem direkten Investment in einen Zielfonds, wobei aber berücksichtigt werden muss, dass hier das Anlageobjekt der Dachfonds selbst ist. Die Pflicht zur Due Diligence bei der Auswahl seiner Zielfonds⁹⁸ trifft selbstverständlich den Fund of Hedge Funds, wofür dieser ja gerade entschädigt wird; im Übrigen sind in der Regel nicht alle, sondern nur die grösseren Zielfondspositionen eines Fund of Hedge Funds bekannt.

Das *Verfahren* des Fund of Hedge Funds zur Auswahl und Überwachung der Zielfonds sollte *im Prospekt* des

Fund of Hedge Funds *dargelegt* sein.⁹⁹ Die Bank darf sich grundsätzlich auf die Due Diligence des Fund-of-Hedge-Funds-Managers verlassen, sofern keine *red flags* im obigen Sinne auftauchen.¹⁰⁰ Bei Vorliegen von *red flags* müsste diesen nachgegangen werden.¹⁰¹

⁹³ VON DER CRONE/MAROLDA MARTÍNEZ (FN 84), 164.

⁹⁴ Zum Ganzen VON DER CRONE/MAROLDA MARTÍNEZ (FN 84), 164.

⁹⁵ Diese Erkenntnis kann mittels einer Analogie zur Prüfungspflicht der federführenden Bank bei Festübernahmen gewonnen werden (BGE 129 III 71 E. 2.6, analog); vgl. DANIEL DAENIKER/STEFAN WALLER, Due Diligence Defense der Banken bei Prospekthaftungsansprüchen, in: Reutter/Watter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen, Zürich 2006, 72.

⁹⁶ Vgl. dazu auch Ziff. 3 des Anhangs 2 zum FINMA-Rundschreiben 2008/18.

⁹⁷ Vgl. S. 80 f. des FINMA-Rundschreibens 2008/18.

⁹⁸ HASENBÖHLER (FN 86), Rz. 524; STOTZ (FN 39), 26 f.

⁹⁹ STOTZ (FN 39), 28.

¹⁰⁰ Siehe oben, VI.1.

¹⁰¹ Siehe oben, VI.1.