

FONDSINDUSTRIE

NEUE RECHTSFORMEN BEI KOLLEKTIVANLAGEN

A person with dark hair is wearing a white and black VR headset. They are looking slightly to the left. The background is a blurred office environment with glass partitions and a desk. The overall lighting is cool and blue-toned.

Auch in unserer Fondsindustrie gilt: Eine erfolgreiche Zukunft baut auf Innovation, ständige Erneuerung und Fortschritt. Dabei spielen regulatorische Rahmenbedingungen eine nicht unwesentliche Rolle. Im Mittelpunkt stehen zunächst die jeweils verfügbaren Rechtsformen, um neue Investment Ansätze auch effizient und zeitnah realisieren zu können. Die Wahl der rechtlichen Struktur innerhalb eines bestimmten Fondsdomizils entscheidet über Erfolg oder Misserfolg. Weshalb dem so ist und wovon dies abhängt, soll nachfolgend erörtert werden. Aufsichtsbehörden sind ausserdem vermehrt bereit, zeitgemässe und auf die technologischen Möglichkeiten abgestimmte regulatorische Bedingungen zu schaffen; die Zulassung von Reserved Alternative Investment Funds (RAIF) und von European Long term Investment Funds (ELTIF) in Luxemburg und das Pendant zum RAIF in der Schweiz, der so genannte Limited Qualified Investor Fund (L QIF; in Vorbereitung), sind wichtige Meilensteine auf dem Weg hin zu einer fortschrittlichen und kundenorientierten Fondswelt.

Hatten wir hierzulande im damaligen Anlagefondsgesetz noch bis Ende 2006 lediglich die Form des klassischen offenen, vertraglichen Anlagefonds, so erweiterte das 2007 eingeführte Kollektivanlagengesetz den Anwendungsbereich in Anlehnung an die europäische und internationale Regulierung auch auf körperschaftliche Formen wie SICAV, SICAF und KmGK. Mit der SICAF und der KmGK wurden damals auch erstmals geschlossene Rechtsformen eingeführt. Betreffend neuen Fondskonstruktionen resp. Fondsrechtsformen ist seit 2007 denn aber diesbezüglich nicht mehr viel gegangen. Grosse Hoffnungen setzt die hiesige Fondsindustrie deshalb auf den L QIF, überzeugt davon, dass sich ein Domizilplatz nicht zuletzt auch über seine Innovationskraft verkauft.

Für das nachfolgende Fachgespräch stellten sich die folgenden Experten zur Verfügung: Eugène Del Cioppo [UBS Fondsleitung], Patrick Moser [AvelaLaw], Simon Schären [AMAS], Andreea Stefanescu [Solufonds] und Ralph Warth [CS Funds].

Bei Fondsgründungen kommt nach der Wahl des Domizils sogleich die Frage nach der geeigneten Rechtsform resp. rechtlichen Fonds konstruktion. Wovon hängt dies ab? Was sind die Beweggründe?

Del Cioppo: Es sind mehrheitlich nachfolgende Überlegungen, welche wir im Rahmen eines Strukturierungsprozesses in der Zusammenarbeit mit unseren White Label-Kunden thematisieren: das Domizil, die Art der Investitionen, die Investorenart – vorab ihr Domizil – und mögliche Vertriebsaspekte. Betreffend Fondsdomizil ist die entscheidende Frage Schweiz oder europäisches Ausland. Eine Schweizer Lösung ist weiterhin fast ausschliesslich für rein inländisch orientierte Anbieter respektive Investoren attraktiv. Sobald ausländische Investoren zumindest erwägt werden, ist insbesondere aus Steuer- und Vertriebsüberlegungen eine europäische Struktur angezeigt. Bezüglich der Rechtsform bieten sowohl die Schweiz als auch die führenden europäischen Fondsstandorte eine breite Palette an Möglichkeiten. Auch hierfür gilt es zusammen mit dem Fondspartner in enger Zusammenarbeit die beste Lösung zu eruieren.

Schären: Ausgangspunkt bilden vielfach steuerliche Beweggründe. Die Rechtsform kann einen Einfluss auf den steuerlichen Status eines Vehikels und seiner Anleger haben. Ausserdem unterscheiden sich die regulatorischen Anlagevorschriften mitunter auch nach der gewähl-

«Der L-QIF wird dem Schweizer Fondsstandort einen Wachstumsschub verschaffen, indem Vermögenswerte, welche im Ausland liegen, wieder in die Schweiz zurückgebracht werden.»

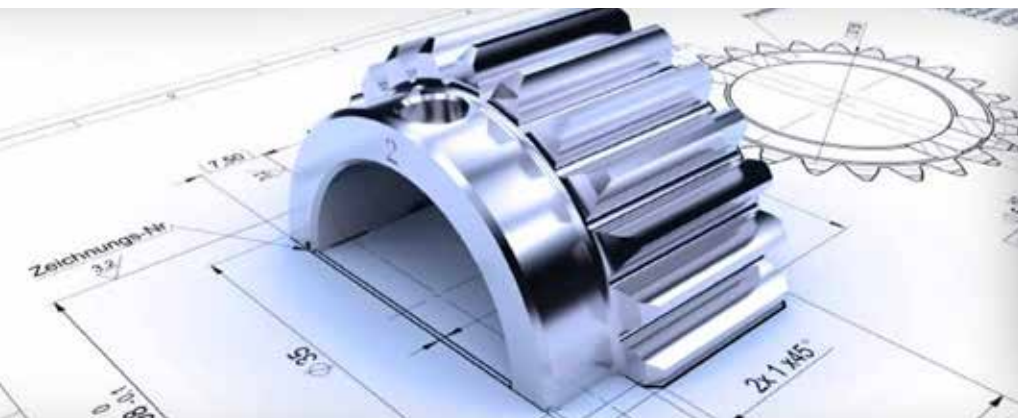
Eugène Del Cioppo

ten Rechtsform. Diese Faktoren müssen bei der Wahl der geeigneten Struktur berücksichtigt werden.

Stefanescu: Die Wahl der rechtlichen Struktur innerhalb eines bestimmten Fondsdomizils ist eine der entscheidenden Fragen, welche es im Vorfeld der Aufsetzung eines Anlagefonds zu beantworten gilt. Letztlich gilt es mit dieser sicherzustellen, dass der Investment Manager bzw. Promoter die ideale Hülle mit den adäquaten rechtlichen Vorgaben erhält, um einerseits seine Investmentidee adäquat umsetzen zu können, während gleichzeitig gewährleistet werden muss, dass der Fonds auch den gewünschten Zielinvestoren zur Verfügung gestellt werden kann.

Warth: Mit der Wahl des Domizils wird von Seiten des Fonds-Sponsors – also des Initiators eines Private Label Funds – bereits eine Entscheidung über mögliche Vertriebsländer und Effizienzoptionen des Fonds gefällt. Im Rahmen von Schweizer Fonds hängt die Wahl der optimalen Rechtsform von Kundenbedürfnissen wie der Anlagestrategie und -umsetzung, anvisierten Schweizer Investoren – etwa Retail-Investoren – und der Art der Einflussnahme des Fonds-Sponsors auf die Fondsstruktur ab. Die Fondsstatistik bestätigt die Präferenz von Schweizer Fonds-Sponsoren für den vertragsrechtlichen Fonds – partiell aus historischen Gründen, aber sicherlich auch aus Überlegungen der Einfachheit und der operativen Effizienz. So übernimmt die Fondsleitung im Rahmen eines vertraglichen Fonds die governale Funktion und somit die Verantwortung für Risikomanagement, Legal und Compliance. Zugleich ist sie Ansprechpartnerin der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA, des Revisors und der Investoren. Diese umfassende Dienstleistung wird im Rahmen einer SICAV zumindest haftungsrechtlich auf mehrere Service-Anbieter verteilt, da es sich hierbei um eine eigene Körperschaft mit einem Verwaltungsrat sowie weiteren Anforderungen an die Organisation und Kapitalisierung handelt. Unsere institutionellen Kunden bevorzugen im Wertschriftenbereich klar ein Outsourcing-Modell im Sinne des vertragsrechtlichen Fonds.

Moser: Hier noch eine kurze Marktübersicht zur Schweiz: Für Wertschriftenfonds und traditionelle Anlageklassen ist der vertragliche Anlagefonds in der Schweiz das Standardprodukt, da er am billigsten ist und am schnellsten aufgesetzt werden kann – im so genannten «Fast-Track»-Verfahren in der Regel innert weniger Arbeitstage. Die SICAV ist dagegen wesentlich aufwendiger in der Aufsetzung und im Unterhalt: Man muss für den Verwaltungsrat Gewährsträger finden und bewilligen lassen sowie eine Bewilligungsvorprüfung durch eine unabhängige Prüfstelle vornehmen lassen. Zudem braucht es eine Mindesteinlage und Eigenmittelanforderungen.



gen sind auch auf der Produktebene zu beachten. Für materielle Änderungen des Anlagereglements muss jedes Mal eine Generalversammlung einberufen werden. Geeignet ist eine SICAV an sich nur für Wohnimmobilienfonds, wenn bei einem vertraglichen Fonds nicht sichergestellt werden kann, dass die Fondsleitung im Sinne der Lex Koller schweizerisch beherrscht ist. Für andere alternative Anlageklassen bietet sich wiederum der vertragliche Anlagefonds an oder, bei illiquiden Anlagen etwa für Risikokapital oder Infrastruktur, die geschlossene Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen. Diese ist aber nur qualifizierten Anlegern zugänglich und weist eine zeitlich beschränkte Laufzeit auf. Investmentgesellschaften mit festem Kapital – so genannte SICAFs – hingegen will niemand auflegen.

Verschiedene Domizilstandorte heisst auch unterschiedliche Rechtsformen: Wie unterscheidet sich dies bezüglich Luxemburg von der Schweiz?

Warth: Luxemburg bietet als wichtigstes europäisches Fondsdomizil neben umfassenderen Vertriebsmöglichkeiten im Rahmen von SICAV auch unterschiedliche Rechtskonstrukte an. So sind die Fonds für den Retail-Vertrieb oft als Société Anonyme, also Aktiengesellschaften aufgesetzt, während sie für «well-informed investors» als SCA – sprich: GmbH – oder sogar als Partnership – sei es SCS oder SCSp – mit einem unbegrenzt haftenden Komplementär und bis zu ihrer Anlagezusage haftenden Kommanditären konzipiert sind. Die letzten zwei Rechtsstrukturen werden aufgrund ihrer flexiblen Ausgestaltungsmöglichkeiten von Fonds-Sponsoren oft im Rahmen von illiquiden direkten oder indirekten Anlagen wie Private Equity oder Private Debt sowie Infrastruktur- und Immobilienanlagen gewählt. In der Schweiz steht uns dieses Konstrukt ausschliesslich im Rahmen der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen und somit als geschlossenes Anlagevehikel zur Verfügung. Eine vergleichbare Umsetzung als halb-offene Fonds ist im Schweizer Fondsrecht zurzeit nicht vorgesehen.





Schären: Luxemburg hat traditionell eine komplexere Regulierung als die Schweiz und stellt mehr Rechtsformen und Gestaltungsoptionen zur Verfügung. Ausserdem ist Luxemburg in der EU, so dass sich im Bereich der Verwaltung, der Verwahrung und beim Vertrieb unionsweite Tätigkeitsoptionen eröffnen – insbesondere über das so genannte Passporting.

Del Cioppo: Luxemburg verfügt über eine Vielzahl an Strukturen und Arten, die jeweils auf die Anlageklasse, den Anlegerkreis und allfällige Steuerimplikationen ausgerichtet sind. Auffällig ist, dass im Vergleich zur Schweiz viel weniger Fonds Commun de Placement – so genannte FCPs, also Kollektivanlagen in rein vertraglicher Form – aufgesetzt werden und wir in der Schweiz trotz der bestehenden Möglichkeiten immer noch weitgehend ein «FCP-Markt» sind.

Rückblick Schweiz: Wie fing alles an, woher kommen wir? Ursprünglich waren es hierzulande alles nur offene und vertragliche Rechtsformen. Was änderte sich ab 2007?

Schären: Wie angemerkt, regelte das frühere Anlagefondsgesetz AFG einzig den vertraglichen Anlagefonds. Das Kollektivanlagengesetz KAG ab 2007 erweiterte den Anwendungsbereich in Anlehnung an die europäische und internationale Regulierung auch auf körperschaftliche Formen – SICAV, SICAF und KmGK. Mit der SICAF und der KmGK wurden auch geschlossene Rechtsformen eingeführt.

Stefanescu: Die Etablierung weiterer Strukturierungsmöglichkeiten wie SICAV, SICAF sowie KmGK haben unseren Schweizer Fondsmarkt tatsächlich einen grossen Schritt vorwärtsgebracht. Dennoch: Manche der neuen Rechtsformen fristen in der Schweiz im europäischen Vergleich bisher eher ein Schattendasein. Mit der Einführung des L-QIF, welche in der zweiten Jahreshälfte 2023 endlich in die Tat umgesetzt werden sollte, verbinden wir grosse Hoffnungen, unseren Kunden dann eine flexible, mit einer schnellen Time-to-Market auszustatten

Struktur anbieten zu können. Diesbezüglich sind wir bereits vorbereitet, um Kunden auf diesem Weg zu begleiten.

Wie sieht die Entwicklung in der Schweiz heute aus? Da ist wie eben angedeutet zunächst ein L-QIF, ein Limited Qualified Investor Fund, in Vorbereitung. Um was geht es dabei und wofür soll er geschaffen werden?

Stefanescu: Die Grundidee dieser neuen Fondsstruktur mit der Abkürzung L-QIF besteht darin, eine flexible und konkurrenzfähige kollektive Kapitalanlage nach Schweizer Recht zur Verfügung zu stellen, äquivalent zum Reserved Alternative Investment Fund RAIF, welcher in Luxemburg 2016 erfolgreich lanciert wurde. Damit kann der Schweizer Finanzplatz die momentan noch vorhandene Produktlücke zum Fondsplatz Luxemburg wieder schliessen. Der L-QIF soll somit Arbeitsplätze, Wertschöpfung und Steuersubstrat zurück in die Schweiz holen und den Finanzplatz weiter stärken. Wie es zudem der Name schon sagt, steht ein L-QIF nur qualifizierten Investoren offen.

Welches sind die Begriffsmerkmale dieser neuartigen Fondsstruktur?

Stefanescu: Beim L-QIF handelt es sich um eine neue Fondskategorie analog schon existierender Fondsstrukturen. Ein L-QIF kann sowohl als offene als auch als geschlossene kollektive Kapitalanlage aufgelegt werden. Das Anlageuniversum soll flexibel sein und den Investoren grösstmögliche Auswahl betreffend der geforderten Anlagerestriktionen bieten. Die Details werden momentan auf Stufe der Verordnungen definiert. Zudem konnte eine steuerliche Einordnung als Schweizer Fonds gewährleistet werden, womit als zentrales Element die Gleichbehandlung des L-QIF mit den schon existierenden Fondsstrukturen sichergestellt werden kann. Durch die indirekte Aufsicht des Vermögensverwalters und der Fondsleitung, welche beide im Falle eines L-QIFs zwingend ein FINMA-überwachtes Institut sein müssen, wird dennoch dem Kundenschutzbedürfnis qualifizierter Anle-



gerinnen und Anleger angemessen Rechnung getragen.

Schären: Ein L-QIF steht in der Tat nur qualifizierten Anlegern offen. Er verfügt weder über eine Bewilligung noch über eine Genehmigung der FINMA. Ausserdem müssen die besonderen Vorgaben über die Verwaltung des L-QIF eingehalten werden – also zwingende Verwaltung durch eine Fondsleitung, SICAV oder KmGK.

Warth: Zusammenfassend ist der gesamte Lancierungsprozess rascher und begünstigt damit besonders Fonds mit einem Fokus auf alternative Anlagen wie Immobilien, Private Equity oder Private Debt, bei denen der Genehmigungsprozess bis anhin jeweils lange dauerte.

Welches sind die Vorteile und von welchen Erleichterungen profitiert dieses neue Fondsvehikel?

Moser: Mit dem Wegfall der Bewilligungs- bzw. Genehmigungspflicht entfällt für den L-QIF das Gesuch an die FINMA. Im Bereich der nicht-traditionellen Anlagen ziehen sich solche Gesuche manchmal über Wochen bis Monate hin, was beim L-QIF nun eben entfällt; das Produkt ist somit viel schneller auf dem Markt. Ebenso entfallen beim L-QIF die Anlagevorschriften von Art. 53-71 KAG und Art. 103 KAG. Es sind also theoretisch auch Fonds mit Anlagen möglich, welche die FINMA unseres Wissens bislang nicht zugelassen hat, etwa Wein, Oldtimer, Kunst etc., dies solange eine angemessene Liquidität sichergestellt ist – Stichwort: neuer Art. 78a KAG. Der Art. 118d KAG enthält daneben eine lange Liste von Bestimmungen, die der FINMA eine Einzelfallentscheidungs- oder Aufsichtscompetenz einräumen, und welche auf den L-QIF nicht anwendbar sind.

Warth: Die gleichwertige rechtliche Akzeptanz des L-QIF als Schweizer Fonds gepaart mit dem Wegfall der Vorgaben bezüglich möglicher Anlagen oder der Risikoverteilung ermöglicht höhere Flexibilität beim Portfolio-Aufbau. So können beispielsweise mehrere traditionelle und/oder alternative Anlageklassen kombiniert oder Fonds mit konzentrierten Portfolios lanciert werden.

Del Cioppo: Der L-QIF ist analog dem Luxemburger RAIF ein indirekt beaufsichtigter Fonds, was grundsätzlich eine

«Das Pendel muss nun dringend weiter in Richtung einer Liberalisierung im Finanzmarktrecht ausschlagen!»

Patrick Moser

höhere Lancierungsgeschwindigkeit erlaubt. Weitere Vereinfachungen bestehen im Falle von Änderungen resp. Anpassungen nach einer Lancierung. Der zweite wesentliche Vorteil ist der grosse Spielraum bezüglich Diversifikationsvorschriften in den Anlagerichtlinien. Entgegen der immer wieder gemachten Aussage, dass der L-QIF günstiger sei als ein normaler Fonds, sehen wir keine direkten Kostenvorteile. Indirekt kann die beschleunigte Lancierung allenfalls Opportunitätskosten wettmachen, wenn man eine Investition innerhalb kurzer Frist ausführen kann und nicht auf eine FINMA-Bewilligung warten muss.

Offenbar gibt es auch Vereinfachungen im Rahmen von Änderungen resp. Anpassungen nach einer Lancierung. Welche sind das notabene – welche Vereinfachungen bei welcher Art von Anpassungen?

DelCioppo: Die regulatorischen Vereinfachungen beziehen sich hauptsächlich auf die flexible Handhabung von situativen Anpassungen der Anlagerichtlinien und der davon abgeleiteten erhöhten Time-to-Market.

Schären: Eben wurde auch gesagt, dass der L-QIF ein indirekt beaufsichtigter Fonds sei. Lassen Sie mich das noch genauer ausführen: Konkret heisst das, dass hierfür weder eine Bewilligung noch eine Genehmigung durch die FINMA vorliegen muss. Tatsächlich kann ein solcher L-QIF aufgrund dieser aufsichtsrechtlichen Erleichterungen wesentlich schneller realisiert werden. Bloss die administrative Verwaltung und das Portfolio- resp. das Asset Management muss durch ein bewilligtes Institut erfolgen. L-QIF in der Form von vertraglichen Anlagefonds müssen grundsätzlich durch eine Fondsleitung verwaltet werden. L-QIF in der Form einer SICAV müssen die Administration und die Anlageentscheide ein und derselben Fondsleitung übertragen. Falls ein L-QIF als KmGK ausgestaltet ist, muss die Geschäftsführung einem Verwalter von Kollektivvermögen gemäss FINIG übertragen werden. Das Gesetz erlaubt ausserdem auch eine Weiterdelegation gewisser Tätigkeiten.

«Die Rechtsform der kollektiven Kapitalanlage kann für den Erfolg des Anlagekonzepts massgebend sein.»

Simon Schären

Für welche Anlageausrichtungen respektive für welche Arten von Anlageinstrumenten soll er speziell geeignet sein?

Moser: Aufgrund der Nichtanwendbarkeit der Anlagevorschriften von Art. 53-71 KAG und Art. 103 KAG eignet sich der L-QIF für alle möglichen Anlagepolitiken bzw. -instrumente. Das reicht von ganz traditionellen, effektenfonds-ähnlichen Vehikeln bis hin zu Fonds, die in hochspezialisierte oder unübliche Anlagen investie-

ren. Insbesondere sind auch Mischformen möglich, was es bislang erst im Bereich der KmGK gegeben hatte.

Stefanescu: Obwohl der L-QIF für jegliche Anlageklassen qualifiziert, konkurrenziert er wenig mit den bestehenden Fondsstrukturen und soll in erster Linie Investitionen in innovative, neue Anlageklassen erlauben – etwa Private Equity, Venture Capital, aber auch Infrastruktur sowie andere exotische Anlageklassen wie Kryptowährungen, etc.

Schären: Vor dem Hintergrund, dass die Zielgruppe lediglich qualifizierte Anleger umfasst, handelt es sich von der Anlageausrichtung her im Wesentlichen um alternative Anlagen. Die Einschränkung auf qualifizierte Anleger ist allerdings auch auf die fehlende Produktaufsicht zurückzuführen und nicht nur auf den Anlagehorizont.

Warth: Zu den genannten Mischformen noch folgendes: Aus unserer Sicht stellt die flexible und umfassende Umsetzungsmöglichkeit im Rahmen einer holistischen Anlagestrategie den grossen Mehrwert des L-QIF dar. So können klassische Wertschriften und Anlagefonds genauso Teil des Fonds sein wie auch alternative Anlagen und – neu im Schweizer Fonds-Setup – sogar «Passion Investments», also Liebhaberanlagen. Voraussetzung: Diese sind bewertbar und es besteht genügend Rücknahmeliquidität. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass bei Inkrafttreten des L-QIF bereits reine «Passion Investment»-Fonds lanciert werden. Der Fokus wird primär auf klassischen Anlagestrategien und -instrumenten liegen. Erste Gespräche mit Marktteilnehmern bestätigen unsere Annahme.

Nur rasch zum formellen Einordnen: Ist der L-QIF formaljuristisch eine neue Rechtsform oder eine ganz neue Fondskonstruktion, welche in diverse verfügbare Rechtsformen gehüllt werden kann?

Moser: Mit dem L-QIF wird keine neue Rechtsform geschaffen, auch nicht eine neue Fondskonstruktion, sondern eher eine zusätzliche Fonds-«Art», ähnlich den





bestehenden gesetzlich geregelten Arten – also Effektenfonds, übrige Fonds für traditionelle Anlagen bzw. für alternative Anlagen, Immobilienfonds –, welche analog zum L-QIF ebenfalls in verschiedenen Rechtskleidern aufgelegt werden können. Das zeigt sich auch daran, dass ein L-QIF eben nicht eine der erwähnten Fondsartenbezeichnungen tragen darf.

Schären: Ein L-QIF kann nur eine im KAG geregelte Rechtsform aufweisen. Insoweit ist der L-QIF konzeptionell tatsächlich keine neue Rechtsform, sondern baut auf den bestehenden Konzepten des KAG auf.

Welches wären dazu die geeigneteren Rechtsformen hierzulande, welche weniger – aus welchen Gründen?

Del Cioppo: Der L-QIF kann sowohl als vertraglicher Fonds als auch als Fonds mit eigener Rechtspersönlichkeit als SICAV oder KmGK lanciert werden. Aufgrund der höheren Flexibilität in der Ausgestaltung der Anlagerichtlinien eignet sich das Produkt nur für qualifizierte Anleger, welche die damit verbundenen Risiken oder Liquiditätsengpässe verstehen und verkraften können.

Schären: Der L-QIF kann wie gesagt grundsätzlich in allen etablierten Rechtsformen des KAG aufgesetzt werden. Allerdings kommt die SICAF aus konzeptionellen Gründen nicht in Frage und ist daher keine mögliche Basis für einen L-QIF.

Weshalb ist das so?

Moser: Als Gefäss des offenen Typs kann ein L-QIF in der Rechtsform eines vertraglichen Anlagefonds oder einer SICAV aufgesetzt werden. Als geschlossener Fonds gibt es hingegen nur die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen und nicht auch die SICAF. Der Grund hierfür ist, dass eine SICAF, wenn sich an ihr nur qualifizierte Anleger beteiligen können und ihre Aktien auf den Namen lauten – Inhaberaktien wurden ja de facto abgeschafft – gar nicht mehr als kollektive Kapitalanlage gilt. Ich verweise auf Art. 2 Abs. 3 KAG.

Gibt es Sondervorschriften resp. -bestimmungen für Immobilienanlagen?

Stefanescu: Durchaus. Ähnlich wie im Fall eines Immobilienfonds nach KAG sind gewisse spezifische Anforderungen für Immobilienanlagen einzuhalten. Ein L-QIF etwa muss einen unabhängigen Schätzungsexperten beauftragen. Es besteht ein Verbot für Transaktionen mit nahestehenden Personen, wobei die Details hinsichtlich möglicher Ausnahmegenehmigungen momentan auf der Verordnungsebene geregelt werden. Zudem wird wiederum eine maximale Verpfändung der Grundstücke einzuhalten sein, wobei die maximale Höhe ebenfalls noch auf Stufe der Kollektivanlageverordnung beraten wird.

Schären: In Art. 118p KAG sind Sondervorschriften für Immobilien-L-QIF enthalten. Diese orientieren sich aber weitgehend an den Vorschriften über Immobilienfonds. Die Bestimmungen gemäss Art. 63 Abs. 1-3 KAG gelten sinngemäss – ich denke unter anderem an das Übernahmeverbot und Abtretungsverbot. Die Anforderungen an die Schätzungsexperten gelten bei L-QIF ebenfalls. Der Bundesrat wird diese Bestimmungen auf dem Verordnungsweg noch konkretisieren.

Stefanescu: Aufgrund der Befürchtung, dass der L-QIF von vermögenden Privatpersonen dazu genutzt werden könnte, im Bereich der direkten Immobilienanlagen Steuern zu optimieren, wurde die Gesetzesvorlage während der parlamentarischen Konsultation in dem Sinne angepasst, dass ein in direkten Immobilienanlagen investierender L-QIF nur professionellen Anlegern gemäss dem Finanzdienstleistungsgesetz FIDLEG zur Verfügung steht, das heisst Banken, Versicherungen, Pensionskassen, grossen Unternehmen, etc..

Moser: Bei L-QIF, welche Direktanlagen in Immobilien tätigen, wird der Anlegerkreis wie ausgeführt zusätzlich eingengt. Die qualifizierten Anleger, welche in solche Immobilien-L-QIF investieren, müssen zusätzlich so genannte «per se» professionelle Kunden nach Art. 4/3/a-h FIDLEG sein. Wer kann folglich nicht in



solche L-QIF mit Direktanlagen in Immobilien investieren? Das sind Family Offices – Art. 4/3/i FIDLEG – und Kunden, die durch eine Opting-out Erklärung zu professionellen Kunden geworden sind sowie qualifizierte Anleger nach Art. 10/3ter KAG, also Vermögensverwaltungs- und Anlageberatungskunden. Dazu enthält Art. 118p KAG Sondervorschriften für L-QIF mit Immobilienanlagen: Es gilt Art. 63/1-3 KAG – Haftungsvorschriften; Geschäfte unter Nahstehenden – sinngemäss. Weiter müssen L-QIF mit Immobilienanlagen auch unabhängige Schätzungsexperten beauftragen.

Wie schätzen Sie die Zukunft des L-QIF ein?

Warth: Die Zukunft des L-QIF kann wohl anhand des enormen Erfolgs des Luxemburger RAIF erahnt werden. So lancieren wir als Luxemburger AIFM mittlerweile signifikant mehr RAIFs denn SIFs, also von der Finanzmarktaufsicht genehmigte und überwachte Anlagefonds für den Vertrieb an «well-informed investors». Wenig überraschend sehen wir merkliche Vorteile im L-QIF und eine erhebliche Verbesserung gegenüber dem Status Quo. Dies gilt insbesondere für Anleger mit konzentrierten oder gemischten Portfolios, welche sie in eine Schweizer Struktur einbringen wollen.

Del Cioppo: Der L-QIF wird dem Schweizer Fondsstandort zweifellos einen Wachstumsschub verschaffen, indem Vermögenswerte, welche im Ausland liegen, wieder in die Schweiz zurückgebracht werden. Ausserdem werden wir Konvertierungen von so genannten Übrigen Fonds in L-QIF-Strukturen sehen, insbesondere bei Einanlegerfonds.

Moser: Für neu aufzulegende Fonds für qualifizierte Anleger ist der L-QIF sicher eine attraktive Form, insbesondere dort, wo das «Time-to-Market»-Element und/oder die erweiterten Anlagemöglichkeiten im Vordergrund stehen. Es ist jedoch nicht auszuschliessen, dass konservativ ausgerichtete Anleger, zum Beispiel Vorsorgeeinrichtungen, aus Sicherheitsüberlegungen nach wie vor eine beaufsichtig-

«Der L-QIF wird Arbeitsplätze, Wertschöpfung und Steuersubstrat zurück in die Schweiz holen und somit nachhaltig den Finanzplatz stärken.»

Andreea Stefanescu

te Fondsstruktur bevorzugen. Ob sich Anlagegelder, die in ausländischen Strukturen wie dem Luxemburger RAIF angelegt sind, in die Schweiz zurückholen lassen, wird die Zukunft weisen. Sofern die Stempelsteuer bestehen bleibt und die L-QIF steuerlich gleichbehandelt werden wie die übrigen kollektiven Kapitalanlagen – davon ist derzeit auszugehen –, bestehen hier durchaus Chancen, zumindest bei offenen Gefässen.

Stefanescu: Wir gehen davon aus, dass der L-QIF aufgrund seiner indirekten Überwachung und der damit einhergehenden schnellen Time-to-Market sowie in Bezug auf die vielfältigen Anlagemöglichkeiten umfangreich eingesetzt werden kann und wird. Die Struktur erfordert allerdings sehr starke Partner wie eine kompetente Fondsleitung und De-

potbank. Die zahlreichen Anfragen, welche wir bereits jetzt im Vorfeld erhalten, zeigen uns zudem, dass dieser Struktur eine erfolgreiche Zukunft beschieden sein dürfte.

Schären: Das denke ich auch. Der L-QIF könnte sich in der Schweiz durchaus zum Erfolgskonzept entwickeln. Entscheidend wird in diesem Zusammenhang auch sein, ob das L-QIF-Modell bei qualifizierten Anlegern auf Anklang stösst. Jedenfalls müssen qualifizierte Anleger mit einem starken Bezug zur Schweiz nicht mehr auf vergleichbare ausländische Produkte ausweichen.

Gibt es Ansätze für weitere Innovationen in der Schweiz – etwa betreffend Rechtsformen, Fondsarten, Fondskonstruktionen, Fondsstrukturen etc.?

Schären: Das Potenzial der Blockchain konnte sich im Kollektivanlagenrecht bislang noch nicht vollumfänglich entfalten. Daher gibt es aktuell verschiedene rechtspolitische Bestrebungen zur Digitalisierung des KAG und verwandter Rechtsgebiete. Dabei stellt sich die Frage, inwiefern das etablierte regulatorische Konzept des KAG hierfür ein Hindernis darstellt.

Rechtsform resp. Fondskonstruktion und Technologie – zwei zentrale Dreh- und Angelpunkte für die Zukunft der Kollektivanlage. Soeben fiel auch der Begriff Blockchain. Welchen Einfluss auf Rechtsformen und Fondsarten



nach KAG werden all die neuen technologischen Errungenschaften im Bereich der Digitalisierung und Tokenisierung möglicherweise haben?

Schären: Die Blockchain-Technologie und andere Innovationen ermöglichen im Investment-Bereich neue Geschäftsmodelle. Zunächst erweitert sich das Anlageuniversum, da kollektive Kapitalanlagen neu auch in Krypto-Vermögenswerte investieren können. Ausserdem gibt es Ansätze, die Fondsinfrastruktur und bestimmte Funktionen in die Blockchain zu integrieren und mit so genannten «smart contracts» abzubilden. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um Computerprotokolle. Die neuen Geschäftsmodelle bewegen sich zum Teil ausserhalb des Geltungsbereichs des KAG, bedienen sich in gewissen Konstellationen aber auch traditioneller regulatorischer Gefässe und Rechtsformen. Hier wird sich die Frage stellen, inwiefern die regulatorische Konzeption des KAG noch zeitgemäss ist.

Die Themen «Rechtsform resp. Fonds-konstruktion» und «Technologieentwicklung» spielen einander also vermehrt in die Hände. Können Sie das noch weiter ausführen?

Warth: Das disruptive Element der Blockchain-basierten Tokenisierung ermöglicht eine unabhängige Bewertung von illiquiden Anlagen wie Darlehen, Private Equity, Infrastruktur oder Projekten in höherer Frequenz zu tieferen Gestehungskosten. Dies wird sich unseres Erachtens positiv auf die Fonds-konstruktion im Sinne einer erhöhten Bewertungsfrequenz und Rücknahmeliquidität sowie geringeren Kosten auswirken. Die Digitalisierung kann im Tätigkeitsbereich der Fondsleitung, Administration und beim Transfer Agent zu Prozessanpassungen führen. Diese werden die Unternehmensführung durch granulare, transparente, zeitunabhängige Daten und Informationen weiter stärken und gleichzeitig Effizienzgewinne für Fonds-Sponsoren, den Vertrieb und Anbieter von Asset Services realisieren. Ein Beispiel dafür ist der langwierige und ineffiziente KYC/AML-Prozess bei direkt im

«Wenig überraschend sehen wir merkliche Vorteile im L-QIF und eine erhebliche Verbesserung gegenüber dem Status Quo, insbesondere für Anleger mit konzentrierten oder gemischten Portfolios.»

Ralph Warth

Transfer-Agent-Register eingetragenen Investoren, wodurch künftig auf eine wiederkehrende, langwierige Wiederholung des Prozesses verzichtet werden kann.

Del Cioppo: Inwieweit und in welchem zeitlichen Rahmen die Technologieentwicklung Einfluss auf Fonds-konstruktio-

nen haben, müsste genauer untersucht werden. Tatsache ist, dass wir uns in einem steten Wandel befinden, angetrieben auch durch permanente Anstrengungen, Ineffizienzen abzubauen respektive auszuschalten und Prozesse zu optimieren. Technologie hilft auch in Sachen Kundennähe: Im Falle der L-QIF beispielsweise wird endlich Rücksicht genommen auf die Risikobereitschaft und das Risikoverständnis des qualifizierten Anlegers. Wenn vermehrt Institute Fondsanteile «tokenisieren», dann wird es Anlegern einfacher gemacht, sich ohne Involvement Dritter an Fonds zu beteiligen.

Schären: Sind Rechtsformen flexibel genug, können sie innovative Geschäftsmodelle ermöglichen. Eine wichtige Rolle spielt dabei der Grundsatz der Technologieneutralität der Regulierung. Umgekehrt können eine Innovation und ein erhoffter ökonomischer Nutzen Anlass für eine Neukonzeption oder Flexibilisierung von Rechtsformen sein. Dabei nimmt der Gesetzgeber vielfach eine Abwägung zwischen etablierten Prinzipien – insbesondere dem Anlegerschutz – und dem Innovationsbedürfnis vor. Bei vielen Innovationen zeigt sich allerdings, dass Anlegerschutz und aufsichtsrechtliche Flexibilität nicht im Widerspruch zueinander stehen müssen.

Betreffend Wesenszüge respektive traditionelle Charaktermerkmale von Kollektivanlagen können - um mit der Zeit zu gehen - durchaus auch einmal alte Zöpfe abgeschnitten werden. Dafür bräuchte es weitere Gesetzesanpassungen und entsprechend liberalere Aufsichtsbestimmungen. Viele der klassischen Wesensmerkmale offener Fonds wie etwa die Fremdverwaltung, die fehlenden Mitbestimmungsmöglichkeiten etc. könnte man doch auch einmal gründlich hinterfragen. Wo müsste man da ansetzen?

Schären: Begriffliche Wesensmerkmale von kollektiven Kapitalanlagen können ein formales Hindernis sein, um eine Be-willigung bzw. Unterstellung zu erlangen. So ist etwa die Fremdverwaltung bei al-



len bewilligten kollektiven Kapitalanlagen zwingend, so dass der Mitbestimmung der Anleger Grenzen gesetzt sind. Ausserdem verunmöglicht die Kollektivanlage-regulierung innovative Geschäftsmodelle im Digitalisierungsbereich – Stichworte: Blockchain, DLT –, weil formale und konzeptionelle Anforderungen wie etwa die strikte Depotbankpflicht nicht umgesetzt werden können. Das Kollektivanlagerecht muss sich den Bedürfnissen der digitalen Finanzindustrie anpassen. Dabei muss allerdings auch berücksichtigt werden, dass sich bestimmte Geschäftsmodelle im Investment-Bereich konzeptionell nicht mehr im Geltungsbereich des KAG befinden. Die traditionellen Charaktermerkmale von kollektiven Kapitalanlagen können hierbei als wertvolle Abgrenzungsmerkmale dienen und insoweit Rechtssicherheit bieten.

Wie müsste Ihrer Ansicht nach ein zukunfts-trächtiger Fonds 2.0 aussehen? Worin würde er sich von traditionellen Fondskonstruktionen unterscheiden? Und was müsste geändert werden, um den Fonds und der Fondswirtschaft im Rahmen der ganzen Realwirtschaft mehr Geltung zu verschaffen?

Schären: Ein moderner Fonds würde wohl weitgehend auf der Blockchain funktionieren. Dadurch würden viele traditionelle Intermediäre des kollektivanlage-rechtlichen Ökosystems entbehrlich – ich denke mitunter an die Depotbankfunktion. Smart contracts könnten viele aufsichtsrechtliche Funktionen übernehmen. Hierzu müssten traditionelle regulatorische Strukturen angepasst und modernisiert werden. Wo hier konkret angesetzt werden müsste, ist allerdings noch weitgehend unklar.

Bekannt ist, dass Fondsleitungen ihre Kunden nicht kennen: Hat der Fonds 2.0 künftig vor dem Hintergrund all der vorab aus dem angelsächsischen Raum stammenden Transparenz-erfordernissen nur noch rund ein Dutzend Anleger statt einer unbestimmten Zahl unbekannter Klein- und Kleinst-



facts

Firmenportraits

AMAS

Die Asset Management Association Switzerland (AMAS) ist die repräsentative Branchenorganisation der Schweizer Asset Management Industrie. Ihr Ziel ist es, die Schweiz als führendes Asset Management Zentrum mit hohen Standards für Qualität, Performance und Nachhaltigkeit zu stärken. Dabei unterstützt sie ihre Mitglieder darin, die Schweizer Asset Management Industrie weiter auszubauen und langfristig Wert für die Anleger zu schaffen. 1992 in Basel gegründet, zählt die Asset Management Association Switzerland heute nahezu 200 Mitglieder. Weitere Informationen unter: www.amswitzerland.ch.



AVELALAW AG

Die AvelaLaw AG ist eine auf das Finanzmarktrecht (mit besonderem Schwerpunkt auf das Asset Management sowie Schweizer und ausländische kollektive Kapitalanlagen) spezialisierte Beratungsfirma mit Sitz in Zürich. Die AvelaLaw AG deckt das gesamte Spektrum der Rechtsberatung, der Compliance und des Risikomanagements für ihre Kunden ab. Zu den Kunden der AvelaLaw AG zählen Vermögensverwalter, Fondsmanager, Fondsleitungen, Anlageberater, Banken, Versicherungen und sonstige Finanzdienstleister aus dem In- und Ausland. Das Unternehmen berät die gerne in deutscher, englischer, spanischer und italienischer Sprache.



CREDIT SUISSE

Die Unternehmenseinheit Credit Suisse Asset Servicing bietet ihren Kunden massgeschneiderte Lösungen in den Bereichen Global Custody, Fonds und Investment Analytics als One Stop Shop an. Die Erfolgsgeschichte basiert auf einer über 25-jährigen Beratungs- und Betreuungsexpertise kombiniert mit Innovation und Kundenorientierung. Als integrierter Teil eines globalen Finanzinstituts bietet Credit Suisse Asset Servicing mit mehr als 350 Mitarbeitenden «State of the art» Kundenlösungen mit einer lokalen Präsenz in der Schweiz, Irland, Luxemburg und Polen.



SOLUFONDS

Solufonds ist eine Fondsleitung nach Schweizer Recht, deren Kerngeschäft die Strukturierung, Aufsetzung und Verwaltung von Private Label Lösungen ist. Das Unternehmen erbringt Dienstleistungen für Vermögensverwalter, Banken, Family Offices sowie Anlagestiftungen und Pensionskassen, welche nicht über eine eigene Plattform für die Lancierung und Administration ihrer kollektiven Kapitalanlagen verfügen. Solufonds ist unabhängig von Banken und Finanzinstituten, wodurch individuelle Lösungen angeboten werden können, welche sich uneingeschränkt an den Bedürfnissen und Anforderungen der Kunden orientieren.



UBS

White Labelling Solutions ist das UBS Kompetenzzentrum für Drittfondskonzepte und massgeschneiderte Fondslösungen. Die Firmeneinheit ist darauf spezialisiert, individuelle und kundenspezifische Lösungen mit traditionellen und alternativen Anlagen für Wholesalers, institutionelle Anleger sowie Vermögensverwalter aus Europa, dem Mittleren Osten und APAC zu strukturieren, zu lancieren und zu verwalten. Zusammen mit den erfahrenen Fondsleitungen in der Schweiz, Luxemburg und Irland werden mehr als 75 Kunden betreut. Die Unit hat über 150 Vermögensverwalter unter Vertrag und verwaltet dabei mehr als 500 Produkte.



anleger und damit künftig nur noch einen anzahlmässig limitierten Teilnehmerkreis - interessengebunden je nach Finanzierung oder Projekten?

Schären: Die Frage ist, wo allfällige Transparenzpflichten anknüpfen und ob sich dadurch für Fondsleitungen zusätzliche Verpflichtungen ergeben. Auch traditionelle Verpflichtungen beziehen sich mitunter auf die Ebene der Fondsleitung - ich denke etwa an Art. 2 Abs. 2 lit. b GwG. Dennoch ist der beschriebene Trend unverkennbar. Je stärker Transparenzpflichten zunehmen und je mehr sie sich auf die Ebene der Fondsleitung verschieben, desto kleiner und differenzierter dürfte der Anlegerkreis werden.

Zweckgebundenheit im Rahmen der Finanzierung der Realwirtschaft: Der Anlagezweck leitet sich vom Finanzie-

rungszweck ab. Anleger bestimmen mit und tragen Mitverantwortung. Ist das ein möglicher Lösungsansatz, um in breiten Bevölkerungskreisen mehr Vertrauen zu gewinnen?

Del Cioppo: Die Finanzierung der Realwirtschaft ist eine grosse Chance für die Fondsindustrie, ihren Mehrwert nicht nur für die Investoren, sondern auch für die Wirtschaft allgemein zu beweisen. Insbesondere im Bereich der Privatmarktanlagen kann ein Fonds eine wichtige Allokationsfunktion wahrnehmen und Investitionen in wichtige Wachstumssegmente lenken. Auch vor dem Hintergrund der weiterhin stark wachsenden Beachtung von ESG-Kriterien lässt sich hierbei ein Nutzen sowohl für die Investoren als auch für die Allgemeinheit generieren.

Können Sie das näher ausführen?

Del Cioppo: Damit spreche ich vor allem Investitionen an, welche über KmGK erfolgen. In der Schweiz gibt es einige solcher Swiss Limited Partnerships, die beispielsweise im Bereich «Clean Energy» kleinere innovative Firmen durch Kapitalspritzen mit einem langfristigen Anlagehorizont unterstützen.

Schären: Zweckgebundenheit im Rahmen der Finanzierung der Realwirtschaft ist tatsächlich ein interessanter Ansatz, den es weiterzuverfolgen gilt. Die Mitbestimmung des Anlegers ist allerdings durch die Fremdverwaltung begrenzt. Das schränkt auch die Mitverantwortung der Anleger ein. Ausgeprägte Mitbestimmung lässt sich innerhalb des Geltungsbereichs des KAG zurzeit kaum realisieren. Hier könnte allerdings eine mögliche Innovation ansetzen, indem eine freiwillige Unterstellung ermöglicht würde.



Eugène Del Cioppo
Head UBS
White Labeling Solutions,
Basel.



Patrick Moser
Partner
AvelaLaw AG,
Zürich.



Dr. Simon Schären
Senior Legal
Counsel, Asset
Management
Association
Switzerland und
Lehrbeauftragter
an der
Universität
Bern.

Was ist aus Luxemburg zu berichten? War der RAIF die letzte erfolgreiche Innovation?

Schären: Der RAIF ist sicherlich eine zentrale Innovation der letzten Jahre. Luxemburg wird in der Fondsregulierung auch weiterhin den Takt vorgeben, sodass weitere Entwicklungen zu erwarten sind. Dabei gilt es aber zu berücksichtigen, dass

die europäische Regulierung einer zunehmenden Harmonisierung unterworfen ist und den Mitgliedstaaten immer weniger Gestaltungsspielraum für lokale Lösungen lässt. Schliesslich ist die Innovationskraft Luxemburgs zum Teil auch auf günstige steuerliche Rahmenbedingungen und nicht nur auf das Aufsichtsrecht zurückzuführen.

Sagen Sie bitte noch etwas zum luxemburgischen RAIF: Gilt er als Vorbild für den L-QIF?

Del Cioppo: Das luxemburgische Parlament verabschiedete im Juli 2016 das entsprechende Gesetz und schuf damit eine neue Anlageform eines Alternativen Investmentfonds. Der RAIF ist vergleichbar mit dem L-QIF und gilt als grosse Erfolgsgeschichte. Im europäischen Rahmen qualifiziert er als AIF gemäss AIFM-Richtlinie. Verwaltet werden diese Fonds durch einen beaufsichtigten AIFM. Reguliert ist er also lediglich via diese AIFM respektive dessen Management Company. Der Schweizer L-QIF lehnt sich tatsächlich stark an dieses Vorbild an. Wir schätzen sehr, bald auch hierzulande unseren Kunden derartige Fondskonstruktion – mit Domizil Schweiz – anbieten zu können.

Ein Domizilplatz verkauft sich vorwiegend über seine Innovationskraft: Was könnte da für die Schweiz noch alles drin liegen?

Stefanescu: Der L-QIF wird dafür sorgen, dass der Schweizer Fondsmarkt einen wesentlichen Teil seines strukturellen Rückstands gegenüber den ausländischen und insbesondere dem luxemburgischen Fondsmarkt wettmachen wird. Letztlich hängt der Erfolg des Schweizer Marktes aber nicht nur von den Möglichkeiten auf der Strukturierungsseite ab, sondern auch davon, wie offen Behörden für neue Anlagekonzepte sind. So hat es in der Schweiz bis 2021 gedauert, bis wir den allerersten Private Debt Fund lancieren konnten. In diesem Sinne freuen wir uns auch in Zukunft auf eine konstruktive Zusammenarbeit mit den Behörden, wo wir darauf hinarbeiten, weitere innovative Anlagekon-

zepte möglichst zeitnah in einer Fondsstruktur zur Lancierung zu bringen.

Schären: Das Schweizer Kollektivanlagenrecht hat sich in den letzten Jahren stark weiterentwickelt. Die internationale und europäische Rechtsentwicklung diente dabei als rechtsvergleichender Referenzpunkt. Die Innovationskraft allein ist für den Erfolg eines Fondsplatzes allerdings nicht entscheidend. Die rechtliche Integration in den europäischen Binnenmarkt bleibt aufgrund des fehlenden Marktgangs ein Problem. Hierbei handelt es sich aber um eine politische Thematik und nicht um eine Frage der Innovation. Hinzu kommt, dass die Schweiz aufgrund des europäischen Kompatibilitätsdrucks in die Harmonisierungsdynamik der EU einbezogen wird, was in einen Nachvollzugs-Automatismus münden kann. Dies verringert den Innovationsspielraum der Schweiz.

Andreea Stefanescu
CEO Solufonds
SA, Morges.



Ralph L. Warth
Head Fund
Structuring im
Bereich
Credit Suisse
Asset Servicing,
Zürich.

