



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
Main Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2012

---

## **Regulierung und Aufsicht über kollektive Kapitalanlagen für alternative Anlagen**

Lezzi, Lukas

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich  
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-73592>  
Dissertation

Originally published at:

Lezzi, Lukas. Regulierung und Aufsicht über kollektive Kapitalanlagen für alternative Anlagen. 2012, University of Zurich, Faculty of Law.

Band 104

# Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht

Herausgegeben von  
Prof. Dr. Dieter Zobl  
Prof. Dr. Mario Giovanoli  
Prof. Dr. Rolf H. Weber

Dr. iur. Lukas Lezzi

## Regulierung und Aufsicht über kollektive Kapitalanlagen für alternative Anlagen

Schulthess § 2012

# Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort</b> .....	III
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	XV
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	XXI
<b>Materialien- und Quellenverzeichnis</b> .....	XXIX
<b>I. Einleitung</b> .....	1
<b>II. Erster Teil: Alternative Anlagen</b> .....	3
<b>A. Begriff der alternativen Anlagen</b> .....	3
<b>B. Typische Anlagetechniken</b> .....	4
Leerverkäufe .....	4
2. Einsatz von Hebelfinanzierung .....	6
3. Zwischenfazit .....	6
<b>C. Typische Anlagearten</b> .....	6
1. Derivative Finanzinstrumente .....	7
2. Commodities und Edelmetalle .....	8
3. Weitere mögliche Anlagearten .....	9
<b>D. Bedeutende Erscheinungsformen</b> .....	10
1. Hedge Funds .....	10
a) Begriff .....	10
b) Charakteristische Eigenschaften von Hedge Funds .....	12
c) Managed Futures .....	13
d) Wirtschaftliche Bedeutung von Hedge Funds .....	14
2. Private Equity .....	15
a) Begriff .....	15
b) Erscheinungsformen und Strategien .....	16
c) Wirtschaftliche Bedeutung von Private Equity .....	17
3. Zwischenfazit .....	18
<b>E. Risiken</b> .....	18
1. Makroökonomische Risiken .....	18
2. Mikroökonomische Risiken .....	24
a) Risiken für die kollektiven Kapitalanlagen .....	24
aa) Liquiditätsrisiko .....	24

bb) Operationelles Risiko .....	25
cc) Marktrisiko .....	26
dd) Gegenparteirisiko .....	26
ee) Weitere Risikoarten .....	27
b) Risiken für Anleger und andere Marktteilnehmer .....	27
aa) Totalausfall der alternativen Anlage .....	27
bb) Interessenkonflikte .....	28
cc) Risiken für Unternehmen durch Private-Equity-Anlagen .....	29
dd) Gegenparteirisiken durch alternative Anlagevehikel .....	29
3. Zwischenfazit .....	30
<b>F. Fazit .....</b>	<b>30</b>
<b>III. Zweiter Teil: Schweizer Recht .....</b>	<b>33</b>
<b>A. Alternative Anlagen nach dem Kollektivanlagegesetz .....</b>	<b>33</b>
1. Unter dem AFG 1994 .....	33
2. Unter dem KAG .....	34
a) Begriff der kollektiven Kapitalanlage .....	35
aa) Legaldefinition .....	35
bb) Begriffselemente .....	35
cc) Grenzfälle und Ausnahmen .....	39
b) Offene kollektive Kapitalanlagen. ....	46
c) Geschlossene kollektive Kapitalanlagen .....	47
d) Definition des Anlegerkreises .....	47
e) Übrige Fonds für alternative Anlagen .....	48
aa) Abgrenzung gegenüber Effektenfonds .....	48
bb) Abgrenzung gegenüber Immobilienfonds .....	50
cc) Begriff der alternativen Anlage .....	50
dd) Zulässige Anlagearten und Eigenschaften .....	52
ee) Charakteristische Anlagetechniken übriger Fonds für alternative Anlagen .....	60
ff) Bedeutende Erscheinungsformen im Bereich des KAG ..	63
f) Exchange Traded Funds (ETFs) .....	63
g) Risikokapital-Anlagen .....	65
3. Fazit .....	65
<b>B. Mögliche Vehikel für alternative Anlagen .....</b>	<b>66</b>
1. Offene kollektive Kapitalanlagen .....	66
a) Der vertragliche Anlagefonds .....	66
aa) Der Kollektivanlagevertrag .....	66
bb) Organisation .....	68
cc) Zweck und Aufgaben der Fondsleitung .....	70

b)	Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (Société d'investissement à capital variable, SICAV) .....	71
aa)	Begriff .....	71
c)	Gemeinsame Bestimmungen .....	78
aa)	Depotbank .....	78
bb)	Prime Broker .....	79
cc)	Prospekt .....	80
dd)	Jahresbericht .....	80
ee)	Auflösung .....	80
d)	Wirtschaftliche Bedeutung und Eignung für alternative Anlagen .....	80
2.	Geschlossene kollektive Kapitalanlagen .....	82
a)	Einleitung .....	82
b)	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen .....	82
aa)	Begriff .....	82
bb)	Zulässige Anlagen .....	83
cc)	Organisation .....	83
dd)	Beschränkung von Private-Equity-Strategien auf geschlossene kollektive Kapitalanlagen? .....	86
ee)	Wirtschaftliche Bedeutung für die Schweiz .....	87
c)	SICAF .....	87
3.	Fazit .....	87
<b>C.</b>	<b>Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen und Vertrieb von alternativen Anlagen</b> .....	<b>88</b>
1.	Vermögensverwalter .....	89
a)	Vermögensverwalter schweizerischer kollektiver Kapitalanlagen .....	89
b)	Vermögensverwalter ausländischer kollektiver Kapitalanlagen .....	90
c)	Revision .....	91
2.	Vertriebsträger .....	92
a)	Vertriebsträger von schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen .....	92
b)	Vertrieb von ausländischen kollektiven Kapitalanlagen .....	94
c)	Revision .....	95
3.	Zwischenfazit .....	96
<b>D.</b>	<b>Regulierung von alternativen Anlagen</b> .....	<b>97</b>
1.	Grundsätze der Finanzmarktregulierung .....	97
a)	Notwendigkeit einer Regulierung .....	97
b)	Konzeption .....	97
c)	Staatliche oder selbstregulatorische Regulierung .....	100

d)	Direkte oder indirekte Regulierung von alternativen Anlagen .....	101
aa)	Direkte Regulierung der alternativen Anlagen .....	101
bb)	Indirekte Regulierung .....	102
e)	Zwischenfazit .....	105
2.	Regulierung im Einzelnen .....	106
a)	Regulierung der kollektiven Kapitalanlagen .....	107
aa)	Regulierung der Anlagetechniken .....	107
bb)	Genehmigung .....	112
cc)	Transparenz .....	113
dd)	Bewertung .....	117
ee)	Erleichterungen für kollektive Kapitalanlagen für qualifizierte Anleger .....	118
b)	Regulierung der Bewilligungsträger .....	118
aa)	Bewilligungsvoraussetzungen .....	119
bb)	Delegation von Aufgaben .....	124
cc)	Verhaltensregeln .....	130
dd)	Risikomanagement .....	134
ee)	Eigenmittelanforderungen .....	147
ff)	Risikobasierte Verschärfung der Regulierung .....	151
gg)	Vergütungspolitik .....	156
hh)	Regulierung der Prime Broker .....	158
ii)	Fazit .....	159
<b>E.</b>	<b>Prüfung und Aufsicht</b> .....	159
1.	Prüfung .....	159
a)	Struktur der Prüfung .....	159
b)	Beauftragung und Zulassung der Prüfgesellschaft .....	160
c)	Aufgaben der Prüfgesellschaft .....	161
d)	Häufigkeit der Prüfung und Berichterstattung .....	163
e)	Revision .....	164
2.	Aufsicht durch die FINMA .....	164
a)	Allgemein .....	164
b)	Aufgaben .....	165
c)	Massnahmen .....	165
aa)	Präventive Massnahmen .....	165
bb)	Repressive Massnahmen .....	170
cc)	Einsatz von Experten der FINMA .....	173
d)	Risikobasierte Aufsicht .....	175
e)	Aufsicht im Bereich der systemischen Risiken .....	176
f)	Erhebung von Informationen .....	178
g)	Internationale Zusammenarbeit .....	179

aa) Amtshilfe .....	179
bb) Grenzüberschreitende Prüfung .....	180
cc) Revision .....	180
3. Zwischenfazit .....	181
<b>F. Fazit zur schweizerischen Regelung .....</b>	<b>181</b>
<b>IV. Dritter Teil: EU-Recht .....</b>	<b>185</b>
<b>A. Entstehungsgeschichte .....</b>	<b>185</b>
<b>B. Begriff des Alternativen Investmentfonds (AIF) und des Alternativen Investmentfonds Managers (AIFM) .....</b>	<b>186</b>
1. Alternativer Investmentfonds (AIF) .....	186
a) Begriff .....	186
b) Typische Anlagearten und -techniken von AIF .....	188
2. Alternativer Investmentfonds Manager (AIFM) .....	190
a) Begriff .....	190
aa) In sachlicher Hinsicht .....	190
bb) In örtlicher Hinsicht .....	191
b) Ausnahmen .....	192
aa) Vom Anwendungsbereich ausgenommene Institute und Gesellschaften .....	192
bb) Ausnahme für Konzerne .....	194
cc) De-Minimis-Ausnahme .....	194
3. Beurteilung von schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen im Lichte der AIFM-Richtlinie .....	195
<b>C. Regulierung von AIF und AIFM .....</b>	<b>196</b>
1. Regulierung der Anlagetechniken .....	196
a) Beschränkungen der Hebelfinanzierung .....	197
b) Beschränkungen von Leerverkäufen und CDS .....	197
c) Asset Stripping .....	199
d) Vergleich mit der Schweiz .....	199
2. Zulassung .....	200
a) Bedingungen für die Aufnahme der Tätigkeit .....	200
b) Zulassungsverfahren .....	201
c) Fähigkeit zur Einhaltung der AIFM-Richtlinie .....	202
d) Anfangskapital und Eigenmittel .....	203
e) Anforderungen an die geschäftsführenden Personen des AIFM .....	205
f) Anforderungen an Anteilseigner und Mitglieder des AIFM mit qualifizierter Beteiligung .....	205
g) Verweigerung der Zulassung .....	205
h) Vergleich mit der Schweiz .....	206

3.	Organisatorische Anforderungen an den AIFM .....	206
a)	Grundsätze .....	206
b)	Delegation der Aufgaben .....	208
c)	Vergleich mit der Schweiz .....	209
4.	Transparenzanforderungen .....	209
a)	Jahresbericht .....	209
b)	Informationspflichten gegenüber den Anlegern .....	211
c)	Informationspflichten gegenüber den zuständigen Aufsichtsbehörden .....	212
d)	Periodische Bewertung von AIF .....	213
e)	Vergleich mit der Schweiz .....	213
5.	Verhaltensregeln für zugelassene AIFM .....	214
a)	Grundsätze .....	214
b)	Vermeidung von Interessenkonflikten .....	216
aa)	AIFM-Richtlinie .....	216
bb)	Vergleich mit der Schweiz .....	217
6.	Vorschriften zum Risikomanagement .....	218
a)	Vorschriften der AIFM-Richtlinie .....	218
b)	Vorschlag der ESMA .....	219
c)	Liquiditätsmanagement .....	221
d)	Zwischenfazit .....	222
e)	Vergleich mit der Schweiz .....	223
7.	Vergütungspolitik .....	224
aa)	AIFM-Richtlinie .....	224
bb)	Vergleich mit der Schweiz .....	225
8.	Administrativer Aufwand für AIFM .....	226
9.	Spezielle Bestimmungen für Hedge Funds und Private Equity ....	227
a)	Bestimmung für AIFM, die hebel-finanzierte AIF verwalten	227
b)	Transparenzanforderungen an Private-Equity-Vehikel .....	228
aa)	Informationspflichten bei einer Unternehmens- übernahme .....	228
bb)	Offenlegungspflicht bei Erlangung der Kontrolle .....	230
c)	Vergleich mit der Schweiz .....	230
10.	Selbstregulierung .....	231
11.	Regulierung der Verwahrstelle .....	231
<b>D.</b>	<b>Vertrieb und Verwaltung von AIF in der EU .....</b>	<b>232</b>
1.	Vertrieb von EU-AIF durch EU-AIFM .....	233
a)	Vertrieb von EU-AIF im Herkunftsmitgliedstaat des AIFM .	233
b)	Vertrieb von EU-AIF in einem anderen Mitgliedstaat als dem Herkunftsmitgliedstaat des AIFM .....	233
c)	Professionelle Anleger .....	234



2.	Bedingungen für die Verwaltung von EU-AIF aus einem anderen Mitgliedstaat heraus .....	234
3.	Drittlandregelungen .....	235
a)	Bestimmungen für EU-AIFM, die Nicht-EU-AIF verwalten, die nicht in der EU vertrieben werden .....	235
b)	Vertrieb von Nicht-EU-AIF durch einen EU-AIFM mit einem Pass .....	236
c)	Vertrieb von Nicht-EU-AIF durch EU-AIFM ohne Pass .....	238
d)	Zulassungsvoraussetzungen für Nicht-EU-AIFM .....	239
aa)	Einführung .....	239
bb)	Bestimmung des Referenzmitgliedstaates .....	239
cc)	Verpflichtung zur Einhaltung der AIFM-Richtlinie .....	241
dd)	Zulassung .....	242
e)	Vertrieb von EU-AIF durch Nicht-EU-AIFM in der EU mit einem Pass .....	243
f)	Vertrieb von Nicht-EU-AIF durch Nicht-EU-AIFM in der EU mit einem Pass .....	244
g)	Verwaltung eines EU-AIF mit Sitz ausserhalb des Referenzmitgliedstaates des Nicht-EU-AIFM .....	244
h)	Vertrieb von AIF in der EU durch die sie verwaltenden Nicht-EU-AIFM ohne Pass .....	245
4.	Vertrieb an Kleinanleger .....	245
a)	Regelung in der AIFM-Richtlinie .....	245
b)	Vergleich mit der Schweiz .....	246
5.	Gleichwertigkeit der KAG-Bestimmungen .....	247
a)	Überblick .....	247
b)	Gleichwertigkeit mit der AIFM-Richtlinie .....	248
<b>E.</b>	<b>Aufsicht über die AIFM</b> .....	250
1.	Einführung .....	250
2.	Aufsicht durch die ESMA .....	250
a)	Das neue europäische Finanzmarktaufsichtssystem .....	251
aa)	Entstehung und Aufbau .....	251
bb)	Ziel und Aufgaben der ESA .....	252
cc)	Ziel und Aufgaben des ESRB .....	253
dd)	Gemeinsame Aufgaben im Bereich der systemischen Risiken .....	254
b)	Die Aufsicht der ESMA im Bereich der AIFM-Richtlinie ...	255
aa)	Aufgaben und Befugnisse nach Art. 47 AIFM-Richtlinie .....	255
bb)	Aufgaben und Befugnisse in den einzelnen Bereichen der AIFM-Richtlinie .....	257
cc)	Problematik der Aufsicht der ESMA .....	260

3.	Aufsicht durch die nationalen Aufsichtsbehörden .....	261
a)	Informationsbeschaffung .....	261
b)	Repressive Massnahmen .....	262
c)	Sonstige Befugnisse .....	263
d)	Zusammenarbeit mit der FINMA .....	264
4.	Zusammenarbeit der einzelnen Aufsichtsbehörden .....	264
5.	Vergleich mit der Schweiz .....	265
<b>F.</b>	<b>Fazit zur AIFM-Richtlinie .....</b>	<b>265</b>
<b>G.</b>	<b>Auswirkungen auf die Schweiz .....</b>	<b>266</b>
1.	Unmittelbare Auswirkungen .....	266
2.	Allfällige Übernahme von gewissen Bestimmungen .....	267
a)	Grundsätzlich .....	267
b)	Anlagetechniken .....	268
b)	Organisatorische Anforderungen an die Bewilligungsträger .	268
aa)	Eigenmittel .....	268
bb)	Risiko- und Liquiditätsmanagement .....	268
c)	Bestimmungen zur Transparenz .....	269
d)	Aufsicht .....	270
e)	Fazit .....	270
<b>H.</b>	<b>Vorschlag der EU für die Einführung von Risikokapitalfonds .....</b>	<b>271</b>
1.	Beweggründe .....	271
2.	Inhalt .....	271
a)	Anwendungsbereich .....	271
b)	Definition des Europäischen Risikokapitalfonds .....	272
c)	Erlaubte Anlagestrategien .....	272
d)	Verhaltensregeln .....	273
e)	Organisatorische Anforderungen an den Verwalter .....	273
f)	Aufsicht .....	273
g)	Konsequenzen für die Schweiz .....	274
h)	Fazit .....	274
<b>IV.</b>	<b>Schlussbetrachtung .....</b>	<b>275</b>