

Herbstanlass 2024

# **Aktuelles zum Finanzmarktrecht**

Hotel Widder, Zürich

1. / 3. Oktober 2024

Dr. Dominik Oberholzer

Dr. Armin Kühne

Luca Bianchi

Sarah Mostafa

Michael Kremer

Yusuf Sume

# Agenda

- I. Hot Topics im Finanzmarktrecht  
*Luca Bianchi und Yusuf Sume*
  
- II. Auswahl der passenden Fondsstruktur nach Schweizer Recht  
*Dr. Armin Kühne und Michael Kremer*
  
- III. Retrozessionen bei Finanzdienstleistungen  
*Dr. Dominik Oberholzer und Sarah Mostafa*



# **Hot Topics im Finanzmarktrecht**

**Luca Bianchi und Yusuf Sume**

# Inhaltsverzeichnis

## **I. Einleitung**

## **II. Hot Topics im Finanzmarktrecht**

1. Sustainable Finance
2. Künstliche Intelligenz
3. Cyber-Risiken bei Auslagerungen
4. Verhaltenspflichten nach FIDLEG/FIDLEV
5. Revision des FINFRAG
6. Bericht des Bundesrates zur Bankenstabilität
7. Wandelanleihen und besicherte Anleihen
8. Private Debt
9. Special Purpose Vehicles (SPVs)
10. Demokratisierung von alternativen Anlagen

## **III. Fazit**

# I. Einleitung



Hot  
TOPICS



"Hot Topics" sind  
Themen, die in  
aller Munde sind



Hilfestellung bei  
Beurteilung, ob  
aus einem "Hot  
Topic" ein "Topic  
for Discussion"  
werden soll



Ziel dieses  
Referates ist es,  
einen Überblick  
über die aktuellen  
Hot Topics im  
Finanzmarktrecht  
zu geben



## II. Hot Topics im Finanzmarktrecht



# 1. Sustainable Finance

- **Greenwashing:** Implementierung der neuen Selbstregulierungen der SBVg und AMAS
- Bundesrat **verzichtet** (vorerst) auf **staatliche Regulierung** gegen Greenwashing im Finanzsektor
- **AMAS:** Die Selbstregulierung zu Transparenz und Offenlegung bei Kollektivvermögen mit Nachhaltigkeitsbezug (2.0) trat am **1.9.2024** in Kraft
- **Geplante Revision des OR:** Anpassung an EU-Recht im Bereich der nichtfinanziellen Berichterstattung (Art. 964a ff. OR)



## 2. Künstliche Intelligenz



### Herausforderungen aus Sicht der FINMA:

- **Governance und Verantwortlichkeit**
  - Risiken: Unbemerkte Fehler, unklare Verantwortlichkeit
  - Delegationsverbot an KI oder Drittpersonen
- **Robustheit und Zuverlässigkeit**
  - Risiken: Schlechte Datenqualität, fehlerhafte Weiterentwicklung des Modells, IT-Sicherheit
  - Sicherstellung: Genaue und zuverlässige Ergebnisse
- **Transparenz und Erklärbarkeit**
  - Oftmals kein klarer Konnex zwischen "Parameter" und "Ergebnis"
  - Entscheide nicht nachvollziehbar, Kontrollen durch das Institut oder Behörden erschwert
- **Gleichbehandlung**
  - *"Nicht begründbare Ungleichbehandlung ist zu vermeiden"*

### 3. Cyber-Risiken bei Auslagerungen

**FINMA-Aufsichtsmittteilung 03/2024 vom 7. Juni 2024:**

- Erfolgreiche Angriffe auf die Lieferketten der beaufsichtigten Institute, was einen Anteil von rund 50% aller Attacken ausmacht
- **Feststellungen der FINMA:**
  - Nur wenige Institute waren nach der Identifikation von schwerwiegenden Sicherheitslücken proaktiv im Austausch mit ihren wichtigsten Dienstleistern
  - Dienstleister waren oft auf erfolgreiche Cyber-Angriffe nicht vorbereitet; lückenhafte oder gar keine regelmässige Kontrolle durch Institute; ungenügende Erfassung und Dokumentation bezüglich der Inventarisierung der Unterakkordanten bei Auslagerungen
  - Keine klaren Definitionen bzgl. kritischer Daten



## 4. Verhaltenspflichten nach FIDLEG/FIDLEV

### Ergänzung der FIDLEG-Verhaltensregeln durch AMAS-Verhaltensregeln bei Fonds-Instituten

- **Art. 20 Abs. 1 lit. a KAG:** Entscheid über Auswahl der Gegenparteien, über die Transaktionen abgewickelt werden, nach festgelegten objektiven Kriterien (interne Best Execution-Weisung)
- Transaktionen zu marktkonformen Konditionen abwickeln (Best Execution)
- Bestmögliches Ergebnis in finanzieller, zeitlicher und qualitativer Hinsicht
- Preis und Kosten sowie die Entschädigungen Dritter berücksichtigen
- Einzelheiten sind in einer internen Weisung zu regeln, deren Wirksamkeit mindestens einmal jährlich überprüft wird



## 5. Revision des FINFRAG

- Neu sollen Emittenten und ihre Beauftragten **gesetzlich** verpflichtet werden, Insiderlisten zu führen
- Regeln zu Ad hoc-Publizität werden inhaltlich weitgehend unverändert ins FINFRAG überführt
- Die Offenlegung und Veröffentlichung von Management-Transaktionen sollen neu im FinfraG geregelt werden
- Neu sollen Beteiligungen an Publikumsgesellschaften **erst ab 5%** der Stimmrechte (heute 3%) meldepflichtig sein
- Übernahmerecht: Analog zum Offenlegungsrecht soll die tägliche Transaktionsmeldepflicht ab einem Schwellenwert von **5%** der Stimmrechte gelten
- **Enforcement-Verfahren** der FINMA, **Straftatbestände** und **Bussen**



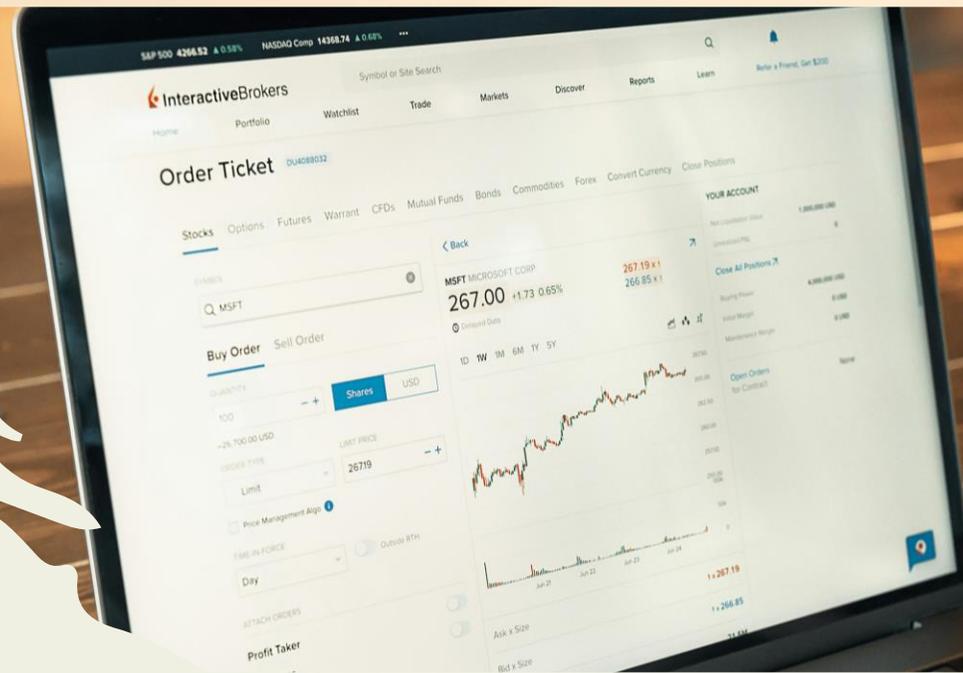
## 6. Bericht des Bundesrates zur Bankenstabilität

- FINMA-Rundschreiben 2017/1 "Corporate Governance – Banken" **soll teilweise auf Gesetzesstufe** verankert werden
- **Verantwortlichkeitsregime** (Senior Managers Regime)
- Massnahmen im Bereich der **variablen Vergütungen** (Sperrfristen oder Clawbacks)
- Zusätzliche Instrumente der FINMA: **Orientierung der Öffentlichkeit** (Naming and Shaming, "Muss-Bestimmung"); Ermächtigung, über Abklärungen und Verfahrenseröffnungen zu informieren ("Kann-Bestimmung")
- **Pekuniäre Verwaltungssanktionen** gegen juristische Personen
- Bessere Verankerung bestehender Instrumente der FINMA auf Gesetzesstufe: Bspw. **Berufsverbot** bei Verletzung betriebsinterner Vorschriften
- **Verbesserungen** in den Bereichen Eigenmittelanforderungen Frühintervention, Stabilisierung, Liquidität in der Krise und Abwicklungsplanung



## 7. Wandelanleihen und besicherte Anleihen

- **Convertible Bonds:** Call Option (tiefere Zinsen im Gegensatz zu Straight Bond, tiefere Fremdkapitalkosten, höherer Ausgabepreis bei Kapitalerhöhung)
- **Mandatory Convertible Bonds** (Call/Put Option)
- **AT1 Bonds** (CoCo Bonds - Pflichtwandlung, Write Down Bonds - Forderungsverzicht)
- **Covered Bonds**



## 8. Private Debt

- **Fremdkapital an Unternehmen** von Geldgebern (insb. Private Debt Fonds, Pensionskassen, Versicherungen, Family Offices)
- **Höhere erwartete Rendite als ein Bond**, da illiquides Instrument (**Illiquiditätsprämie**)
- Investition **über Fonds (indirekt) vs. in Kredit (direkt)**:
  - Senior Secured Loans
  - Mezzanine-Finanzierungen
  - Junior/Subordinated Capital
  - Unitranche Finanzierungen
  - Distressed Debt und Special Situations
  - Venture Debt
- Loan agreements (LMA vs. tailor-made)



## 9. Special Purpose Vehicles (SPVs)

- Konvergente **Finanzprodukte**, Legal Engineering und Verbriefungstransaktionen
- **Merkmale** SPVs:
  - Abgrenzung von der initiiierenden Gesellschaft (Sponsor)
  - Insolvenzferne (*Bankruptcy Remoteness*)
  - Konkret, eng definierter Zweck, «Autopilot»-Charakter und schlanke Personal- und Organisationsstruktur
  - Fehlendes bzw. geringes Eigenkapital
  - **Emanzipation** der SPVs von Banken und Wertpapierhäusern
  - Orphan SPVs

# 10. Demokratisierung von alternativen Anlagen



- **Private Markets:**

- Private Equity/Debt Funds – Hedge Funds
- Private Equity-Limited Partnerships – Evergreen-Anlagevehikel
- Infrastruktur

- Wie können Privatkunden in diese Anlageklassen investieren?

- Innovative Anlagevehikel:

- kotierte Investmentgesellschaften nach Art. 2 Abs. 3 KAG
- Verbriefte vs. unverbrieft Privatmarktanlagen
- Aktiv-verwaltete Zertifikate (AMCs)
- Syndikate und Investment Clubs
- European Long-Term Investment Fund (ELTIF) in EU; Swiss ELTIF??



## III. Schlussfolgerungen



- Zahlreiche sehr aktuelle Hot Topics, welche einen direkten Impact auf Marktteilnehmer haben
- In diversen Bereichen besteht Handlungsbedarf zur Implementierung von Revisionen
- Es gibt auch zahlreiche neue Opportunitäten
- Alles in allem gibt es einige "Topics to Discuss"

## Luca Bianchi

lic. iur., Rechtsanwalt, LL.M., MBA,  
MAS UZH in Finance  
Partner

Tel. +41 58 200 39 56  
[luca.bianchi@kellerhals-carrard.ch](mailto:luca.bianchi@kellerhals-carrard.ch)



Chambers, Legal500, IFLR1000,  
Who is Who Legal, Client Choice Award



## Yusuf Sume

MLaw, Rechtsanwalt  
Associate

Tel. +41 58 200 39 24  
[yusuf.sume@kellerhals-carrard.ch](mailto:yusuf.sume@kellerhals-carrard.ch)





# **Auswahl der passenden Fondsstruktur nach Schweizer Recht**

**Dr. Armin Kühne und Michael Kremer**

# **Inhaltsverzeichnis**

- I. Einleitung**
- II. Wahl der passenden Fondstruktur – Allgemeine Aspekte**
- III. Wahl der passenden Fondstruktur – Immobilien-Anlagevehikel**
- IV. Fazit**

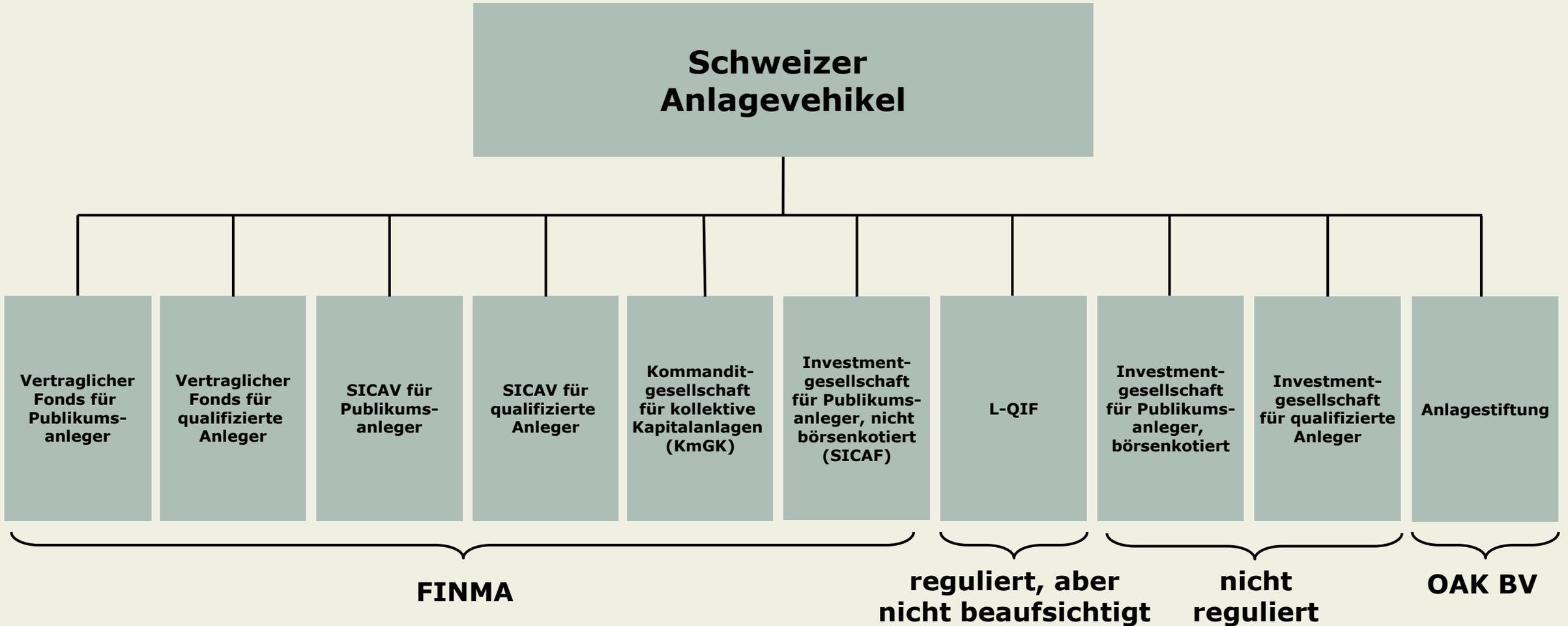


# I. Einleitung

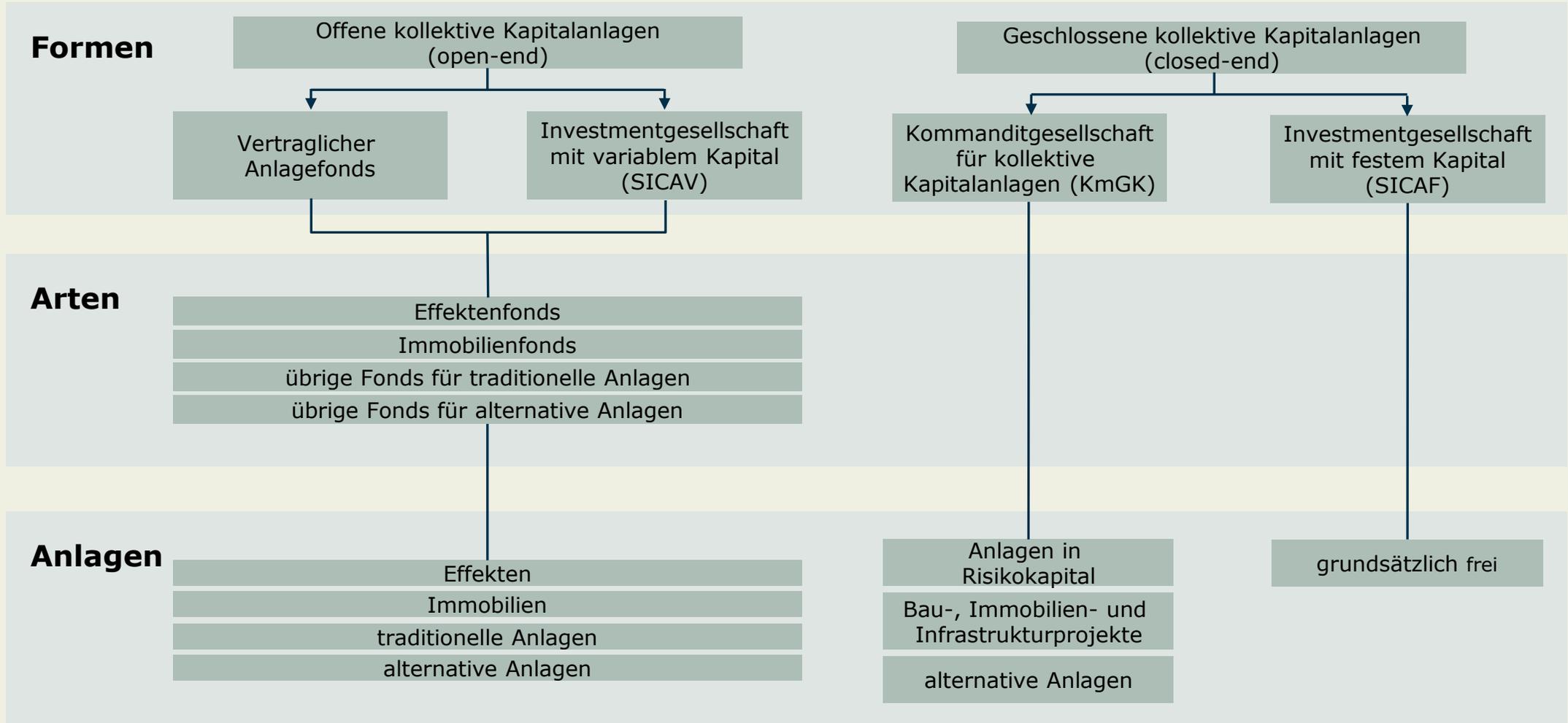
Anbieter und Investoren wünschen sich oft eine Fondstruktur, die alle Vorteile vereint – die sprichwörtliche eierlegende Wollmilchsau. In der Realität erfordert die Auswahl jedoch eine klare Priorisierung von Bedürfnissen.



# Übersicht der Anlageformen des KAG und Anlagestiftungen



# Übersicht der Anlageformen des KAG und Anlagestiftungen



**Der L-QIF kann die Rechtsform des vertraglichen Anlagefonds, der SICAV oder der KmGK haben.**



## II. Wahl der passenden Fondstruktur – Allgemeine Aspekte





# Wahl der passenden Fondstruktur – Allgemeine Aspekte

|  |   |                            |                                 |  |  |       |  |  |                |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|
| Vertraglicher Fonds für Publikumsanleger | Vertraglicher Fonds für qualifizierte Anleger | SICAV für Publikumsanleger | SICAV für qualifizierte Anleger | Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KmGK) | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, nicht börsenkotiert (SICAF) | L-QIF | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, börsenkotiert | Investmentgesellschaft für qualifizierte Anleger | Anlagestiftung |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|

## Aufsicht

|   |                                      |   |                                      |                                      |   |      |   |      |                                       |
|---|--------------------------------------|---|--------------------------------------|--------------------------------------|---|------|---|------|---------------------------------------|
| Ja<br>- FINMA<br>- Schutzniveau sehr hoch | Ja<br>- FINMA<br>- Schutzniveau hoch | Ja<br>- FINMA<br>- Schutzniveau sehr hoch | Ja<br>- FINMA<br>- Schutzniveau hoch | Ja<br>- FINMA<br>- Schutzniveau hoch | Ja<br>- FINMA<br>- Schutzniveau sehr hoch | Nein | Nein<br>- Kotierungsreglement SIX/BX<br>- Schutzniveau mässig | Nein | Ja<br>- OAK BV<br>- Schutzniveau hoch |
|---|--------------------------------------|---|--------------------------------------|--------------------------------------|---|------|---|------|---------------------------------------|

## Angebot an nicht qualifizierte Anleger

|    |      |    |      |      |    |      |    |      |                 |
|----|------|----|------|------|----|------|----|------|-----------------|
| Ja | Nein | Ja | Nein | Nein | Ja | Nein | Ja | Nein | Nein (nur PK's) |
|----|------|----|------|------|----|------|----|------|-----------------|

# Wahl der passenden Fondstruktur – Allgemeine Aspekte

|  |   |                            |                                 |  |  |       |  |  |                |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|
| Vertraglicher Fonds für Publikumsanleger | Vertraglicher Fonds für qualifizierte Anleger | SICAV für Publikumsanleger | SICAV für qualifizierte Anleger | Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KmGK) | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, nicht börsenkotiert (SICAF) | L-QIF | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, börsenkotiert | Investmentgesellschaft für qualifizierte Anleger | Anlagestiftung |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|

## Halbjahresberichte

|    |                         |    |                         |                   |    |            |   |      |      |
|----|-------------------------|----|-------------------------|-------------------|----|------------|---|------|------|
| Ja | Ja<br>Nein <sup>1</sup> | Ja | Ja<br>Nein <sup>1</sup> | Nein <sup>2</sup> | Ja | Ja<br>Nein | Ja<br>Art. 50/72 KR SIX;<br>Art. 12.6 KR BX | Nein | Nein |
|----|-------------------------|----|-------------------------|-------------------|----|------------|---|------|------|

## Umbrella Struktur

|    |    |    |    |      |      |            |      |      |    |
|----|----|----|----|------|------|------------|------|------|----|
| Ja | Ja | Ja | Ja | Nein | Nein | Ja<br>Nein | Nein | Nein | Ja |
|----|----|----|----|------|------|------------|------|------|----|

<sup>1</sup> Ausnahme bei Befreiung durch FINMA nach Art. 10 Abs. 5 KAG.

<sup>2</sup> Ein Halbjahresbericht mit Bilanz und Erfolgsrechnung ist nicht erforderlich. Die Komplementär-AG muss jedoch vierteljährlich Bericht über den Geschäftsgang erstatten.



# Wahl der passenden Fondstruktur – Allgemeine Aspekte

|  |   |                            |                                 |  |  |       |  |  |                |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|
| Vertraglicher Fonds für Publikumsanleger | Vertraglicher Fonds für qualifizierte Anleger | SICAV für Publikumsanleger | SICAV für qualifizierte Anleger | Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KmGK) | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, nicht börsenkotiert (SICAF) | L-QIF | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, börsenkotiert | Investmentgesellschaft für qualifizierte Anleger | Anlagestiftung |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|

## Risikoverteilungsvorschriften

|    |    |    |    |      |    |      |      |      |    |
|----|----|----|----|------|----|------|------|------|----|
| Ja | Ja | Ja | Ja | Nein | ja | Nein | Nein | Nein | Ja |
|----|----|----|----|------|----|------|------|------|----|

## Mitwirkungsrechte der Anleger

|      |      |    |    |    |    |           |    |    |    |
|------|------|----|----|----|----|-----------|----|----|----|
| Nein | Nein | Ja | Ja | Ja | Ja | Ja / Nein | Ja | Ja | Ja |
|------|------|----|----|----|----|-----------|----|----|----|

# Wahl der passenden Fondstruktur – Allgemeine Aspekte

|  |   |                            |                                 |  |  |       |  |  |                |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|
| Vertraglicher Fonds für Publikumsanleger | Vertraglicher Fonds für qualifizierte Anleger | SICAV für Publikumsanleger | SICAV für qualifizierte Anleger | Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KmGK) | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, nicht börsenkotiert (SICAF) | L-QIF | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, börsenkotiert | Investmentgesellschaft für qualifizierte Anleger | Anlagestiftung |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|

## IPO-Fähigkeit

|    |      |    |      |      |    |      |    |      |      |
|----|------|----|------|------|----|------|----|------|------|
| Ja | Nein | Ja | Nein | Nein | Ja | Nein | Ja | Nein | Nein |
|----|------|----|------|------|----|------|----|------|------|

## Zulässigkeit von Sacheinlagen

|  |  |  |  |  |    |  |    |    |    |
|--|--|--|--|--|----|--|----|----|----|
| Ja<br>- Einschränkung gem. Art. 63 KAG | Ja<br>- Einschränkung gem. Art. 121 Abs. 4 KKV | Ja | Ja<br>- Einschränkung gem. Art. 63 KAG; Art. 126x und Art. 126z <sup>bis</sup> KKV | Ja | Ja | Ja |
|--|--|--|--|--|----|--|----|----|----|



# Wahl der passenden Fondstruktur – Allgemeine Aspekte

| Vertraglicher Fonds für Publikumsanleger | Vertraglicher Fonds für qualifizierte Anleger | SICAV für Publikumsanleger | SICAV für qualifizierte Anleger | Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KmGK) | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, nicht börsenkotiert (SICAF) | L-QIF | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, börsenkotiert | Investmentgesellschaft für qualifizierte Anleger | Anlagestiftung |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|

## Open-End-Struktur

|    |         |    |         |      |                    |           |                                 |      |    |
|----|---------|----|---------|------|--------------------|-----------|---------------------------------|------|----|
| Ja | Ja / Ja | Ja | Ja / Ja | Nein | Nein (kein Handel) | Ja / Nein | Nein (Handel auf Sekundärmarkt) | Nein | Ja |
|----|---------|----|---------|------|--------------------|-----------|---------------------------------|------|----|

## Ausgabe und Rücknahmepreis aufgrund Inventarwert

|    |    |    |    |                  |                  |           |                  |                  |    |
|----|----|----|----|------------------|------------------|-----------|------------------|------------------|----|
| Ja | Ja | Ja | Ja | Nein (Marktwert) | Nein (Marktwert) | Ja / Nein | Nein (Marktwert) | Nein (Marktwert) | Ja |
|----|----|----|----|------------------|------------------|-----------|------------------|------------------|----|



# Wahl der passenden Fondstruktur – Allgemeine Aspekte

| Vertraglicher Fonds für Publikumsanleger | Vertraglicher Fonds für qualifizierte Anleger | SICAV für Publikumsanleger | SICAV für qualifizierte Anleger | Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KmGK) | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, nicht börsenkotiert (SICAF) | L-QIF  | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, börsenkotiert | Investmentgesellschaft für qualifizierte Anleger | Anlagestiftung |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|--------|--|--|----------------|
| <b>Dauer Set-up</b>                      |   |                            |                                 |  |  |        |  |  |                |
| 2-4 Mte.                                 | 2-4 Mte.                                      | 3-6 Mte.                   | 3-6 Mte.                        | 3-6 Mte.   | 6-8 Mte.   | Sofort | 3-6 Mte.   | 1-3 Mte.   | 2-4 Mte.       |



# III. Wahl der passenden Fondstruktur Immobilien- Anlagevehikel



# Wahl der passenden Fondstruktur – Immobilien-Anlagevehikel

|  |   |                            |                                 |  |  |       |  |  |                |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|
| Vertraglicher Fonds für Publikumsanleger | Vertraglicher Fonds für qualifizierte Anleger | SICAV für Publikumsanleger | SICAV für qualifizierte Anleger | Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KmGK) | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, nicht börsenkotiert (SICAF) | L-QIF | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, börsenkotiert | Investmentgesellschaft für qualifizierte Anleger | Anlagestiftung |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|

## Bezugsrechte

|    |                        |    |                        |      |    |           |    |    |                        |
|----|------------------------|----|------------------------|------|----|-----------|----|----|------------------------|
| Ja | Ja / Nein <sup>1</sup> | Ja | Ja / Nein <sup>1</sup> | Nein | Ja | Ja / Nein | Ja | Ja | Ja <sup>2</sup> / Nein |
|----|------------------------|----|------------------------|------|----|-----------|----|----|------------------------|

## Laufende Ausgabe von Anteilen

|      |      |      |      |      |      |           |      |      |                        |
|------|------|------|------|------|------|-----------|------|------|------------------------|
| Nein | Nein | Nein | Nein | Nein | Nein | Ja / Nein | Nein | Nein | Ja / Nein <sup>3</sup> |
|------|------|------|------|------|------|-----------|------|------|------------------------|

<sup>1</sup> Ausnahme bei Befreiung durch FINMA nach Art. 10 Abs. 5 KAG.

<sup>2</sup> Viele Anlagestiftungen sehen bei Immobilien-Anlagegruppen Vorwegzeichnungsrechte der bestehenden Investoren vor.

<sup>3</sup> Viele Anlagestiftungen sehen bei Immobilien-Anlagegruppen eine tranchenweise Ausgabe vor.

# Wahl der passenden Fondstruktur – Immobilien-Anlagevehikel

|  |   |                            |                                 |  |  |       |  |  |                |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|
| Vertraglicher Fonds für Publikumsanleger | Vertraglicher Fonds für qualifizierte Anleger | SICAV für Publikumsanleger | SICAV für qualifizierte Anleger | Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KmGK) | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, nicht börsenkotiert (SICAF) | L-QIF | Investmentgesellschaft für Publikumsanleger, börsenkotiert | Investmentgesellschaft für qualifizierte Anleger | Anlagestiftung |
|--|---|----------------------------|---------------------------------|--|--|-------|--|--|----------------|

## Regelmässiger Handel

|    |                        |    |                        |      |    |           |    |      |      |
|----|------------------------|----|------------------------|------|----|-----------|----|------|------|
| Ja | Ja / Nein <sup>1</sup> | Ja | Ja / Nein <sup>1</sup> | Nein | Ja | Ja / Nein | Ja | Nein | Nein |
|----|------------------------|----|------------------------|------|----|-----------|----|------|------|

<sup>1</sup> Ausnahme bei Befreiung durch FINMA nach Art. 10 Abs. 5 KAG.



## VI. Schlussfolgerungen



## **Die eierlegende Wollmilchsau existiert nicht**

- Die eierlegende Wollmilchsau gibt es auch bei Fondstrukturen nicht – jede Struktur bringt ihre eigenen Vor- und Nachteile mit sich.
- Anbieter und Investoren müssen daher die verschiedenen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und operativen Aspekte sorgfältig abwägen, um unter Berücksichtigung ihrer individuellen Ziele und Bedürfnisse die optimale Fondstruktur nach Schweizer Recht zu wählen.

## Dr. Armin Kühne

Rechtsanwalt  
Partner

Tel. +41 58 200 39 23  
[armin.kuehne@kellerhals-carrard.ch](mailto:armin.kuehne@kellerhals-carrard.ch)



## Michael Kremer

lic. iur., Rechtsanwalt, LL.M.  
Senior Associate

Tel. +41 58 200 39 13  
[michael.kremer@kellerhals-carrard.ch](mailto:michael.kremer@kellerhals-carrard.ch)



# **Retrozessionen bei Finanzdienstleistungen**

**Dr. Dominik Oberholzer und Sarah Mostafa**

# **Inhaltsverzeichnis**

- I. Einleitung**
- II. Die Rechtslage zu Retrozessionen**
- III. Anwendung der Rechtsprechung auf die einzelnen Vertragsverhältnisse**
- IV. Lösungsmöglichkeiten für Finanzdienstleister**
- V. Schlussfolgerung**



# I. Einleitung



# I. Einleitung

## Was sind Retrozessionen?

Retrozessionen sind **Geld-, Sach- oder Naturalleistungen**, die im Rahmen eines **Dreiparteienverhältnisses** aufgrund einer Abrede vom Geber (z. B. Bank) an den Empfänger (z. B. Vermögensverwalter) erbracht werden, um **dessen Vermittlung, Aufrechterhaltung und Erweiterung** von Kundenbeziehungen zu **belohnen**.



# I. Einleitung

## ***Retrozessionen in der Finanzbranche***

**Weit verbreitet:** Retrozessionen sind eine gängige Praxis zur Vergütung von Finanzdienstleistern für die Vermittlung und den Verkauf von Finanzprodukten.

**Regulierung:** Aufgrund potenzieller Interessenkonflikte und Transparenzanforderungen sind Retrozessionen stark reguliert: *Zivilrecht, Aufsichtsrecht und Strafrecht.*

**Diskussionen:** Retrozessionen sind häufig Gegenstand rechtlicher und ethischer Debatten.

### **Relevanz in der Schweiz:**

- Retrozessionen bleiben ein zentrales Thema in der Schweizer Finanzbranche.
- Finanzdienstleister müssen ihre Geschäftsmodelle und Verträge anpassen, um regulatorische Vorgaben zu erfüllen und Interessenkonflikte zu vermeiden.

**Blick ins Ausland:** Retrozessionen sind in der EU unter MiFID II/UCITS und AIFM-Richtlinie streng reguliert.



## II. Die Rechtslage zu Retrozessionen



## II. Die Rechtslage zu Retrozessionen

### Obligationenrecht – Art. 400 Abs. 1 OR

#### Art. 400

*<sup>1</sup> Der Beauftragte ist schuldig, auf Verlangen **jederzeit** über seine Geschäftsführung **Rechenschaft abzulegen** und **alles, was ihm infolge derselben aus irgendeinem Grunde zugekommen ist, zu erstatten.***



- **Auftragsrechtliche Herausgabe- und Rechenschaftspflicht** (Art. 400 Abs. 1 OR) → Konkretisierung der Treuepflicht gem. Art. 398 Abs. 2 OR
- „Die Ablieferungspflicht betrifft nicht nur diejenigen Vermögenswerte, die der Beauftragte direkt vom Auftraggeber (...) erhält, **sondern auch indirekte Vorteile**, die dem Beauftragten (...) von Dritten zukommen. Der Beauftragte (...) muss daher alle Vermögenswerte herausgeben, welche in einem **inneren Zusammenhang zur Auftragsausführung** stehen; behalten darf er nur, was er lediglich **bei Gelegenheit** (...) von Dritten erhält.“ (BGE 132 III 460, E. 4.1)

## II. Die Rechtslage zu Retrozessionen

### *Obligationenrecht – Art. 400 Abs. 1 OR*

- **Auf die Herausgabe von Retrozessionen kann verzichtet werden**, wenn (BGE 132 III 460, bestätigt in BGE 137 III 393)
  - der deutliche Verzichtswille des Auftraggebers in der Vereinbarung eindeutig festgehalten ist;
  - die erwarteten Retrozessionen dem Auftraggeber als Prozentbandbreiten (des verwalteten Vermögens) bekannt sind (btrf. VV-Verträge: BGE 132 III 460; BGE 137 III 393; BGer Urteil 4A\_355/2019 vom 13.05.2020; btrf. Execution-Only: BGer 4A\_574/2023, 4A\_576/2023 vom 24.5.2024); und
  - die wesentlichen Eckdaten der bestehenden Retrozessionsvereinbarungen mit Dritten dem Auftraggeber ebenfalls bekannt sind.
- **Verjährung**
  - Herausgabeanspruch verjährt nach **10 Jahren** ab Zufluss der Retrozessionen an den Beauftragten (BGer 4A-508/2016 vom 16.6.2017).

## II. Die Rechtslage zu Retrozessionen

### ***FIDLEG – Art. 26 FIDLEG***

- FIDLEG regelt Retrozessionen („Entschädigungen durch Dritte“) in Art. 26 unter den Interessenkonflikten.
- Zahlung und Entgegennahme von Retrozessionen bleiben zulässig.
- Finanzdienstleister dürfen **im Zusammenhang mit der Erbringung von Finanzdienstleistungen** Entschädigungen von Dritten nur annehmen, wenn:
  - Kunde **vorgängig** über die Entschädigung informiert wird und dieser auf diese verzichtet (Information muss Art und Umfang der Entschädigung beinhalten. Ist Betrag im Voraus nicht feststellbar, müssen Berechnungsparameter und Bandbreiten offengelegt werden); oder
  - Entschädigungen an Kunden weitergeleitet werden.
- Entschädigungen, die von ihrer Natur her dem Kunden nicht weitergegeben werden können, sind als Interessenkonflikt offenzulegen (Art. 29 Abs. 1 FIDLEG).
- Gesellschaften des Konzerns, dem der Finanzdienstleister angehört, gelten für den Finanzdienstleister als Dritte (Art. 29 Abs. 2 FIDLEG).

## II. Die Rechtslage zu Retrozessionen

### *FIDLEG – Art. 26 FIDLEG*

**Keine Doppelnorm**, (nur) eine aufsichtsrechtliche Bestimmung

Allerdings **Ausstrahlungswirkung** auf das Zivilrecht und umgekehrt

FIDLEG ersetzt weder Art. 400 OR noch Art. 158 StGB

## II. Die Rechtslage zu Retrozessionen

### *Weitere aufsichtsrechtliche Bestimmungen*

- **Art. 20 KAG**

*„(...) informieren über sämtliche (...) direkt oder indirekt belasteten Gebühren und Kosten sowie über von Dritten zugeflossene Entschädigungen (...).“*

→ Fondsleitungen, Verwalter von Kollektivvermögen, Vertreter von Kollektivvermögen und Depotbanken

- **Art. 34 Abs. 3 KKV**

*„Die Informationspflicht hinsichtlich Entschädigungen beim **Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen** umfasst Art und Höhe aller Kommissionen und anderen geldwerten Vorteilen, mit denen diese Tätigkeit entschädigt werden soll.“*

- **Verhaltensregeln der Asset Management Association Switzerland (Code of Conduct)**

- **FINMA-Rundschreiben „Verhaltenspflichten nach FIDLEG/FIDLEV“**

## II. Die Rechtslage zu Retrozessionen

### *Strafrecht*

- Strafrechtliche Erfassung von Retrozessionen war lange unklar.
- **BGE 144 IV 294** - bundesgerichtlicher Leitentscheid aus dem Jahr 2018: „*Der Vermögensverwalter macht sich der **ungetreuen Geschäftsbesorgung** strafbar, wenn er seinen Kunden nicht über die Vergütungen oder Retrozessionen informiert, die er von der Depotbank erhält.*“  
→ Strafrechtlich liegt in diesem Fall eine Treuepflichtverletzung nach Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 StGB vor
- Aus strafrechtlicher Sicht kann sich ein Dritter, der Retrozessionen erhält, ohne seinen Kunden zu informieren, möglicherweise sogar der **passiven Privatbestechung** (Art. 322novies StGB) schuldig machen.



### **III. Anwendung der Rechtsprechung auf die einzelnen Vertragsverhältnisse**



### **III. Anwendung der Rechtsprechung auf die einzelnen Vertragsverhältnisse**

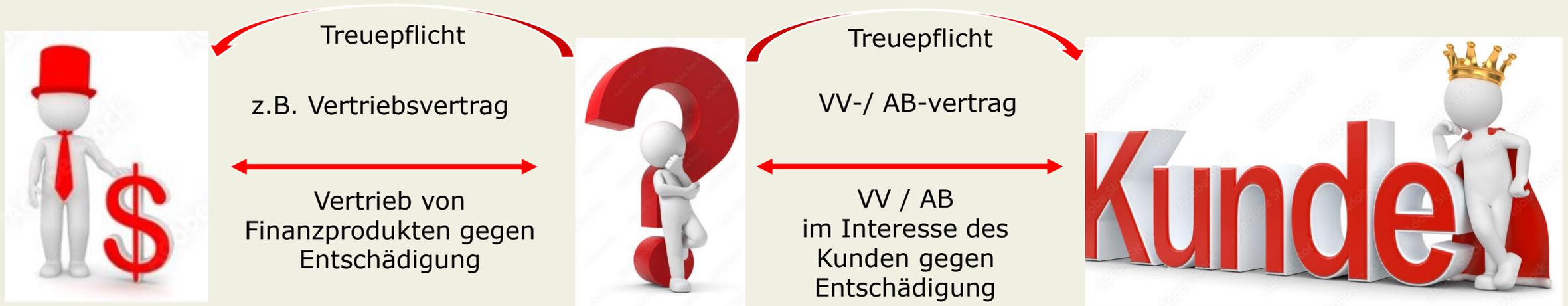
Die typischen Anwendungsfälle betreffen

- Vermögensverwaltungsverträge
- Anlageberatungsverträge
- execution-only Verträge
- Angebot / „Vertrieb“

Typisch für alle diese Verträge ist, dass es sich um Auftragsverhältnisse nach Art. 394 ff. OR handelt. Anderen Vertragstypen fehlt die charakteristische Treuepflicht, welche der Beauftragte dem Auftraggeber schuldet.

### III. Anwendung der Rechtsprechung auf die einzelnen Vertragsverhältnisse

**Vermögensverwaltungsverträge  
Anlageberatungsverträge**



**Problem:**

Der Vermögensverwalter / Anlageberater schuldet beiden Gegenparteien eine Treuepflicht, d.h. er muss im besten Interesse beider Auftraggeber handeln.

### III. Anwendung der Rechtsprechung auf die einzelnen Vertragsverhältnisse

#### ***Vermögensverwaltungsverträge (gilt analog für Anlageberatungsverträge)***

Was sagt das Bundesgericht zum Zivilrecht (BGE 138 III 755, stete Rechtsprechung):

- E. 4.2: „Der Beauftragte soll durch den Auftrag - abgesehen von einem allfälligen Honorar - weder gewinnen noch verlieren; er hat daher alle Vermögenswerte herauszugeben, die in einem **inneren Zusammenhang** zur Auftragsausführung stehen(...).“
- E. 5.3: „Bei Zuwendungen Dritter ist ein innerer Zusammenhang schon dann zu bejahen, wenn die Gefahr besteht, der Beauftragte **könnte sich dadurch veranlasst sehen**, die Interessen des Auftraggebers nicht ausreichend zu berücksichtigen.“
- E. 5.4: woher die Retrozessionen kommen, ist irrelevant.
  
- BGE 132 III 460; 137 III 393: gilt für externe Vermögensverwalter.
- BGE 138 III 755: gilt auch für Banken.

### III. Anwendung der Rechtsprechung auf die einzelnen Vertragsverhältnisse

#### ***Vermögensverwaltungsverträge (gilt analog für Anlageberatungsverträge)***

Was sagt das Bundesgericht zum Strafrecht (BGE 144 IV 296):

- E. 3.3: „(...) **l'organe d'une société de gestion** de fortune assume une position de garant (...) et (...) celer aux clients une information en violation du devoir de fidélité du mandataire (...) peut s'inscrire dans une escroquerie commise par omission. (...) il s'impose d'admettre que le devoir du mandataire de rendre compte est une obligation accrue ou qualifiée d'agir (...), dont la violation peut être un acte de gestion déloyale réprimé par l'art. 158 ch. 1 CP.“
- Man beachte den Durchgriff durch die Gesellschaft auf die Organe.
- Nichtoffenlegung von Entschädigungen Dritter kann als ungetreue Geschäftsbesorgung qualifizieren.

Art. 158 Abs. 1 StGB: „Wer aufgrund (...) eines Rechtsgeschäfts damit betraut ist, Vermögen eines andern zu verwalten oder eine solche Vermögensverwaltung zu beaufsichtigen, und dabei unter Verletzung seiner Pflichten bewirkt oder zulässt, dass der andere am Vermögen geschädigt wird, wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe bestraft.“

### **III. Anwendung der Rechtsprechung auf die einzelnen Vertragsverhältnisse**

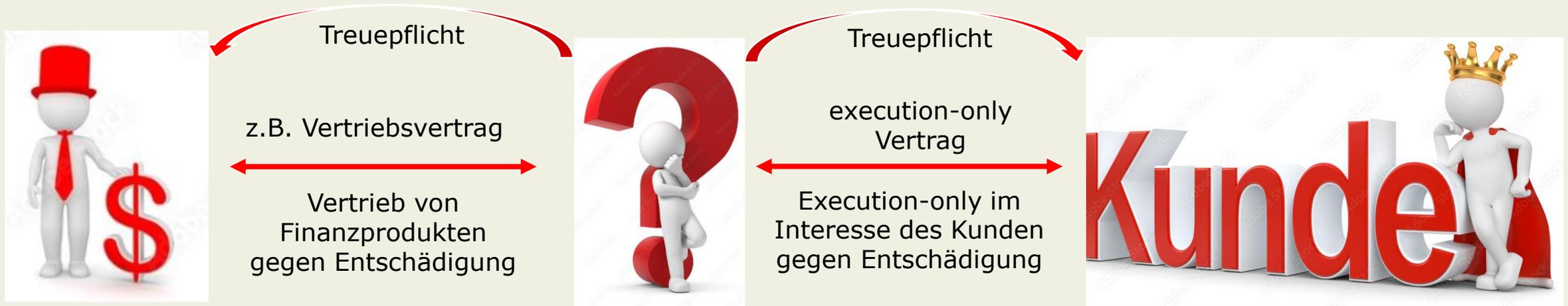
#### ***Vermögensverwaltungsverträge (gilt analog für Anlageberatungsverträge)***

Zum Aufsichtsrecht liegen noch keine höchstrichterlichen Urteile vor, da das FIDLEG erst am 1. Januar 2020 in Kraft getreten ist.

Die Anwendung von Art. 26 FIDLEG auf Vermögensverwaltungsverträge und Anlageberatungsverträge ist unbestritten.

### III. Anwendung der Rechtsprechung auf die einzelnen Vertragsverhältnisse

#### *execution-only Verträge*



**Problem:**

Der Finanzdienstleister schuldet beiden Gegenparteien eine Treuepflicht, d.h. er muss im besten Interesse beider Auftraggeber handeln.

Aber: Konto- und Depotführung sind reine Abwicklungsgeschäfte, man kann keine Interessen verfolgen.

### III. Anwendung der Rechtsprechung auf die einzelnen Vertragsverhältnisse

#### *execution-only Verträge*

Bundesgericht hat die Frage bislang offengelassen: BGE 4A\_601/2021; 4A\_496/2023.

Handelsgericht des Kantons Zürich:

- HG210223-O, E. 6 vom 21.06.2023: „Eine Konto-/Depotbeziehung ist ein gemischter Vertrag aus Hinterlegungsvertrag und Auftrag, wobei die **auftragsrechtlichen Elemente** überwiegen (...). (...) Die Funktion von Art. 400 OR erschöpft sich jedoch nicht darin, als Sicherungsnorm gegen Interessenkonflikte zu dienen. Sie nimmt vielmehr (...) eine **Zuordnung der vermögenswerten Positionen** von Auftraggeber und Beauftragtem vor. Der innere Zusammenhang ist nicht nur dann zu bejahen, wenn ein Interessenkonflikt besteht, sondern auch, wenn sie einzig deshalb erfolgt, weil der Empfänger vom Kunden und dank seiner Investition eine Position eingeräumt bekam, die den Zufluss der Zahlung ermöglichte.“
- Siehe Zürich: HG190234 vom 05.10.2021; HG150054 v. 15.11.2017
- Siehe Bern
- Siehe Genf: TPI GE: JTPI/7787/2023 v. 30.06.2023 und TPI GE: JTPI/1076/2024 v. 19.1.2024

### **III. Anwendung der Rechtsprechung auf die einzelnen Vertragsverhältnisse**

#### ***execution-only Verträge***

Wenn sich die analoge Anwendung der auftragsrechtlichen Regeln auf execution-only Verhältnisse bestätigt, gelten die Ausführungen zum Vermögensverwaltungsvertrag auch hier, das heisst:

- Gefahr der ungetreuen Geschäftsbesorgung nach Art. 158 StGB bei Nicht-Offenlegung und Nicht-Herausgabe.
- Offenlegungspflicht nach Art. 26 FIDLEG.

### III. Anwendung der Rechtsprechung auf die einzelnen Vertragsverhältnisse

#### *Angebot / „Vertrieb“*



**Problem:**

Mit dem potentiellen Anleger hat der „Vertriebsträger“ keinen Vertrag. Folglich schuldet er ihm keine Treuepflicht.

### **III. Anwendung der Rechtsprechung auf die einzelnen Vertragsverhältnisse**

#### ***Angebot / „Vertrieb“***

Bundesgericht hat sich nicht dazu geäußert.

Wenn kein Vertragsverhältnis mit dem potentiellen Anleger besteht, wird ihm keine Treuepflicht geschuldet. Folglich besteht kein Interessenkonflikt (auch nicht potentiell) und Art. 400 OR kommt nicht zur Anwendung.

Wenn keine zivilrechtliche Herausgabepflicht besteht, erübrigt sich wohl die strafrechtliche Analyse.

### **III. Anwendung der Rechtsprechung auf die einzelnen Vertragsverhältnisse**

#### ***Angebot / „Vertrieb“***

Und Aufsichtsrecht?

Bei genauer Lesart ist Art. 26 FIDLEG nicht anwendbar:

„Finanzdienstleister dürfen im Zusammenhang mit der Erbringung von Finanzdienstleistungen **Entschädigungen von Dritten** nur annehmen, wenn sie:

- a. die **Kundinnen und Kunden** vorgängig ausdrücklich über die Entschädigung informiert haben und diese darauf verzichten; oder
- b. die Entschädigung vollumfänglich an die Kundinnen und Kunden weitergeben.“

Wer ist der Kunde? Wer ist der Dritte?



## IV. Lösungsmöglichkeiten für Finanzdienstleister



## IV. Lösungsmöglichkeiten für Finanzdienstleister

Urteile des Bundesgerichts sind sehr konsequent und weitgehend.

Einzig Lösung ist der Verzicht durch den Kunden:

- BGE 132 III 460, E. 4.5: Aus dem Stillschweigen kann man keinen Verzicht herleiten.
- BGE 137 III 393, E. 2.4: „Ein vorgängiger Verzicht auf die Information bezüglich Rückvergütungen ist nicht möglich; (...). Damit ein Vorausverzicht auf die Ablieferung gültig ist, muss der Auftraggeber demnach die Parameter kennen, die zur Berechnung des Gesamtbetrags der Retrozessionen notwendig sind (...).“
- 4A\_355/2019 v. 13.05.2020: „Ils soutiennent que la mention, à l'art. 4 de la notice, de la fourchette située entre 0% et 1% ne leur était d'aucune aide puisque cette fourchette se fonde sur un critère inadéquat (le „volume investi“, qui ne pourrait être connu qu'au fur et à mesure des investissements ponctuels décidés par la société de gestion) qui est, contrairement à la notion de „masse sous gestion“ (ou de fortune gérée), impropre à donner un ordre de grandeur objectif.“

**lc**

## V. Schlussfolgerungen



## **Denken Sie bitte an folgende Aspekte**

- Bei Retrozessionen sind stets Obligationenrecht, Strafrecht und Aufsichtsrecht zu berücksichtigen.
- Das Bundesgericht und die kantonalen Gerichte sind sehr streng. Kaum eine Entschädigung unterliegt nicht der Herausgabepflicht.
- An den Verzicht werden sehr hohe Anforderungen gestellt. Der Kunde muss genau wissen und einfach berechnen können, was ihm entgeht.

## Dr. Dominik Oberholzer

Rechtsanwalt, LL.M.  
Partner

Tel. +41 58 200 39 22  
[dominik.oberholzer@kellerhals-carrard.ch](mailto:dominik.oberholzer@kellerhals-carrard.ch)



Chambers, Legal500,  
Who is Who Legal



## Sarah Mostafa

lic. iur., Rechtsanwältin, LL.M.  
Senior Associate

Tel. +41 58 200 39 21  
[sarah.mostafa@kellerhals-carrard.ch](mailto:sarah.mostafa@kellerhals-carrard.ch)



# Besten Dank für Ihre Aufmerksamkeit!



**Luca Bianchi**

lic. iur., Rechtsanwalt, LL.M., MBA,  
MAS UZH in Finance  
Partner



**Dr. Armin Kühne**

Rechtsanwalt  
Partner



**Dr. Dominik Oberholzer**

Rechtsanwalt, LL.M.  
Partner



**Sarah Mostafa**

lic. iur., Rechtsanwältin, LL.M.  
Senior Associate



**Michael Kremer**

lic. iur., Rechtsanwalt, LL.M.  
Senior Associate



**Yusuf Sume**

MLaw, Rechtsanwalt  
Associate