



Hannes Glaus
Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt
Partner
Telefon +41 58 258 10 00
hannes.glaus@bratschi.ch



Elisa Aliotta
MLaw, LL.M., Rechtsanwältin
Telefon +41 58 258 10 00
elisa.aliotta@bratschi.ch

Alternative Anlagen im Recht der Institutionellen Anleger, namentlich Pensionskassen und Versicherungen

Dieser Artikel untersucht die Regulierung von Institutionellen Anlegern in Bezug auf das Eingehen von alternativen Anlagen. Der Kreis der institutionellen Anleger ist auf Pensionskassen und Versicherungen eingegrenzt.

1. Einleitung

1.1 Begriff «Alternative Anlagen»

Sowohl in ökonomischer als auch in juristischer Hinsicht gibt es keine einheitliche Definition des Begriffs «Alternative Anlagen». Im Sinne einer pragmatischen Einteilung lässt sich eine Liste von Anlagen aufstellen, die eindeutig alternativ sind und eine solche von Anlagen, die eindeutig nicht alternativ oder sog. traditionell sind.

Eindeutig alternative Anlagen

- Hedge Funds
- Private Equity: Venture, Growth, Buyout Capital
- Infrastruktur
- Private Debt
- Insurance Linked Investments
- Real Assets: Farmland, Kunst etc.

Eindeutig traditionelle Anlagen

- traditionelle Obligationen, gestückelt, fester Nennwert
- kotierte Aktien
- Cash, cash-nahe Anlagen (money-market funds)

Ausserhalb dieser beiden Schnittmengen gibt es eine relativ breite und heterogene Gruppe von **hybriden Anlagen**, die je nach Sicht des Betrachters bzw. Gesetzgebers alternativ oder traditionell sind:

- Immobilien sind einerseits illiquid, andererseits eine wichtige und verbreitete Anlageklasse von Pensionskassen und Versicherungen. Vor allem Ausland-Immobilien werden mehrheitlich den Alternativen zugeordnet.
- Rohstoffe, vor allem Gold, werden mal als traditionell, mal als alternativ eingestuft.
- Strukturierte Produkte sind bei einfacher Ausgestaltung eher traditionell und im umgekehrten Fall eher alternativ, vor allem, wenn sie noch eine Hebelwirkung aufweisen.

- Nicht-traditionelle Forderungen werden vor allem seit der letzten Gesetzesrevision vom BVG überwiegend den alternativen Anlagen zugeordnet. Dazu gehören Forderungen ohne festen Nennwert, verbriefte Forderungen, Pflichtwandelanleihen, ausländische Grundpfandtitel etc.

1.2 Regulierung

Aus juristischer Sicht verdienen alternative Anlagen besondere Beachtung, weil sie für den Anleger besondere Risiken mit sich bringen. An erster Stelle steht das Risiko der Illiquidität und damit auch der Bewertung. Private Equity Anlagen lassen sich über viele Jahre nicht veräussern und da es keinen Handel gibt, ist auch der Wert ungewiss.¹

Ein weiteres Risiko ist die Komplexität, wie sie beispielsweise bei Hedge Funds, Private Insurance Linked Investments und komplexen strukturierten Produkten anzutreffen ist. Schliesslich ist auch die Betreuungsintensität und das dafür erforderliche Know-how ein wichtiger Risikofaktor, der insbesondere Private Equity, Private Debt, Infrastruktur usf. von traditionellen Anlagen unterscheidet.

Diese besonderen Risiken haben den Gesetzgeber veranlasst, Regeln zu erlassen, die den Anleger in der einen oder anderen Form vor den Risiken schützen oder die Risiken mindestens begrenzen. Je nach Anleger geht der Gesetzgeber verschieden vor. Relativ einfach ist das Vorgehen bei jenen Anlegern, die ohnehin schon als Anleger reguliert sind, namentlich den Pensionskassen und Versicherungen. Der Gesetzgeber kann direkt eingreifen und beispielsweise vorschreiben, dass höchstens ein gewisser Prozentsatz des Vermögens in alternative Anlagen investiert werden darf.

Wesentlich komplexer ist die Regulierung von Anlegern, die nicht reguliert sind, also vor allem die Privatanleger. Diese Anleger sind grundsätzlich frei, mit ihrem Geld zu machen, was sie wollen. Sie können damit ins Casino gehen, unsinnige Ausgaben tätigen oder es zur Bank bringen. Hier greift der Staat ein, indem er die Banken, Vermögensverwalter, ja sogar die Hersteller und Verkäufer von entsprechenden Anlageprodukten (insbesondere Anlagefonds), reguliert. Im Gegensatz zu den institutionellen Anlegern erfolgt diese Regulierung indirekt über die erwähnten Dienstleister bzw. diese betreffenden Rechtserlasse wie die Verhaltensregeln für Selbstregulierungsorganisationen (nachfolgend SRO), das Kollektivanlagegesetz und künftig auch das Finanzdienstleistungsgesetz (nachfolgend FIDLEG). Diese Regulierung ist entsprechend komplexer und wohl auch weniger effizient.

¹ Natürlich gibt es raffinierte Bewertungsmodelle und diese finden auch Eingang in die einschlägigen Reports und Revisionsstellen-Berichte. Aber wie ein bekannter Private Equity Investor unlängst an einer Konferenz lapidar sagte, kennt man den wirklichen Wert erst, wenn die Anlage tatsächlich verkauft wird.

2. Versicherungen

2.1 Grundsätze der Vermögensanlage gemäss Versicherungsaufsichtsgesetz

Der regulatorische Ausgangspunkt für Investitionen in alternative Anlagen durch Schweizer Versicherungsunternehmen bildet Art. 17 des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) und die gestützt darauf erlassene Aufsichtsverordnung (AVO).

Gemäss Art. 17 VAG sind die Versicherungsunternehmen verpflichtet, Ansprüche aus Versicherungsverträgen durch gebundenes Vermögen sicherzustellen. Der Sollbetrag des gebundenen Vermögens entspricht den, nach versicherungsmathematischen Grundsätzen gebildeten, Rückstellungen sowie einem angemessenen Zuschlag. Dieser Zuschlag wird durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsichtsbehörde (nachfolgend FINMA) bestimmt. Die Rückstellungen müssen durch das gebundene Vermögen jederzeit gedeckt sein. Den Versicherungsunternehmen ist eine temporäre Unterdeckung anders als bei den Pensionskassen nicht erlaubt.

Die Anlage von gebundenem Vermögen unterliegt angesichts der damit bezweckten Sicherstellung der Ansprüche auf Seite der Versicherungsnehmer detaillierten Vorschriften in Bezug auf die zulässigen Anlagekategorien, die Diversifikation des Risikos sowie das Risikomanagement.

Die FINMA hat im Rundschreiben 2016/5 «Anlagerichtlinien – Versicherer» (nachfolgend Rundschreiben) die Vorschriften zur Anlagetätigkeit von beaufsichtigten Versicherungsunternehmen konkretisiert. Das Rundschreiben formuliert die Erwartungen der FINMA in Bezug auf die gesamte Anlagetätigkeit; es formuliert die generellen Anforderungen an die Anlage des gebundenen Vermögens sowie die Anforderungen an die einzelnen zulässigen Vermögenswerte.²

Wegen des erhöhten Risikos dürfen Versicherungsunternehmen nur unter einschränkenden Voraussetzungen in alternative Kapitalanlagen investieren. Randziffer 317 ff. enthalten detaillierte Vorgaben zu den alternativen Anlagen.

2.2 Anlagevorschriften gemäss Rundschreiben

Definition: Das Rundschreiben definiert alternative Anlagen als Anlagemöglichkeiten, welche über die traditionellen Anlagen hinausgehen. Merkmal sind die flexibleren Anlagemöglichkeiten wie bspw. das Eingehen von Leerverkäufen, die Kreditaufnahme, die Anwendung von komplexeren Strategien und Investitionen in weniger liquide Anlagen. Generell unterliegen alternative Anlagen einer geringeren Aufsicht, weisen oft eine geringere Liquidität und Transparenz auf.

Aufgrund der Besonderheiten gelten die allgemeinen Grundsätze des gebundenen Vermögens für alternative Anlagen nur beschränkt. Alternative Anlagen müssen weder in einem Wertpapier verbrieft sein, noch über einen liquiden Markt verfügen oder einer wirksamen Aufsicht unterstellt sein.

² Die Rundschreiben der FINMA sind zwar nicht rechtssetzend und damit auch nicht per se verbindlich für die Versicherungen, stellen aber eine Kodifizierung sowie Standardisierung der Aufsichtspraxis der Behörde dar. So zieht die Nichtbefolgung der FINMA Rundschreiben auch keine direkten Sanktionsfolgen nach sich.

Zulässige Anlagekategorien: Zu den zulässigen alternativen Anlagen im gebundenen Vermögen gehören Hedge Funds, Private Equity, Private Debt (einschliesslich Senior Secured Loans) und Rohstoffe.³ Infrastruktur kann je nach Ausgestaltung den alternativen oder den traditionellen Anlagen zugeordnet werden. Andere alternative Anlagen sind nicht zulässig.

Struktur und Eigenschaften: Mit Ausnahme von Gold muss die einzelne Anlage diversifiziert sein; und mit Ausnahme von Private Equity und Private Debt muss ein Ausstieg innert 24 Monaten möglich sein.

Die Investition in die entsprechend zulässigen Kategorien der alternativen Anlagen ist nur zulässig, soweit sie über eine Fondslösung erfolgt. Auch ausländische Fondsstrukturen und strukturierte Produkte sind zulässig.⁴

Nicht zulässig sind Direktanlagen in Private Equity oder Infrastruktur sowie physische Anlagen in Rohstoffe (Gold ausgenommen).

Aus den Investitionen in alternative Anlagen dürfen den Versicherungsunternehmen ferner keine Nachschusspflichten oder andere Haftungen entstehen.⁵ Die für Private Equity typischen betraglich limitierten Commitments gelten nicht als Nachschusspflicht, müssen aber bei der Liquiditätsplanung berücksichtigt werden.⁶

Organisation, Know-how und Due Diligence: Des Weiteren enthält das Rundschreiben Vorschriften zur Betriebsorganisation in Bezug auf die Alternativen Anlagen. Die FINMA will sicherstellen, dass Versicherungsunternehmen, die in alternative Anlagen investieren, über das entsprechende Know-how, sachkundiges und qualifiziertes Personal sowie geeignete Prozessstrukturen verfügen.⁷ Derselben Zielsetzung dient die Vorgabe, wonach Investitionen in Hedge Funds und Private Equity vorgängig einer umfassenden und vertieften Due Diligence unterzogen werden müssen.⁸

Bevor ein Versicherungsunternehmen in alternative Anlagen investiert, ist der FINMA ein entsprechendes Konzept einzureichen. Dieses Konzept hat die Art der alternativen Anlagen zu definieren sowie aufzuzeigen, dass die Anforderungen der Anlagerichtlinien erfüllt werden.⁹

Begrenzungen: Das Rundschreiben begrenzt sodann den Höchstanteil an alternativen Anlagen bezogen auf den Sollbetrag des gebundenen Vermögens auf kumuliert 15 Prozent.¹⁰ Präzisiert wird, dass dabei der angerechnete Wert je Subkategorie 10 Prozent des Sollbetrags sowie der angerechnete Wert pro Fund of Funds 5 Prozent des Sollbetrags nicht übersteigen darf.

³ Rundschreiben Anlagerichtlinien, Rz. 320.

⁴ Rundschreiben Anlagerichtlinien, Rz. 322ff.

⁵ Rundschreiben Anlagerichtlinien, Rz. 330.

⁶ Rundschreiben Anlagerichtlinien, Rz. 329.

⁷ Rundschreiben, Rz. 337.

⁸ Rundschreiben, Rz. 339-342.

⁹ Rundschreiben, Rz. 334.

¹⁰ Rundschreiben, Rz. 343-348.

Bewertung: Das Versicherungsunternehmen hat die Werthaltigkeit der Anlage laufend zu überprüfen. Dabei darf die Bewertung der alternativen Anlagen im gebundenen Vermögen höchstens zum Marktwert erfolgen. Für die Anlagekategorie der Hedge Funds schreibt die FINMA ferner eine monatliche, für die Anlagekategorie der Private Equity eine quartalsweise Bewertung des Nettoinventarwerts vor.¹¹

2.3 Swiss Solvency Test

Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass das Schweizer Solvenz Regime für Versicherungen einen indirekten Einfluss auf die Allokation des gebundenen Vermögens an die einzelnen Anlagekategorien ausübt. Die entsprechenden Vorschriften zur Bewertung und zur Bildung von Rückstellungen reduzieren beispielsweise die Attraktivität von Private Equity Anlagen massiv.

3. Alternative Anlagen in der beruflichen Vorsorge

3.1 Grundlagen der Regulierung der Vermögensanlage

Art. 71 Abs. 1 des Berufliche Vorsorgegesetz (nachfolgend **BVG**) schreibt vor, dass die Vorsorgeeinrichtungen ihr Vermögen so verwalten, dass die Sicherheit und ein genügender Ertrag der Anlagen, eine angemessene Verteilung der Risiken sowie die Deckung des voraussehbaren Bedarfes an flüssigen Mitteln gewährleistet sind. Diese schlichten Grundsätze sind in den Art. 49 – 59 der Verordnung 2 zum BVG (nachfolgend **BVV-2**) etwas näher konkretisiert.

Die Praxis der Aufsichtsbehörden zur Auslegung von BVG und den Ausführungsverordnungen, einschliesslich der BVV-2, ist in den Mitteilungen über die berufliche Vorsorge des Bundesamtes für Sozialversicherungen (nachfolgend BSV) publiziert.¹²

3.2 Einordnung und Definition der alternativen Anlagen in der beruflichen Vorsorge

Die letzte Revision der BVV-2 vom 1. Juli 2014 ordnete die Kategorisierung der verschiedenen Anlagen neu. Traditionell sind die Anlagen, welche in der Liste von Art. 53 Abs. 1 lit. a - d enthalten sind; das sind im Wesentlichen Bargeld, traditionelle Forderungen, kotierte Aktien und Immobilien.

Alle anderen Anlagen sind grundsätzlich alternativ und unterliegen insbesondere der für diese Kategorie vorgesehenen quantitativen Begrenzung auf 15 Prozent. Dazu gehören Hedge Funds, Rohstoffe und Private Equity.¹³ Als nicht traditionelle Forderungen und damit als alternativ gelten Forderungen ohne Nominalbetrag, verbriefte Forderungen und Senior Secured Loans.¹⁴

Kategorienbegrenzung: Art. 55 BVV-2 sieht zunächst für die einzelnen Anlagekategorien quantitative Begrenzungen vor. Für die Anlagekategorie der alternativen Anlagen sieht Art. 55 BVV-2

¹¹ Rundschreiben, Rz. 349.

¹² Mitteilung Nr. 138 vom 16. März 2015 äussert sich z.B. zur Auslegung der Anlagegrundsätze in Art. 49-59 BVV-2.

¹³ Art. 53 Abs. 1 lit. e BVV-2

¹⁴ Art. 53 Abs. 3 BVV-2

eine Begrenzung von 15 Prozent bezogen auf das Gesamtvermögen vor. Dabei sind die in den kollektiven Anlagen enthaltenen direkten Anlagen miteinzuberechnen.

Diversifikation: Investitionen in die Anlagekategorie der alternativen Anlagen müssen ferner entsprechend dem im BVG verankerten Grundprinzip der Risikoverteilung zur Reduktion des Anlage-
risikos angemessen diversifiziert sein. Alternative Anlagen dürfen nur mittels diversifizierter kollektiver Anlagen, diversifizierter Zertifikate oder diversifizierter strukturierter Produkte vorgenommen werden; und sie dürfen keine Nachschusspflichten vorsehen.¹⁵

Strukturierung der alternativen Anlagen: Art. 56 Abs. 2 BVV-2 sieht vor, dass Vorsorgeeinrichtungen sich an kollektiven Kapitalanlagen nur beteiligen dürfen, wenn diese ihrerseits Anlagen tätigen, die nach Art. 53 BVV-2 zulässig sind und über eine einwandfreie und transparente Organisation in Bezug auf die Festlegung der Anlagerichtlinien, der Kompetenzen, der Anteilsermittlung sowie des Kaufs und der Rücknahme der Anteile verfügen, so dass die Interessen der beteiligten Vorsorgeeinrichtungen nachvollziehbar gewahrt sind.

Auch das BVG bzw. die BVV-2 verbieten grundsätzlich Anlagen, die mit einer Nachschusspflicht verknüpft sind.¹⁶ Art. 53 Abs. 5 BVV-2 begrenzt Anlagen mit einer Hebelwirkung, insbesondere falls diese eine Hebelwirkung auf das gesamte Vermögen bewirken. Ausnahmen gelten für Hedge Funds und gewissen Immobilien Anlagen.

Anlageerweiterung: Sofern die Vorsorgeeinrichtung die Einhaltung die Grundsätze in Art. 50 Abs. 1-3 von BVV-2 – Sorgfalt, Sicherheit und Diversifikation – im Jahresbericht schlüssig darlegt, kann sie gestützt auf ihr Anlagereglement die Anlagevorschriften modifizieren oder weg bedingen. Das gilt einmal für die Begrenzung von 15 Prozent für die alternativen Anlagen, aber auch für die meisten anderen Anlagerestriktionen. Die Anlageerweiterung erfordert überdies lediglich eine entsprechende Anpassung des Anlagereglements.

Die Anlageerweiterung begründet nach einhelliger Auffassung eine erhöhte Sorgfalts- und Kontrollpflicht der Pensionskassen. Dies mag der Grund dafür sein, dass erstaunlich wenig Pensionskassen, und vor allem die grösseren von dieser liberalen Regelung Gebrauch machen.

4. Zusammenfassung

Die Regulierung von Pensionskassen und Versicherungen in Bezug auf die alternativen Anlagen hat völlig verschiedene gesetzliche Grundlagen. Dennoch zeigen sich erstaunliche Gemeinsamkeiten: die Begrenzung auf 15 Prozent des Vermögens und der Zwang zur Diversifikation über entsprechende Anlagefonds.

Es gibt aber auch gewichtige Unterschiede. Der Begriff der Alternativen im Rundschreiben betreffend die Versicherungen ist differenziert und schliesst gewisse Varianten als unzulässig aus. Die

¹⁵ Art. 53 Abs. 4 BVV-2

¹⁶ Art. 50 Abs. 3 BVV-2

BVV-2 blahet die Kategorie der Alternativen auf, indem sie alle Anlagen, die nicht traditionell sind den Alternativen zuweist.

Die Regulierung der Versicherungen ist detailliert, umfassend und wenig flexibel. Die engen Schranken für die Versicherer im Rundschreiben kumulieren sich überdies noch mit den engen Vorgaben des Schweizer Solvenz-Regimes, so dass sich beispielsweise Private Equity Anlagen für Versicherungsunternehmen wegen der hohen Kapitalkosten praktisch nicht mehr lohnen.

Die Regulierung der Pensionskassen ist demgegenüber ausgesprochen kurz, lückenhaft und angesichts des Instituts der Anlageerweiterung sehr flexibel und liberal. Die in jüngster Zeit aufgekommene Forderung nach einer Liberalisierung der Regulierung der alternativen Anlagen im Recht der Pensionskassen scheint daher wenig begründet. Dies gilt umso mehr, als die meisten Pensionskassen die Quote von 15 Prozent für alternative Anlagen bei Weitem nicht ausschöpfen.

Bratschi AG ist eine führende Schweizer Anwaltskanzlei mit über 85 Anwältinnen und Anwälten in den Wirtschaftszentren der Schweiz, bietet schweizerischen und ausländischen Unternehmen und Privatpersonen professionelle Beratung und Vertretung in allen Bereichen des Wirtschafts-rechts, im Steuerrecht und im öffentlichen Recht sowie in notariellen Angelegenheiten.

Basel Lange Gasse 15 Postfach CH-4052 Basel Telefon +41 58 258 19 00 Fax +41 58 258 19 99 basel@bratschi.ch	Bern Bollwerk 15 Postfach CH-3001 Bern Telefon +41 58 258 16 00 Fax +41 58 258 16 99 bern@bratschi.ch	Lausanne Avenue Mon-Repos 14 Postfach 5507 CH-1002 Lausanne Telefone +41 58 258 17 00 Telefax +41 58 258 17 99 lausanne@bratschi.ch	St. Gallen Vadianstrasse 44 Postfach 262 CH-9001 St. Gallen Telefon +41 58 258 14 00 Fax +41 58 258 14 99 stgallen@bratschi.ch	Zug Industriestrasse 24 CH-6300 Zug Telefon +41 58 258 18 00 Fax +41 58 258 18 99 zug@bratschi.ch	Zürich Bahnhofstrasse 70 Postfach CH-8021 Zürich Telefon +41 58 258 10 00 Fax +41 58 258 10 99 zuerich@bratschi.ch
--	--	--	---	---	---

© Bratschi AG, Vervielfältigung bei Angabe der Quelle gestattet

www.bratschi.ch