

# Markträumung bei den Vermögensverwaltern

## *Eine neue Chance für die Schweizer Effekthändler?*

Von Hannes Glaus\*

*Der Bericht der Expertengruppe Zufferey zur Finanzmarktaufsicht (vgl. NZZ vom 17. 11. 00) empfiehlt, die unabhängigen Vermögensverwalter dem Status des börsenrechtlichen Effekthändlers zu unterstellen. Diese Gruppe wurde aber in den letzten vier Jahren drastisch reduziert. Steht den Vermögensverwaltern Ähnliches bevor? (Red.)*

Der *unabhängige Vermögensverwalter* wird auch externer Vermögensverwalter genannt, weil er die Gelder seiner Kunden ausserhalb einer Bank verwaltet. Der externe Verwalter hält den Kontakt mit dem Kunden, nimmt dessen Instruktionen entgegen und sorgt für deren Umsetzung durch das kontoführende Institut. Der externe Vermögensverwalter braucht nur eine minimale Infrastruktur. Unter Vorbehalt des Geldwäschereigesetzes unterliegt er *keiner Regulierung*; er muss keine spezialgesetzlichen Kapital- oder Organisationsanforderungen erfüllen. Die Nachteile der Struktur zeigen sich, wenn der Verwalter die Instruktionen des Kunden oder die gebotene Sorgfalt *missachtet*. Der Kunde vertraut oft darauf, dass sein Vermögen bei einem streng regulierten Bank- oder Effekthandelsinstitut liegt. Wenn er sich dann mit Schadenersatzforderungen an dieses Institut wendet, muss er erfahren, dass dieses in der Regel für ein allfälliges Fehlverhalten des externen Verwalters nicht verantwortlich gemacht werden kann.

### Überregulierte Effekthändler

In regulatorischer Hinsicht könnte der Gegensatz zum *Effekthändler* nicht grösser sein. Der externe Vermögensverwalter ist unterreguliert bzw. gar nicht reguliert. Der Effekthändler ist sowohl gegenüber der Bank wie auch dem externen Vermögensverwalter überreguliert. Effekthändler sind eine durch das Börsengesetz vor rund vier Jahren neu geschaffene Kategorie von Finanzintermediären. Sie lösten im Wesentlichen die diversen Institute ab, die früher auf Grund der kantonalen Börsenregeln bestanden hatten. Seither ist die Entwicklung von zwei Tendenzen gekennzeichnet. Erstens verschwanden wegen der einschneidenden Regulierung durch das neue Börsengesetz die altrechtlichen Effekthändler fast völlig von der Bildfläche. Zweitens ist nur noch eine Minderheit der heutigen Effekthändler primär im Effekthandel bzw. Brokerage tätig (etwa Swissbrokers in Basel). Der Begriff «Effekthändler» ist deshalb aus der *heutigen* Sicht *verfehlt*. Von den rund 60 Effekthändlern ist die Mehrheit zur Hauptsache in der Vermögensverwaltung (im Sinn der Betreuung von Privatkunden) tätig (etwa ATAG und STG Asset Management). Neben der privaten Vermögensverwaltung und dem Brokerage sind die Effekthändler in den Bereichen Financial Engineering (Swiss Capital, SMS Securities) und Asset Management (Verwaltung institutioneller Vermögen; z. B. BT&T, SMS Securities) aktiv.

Beim Erlass des Börsengesetzes hielt man sich der Einfachheit halber an das Regulierungsmodell der Banken. Der Effekthändler wurde praktisch zu einer *Unterkategorie des Bankengesetzes*, indem das Börsengesetz mit wenigen Ausnahmen die Bestimmungen des Bankengesetzes übernimmt. Eine Ausnahme bilden die *Liquiditätsvorschriften*. Das Minimalkapital beträgt nur 1,5 Mio. Fr. für einen Effekthändler, gegenüber 10

Mio. Fr. für eine Bank. Doch das Regulierungsmodell der Universalbank ist stark auf das Kommerzgeschäft und die damit verbundene Risikobegrenzung ausgerichtet. Die Effekthändler sind jedoch überhaupt nicht im Kommerzgeschäft tätig, sie konzentrieren sich auf einzelne Geschäftszweige des Investment-Banking, die ein viel kleineres Risikopotenzial aufweisen. Zum Beispiel nimmt eine Bank ein Mehrfaches der eigenen Mittel (bis zum Fünfzehnfachen) an Kundengeldern entgegen und leiht diese im eigenen Namen an die Wirtschaft und die Hauseigentümer aus. Der Effekthändler hat demgegenüber oft gar keine Kundeneinlagen, und wenn er solche hat, leiht er sie nicht aus, sondern legt sie nach Vorschrift des Kunden an. Trotzdem gelten für den Effekthändler praktisch die gleichen Kapitalschutzvorschriften wie für eine im Kommerzgeschäft tätige Universalbank. Gleich wie die Kapitalschutzvorschriften sind weitere Vorschriften der Bankenregulierung für die Effekthändler unangemessen oder übertrieben.

### Das Interesse des Publikums

Obwohl sich der Gesetzgeber an das Regulierungsmodell der Banken anlehnte, war er auf der andern Seite bestrebt, den Effekthändler *doch nicht* mit allen Privilegien der Bank auszustatten. So ist dem Effekthändler trotz weitgehend gleichen Auflagen die Verzinsung von Kundenkonti verwehrt. Das Resultat ist das *Modell «Bank minus»*, wie gewisse Behördenvertreter den Ansatz zusammenfassen. Ohne ein eigenständiges regulatorisches Vorbild hat der Effekthändlerstatus aber letztlich keine Daseinsberechtigung gegenüber dem Bankstatus. Viele Effekthändler tragen sich deshalb mit dem Gedanken, zum Bankstatus zu *wechseln*. Und viele Nichtbanken-Finanzintermediäre, die sich gerne einer angemessenen Regulierung durch eine kompetente Behörde, die Eidgenössische Bankkommission, unterzögen, sehen aus demselben Grund von diesem Schritt ab. In der externen Vermögensverwaltung, aber auch im Asset Management und im Financial Engineering haben sich aber in den letzten Jahren etliche hoch spezialisierte Finanz-Boutiquen entwickelt, die Anlagegelder und Finanzprodukte in Milliardenhöhe betreuen und *keiner* Regulierungsbehörde unterstehen. Deren Beaufsichtigung läge auch im Interesse des Publikums. Kurz, *es besteht ein Bedarf* nach einem Effekthändler-Institut, das eine wirkliche Alternative zum Bankstatus darstellt und das durch eine angemessene Regulierung der Nichtbanken-Finanzintermediäre eine eigenständige Daseinsberechtigung neben den Banken hat.

Die Empfehlungen der *Expertengruppe Zufferey* zielen in diese Richtung. In Bezug auf die externen Vermögensverwalter betont die Expertengruppe (Schlussbericht Ziffer 26), dass die geforderte Erleichterung und Differenzierung des Effekthändler-Regimes bei der Unterstellung

der externen Vermögensverwalter besonders dringend ist. Andernfalls dürfte die eingangs erwähnte Marktberreinigung tatsächlich so drastisch ausfallen wie seinerzeit bei den Effektenhändlern. Von den mehreren tausend externen Vermögensverwaltern, die immerhin rund 10% der in der Schweiz liegenden Gelder verwalten, dürften heute gerade ein paar Dutzend die Anforderungen des Effektenhändlerstatus erfüllen.

### **Mehr Phantasie gefragt**

Für die Umsetzung der vorgeschlagenen Differenzierung und Erleichterung der Effektenhändler-Regulierung ist es nicht erforderlich, eine Gesetzesänderung abzuwarten. Durch eine gezielte und *systematische Ausschöpfung* der vielen schon im heutigen Gesetz vorgesehenen Ausnahmen lassen sich die vorstehenden Anliegen in weiten Teilen verwirklichen. Sicher wäre *mittelfristig* auch die *Anpassung des Gesetzes* wünschenswert, nur schon um dem Effektenhändler einen Namen zu geben, der seinen Tätigkeitsbereich – das Investment-Banking – besser spiegelt. Die Expertengruppe Zufferey hat gesamthaft ein grosses Mass an Realitätsinn und legislatorischem Geschick bewiesen, indem sie einerseits die realen Bedürfnisse und Entwicklungen erkannte und andererseits Wege zur Umsetzung ihrer Empfehlungen aufzeigte, die mit einem *Minimum* an gesetzgeberischem Aufwand verbunden sind. Im Gegensatz zur Expertengruppe besteht jedoch nicht nur bei den externen Vermögensverwaltern, sondern auch bei anderen Finanzintermediären, namentlich im Bereich Financial Engineering und Asset Management, ein Regulierungsbedarf.

Das gesetzgeberische Leitbild für die Entwicklung des Effektenhändlerstatus sollte deshalb die in den Bereichen Vermögensverwaltung, Brokerage, Asset Management und Financial Engineering tätige Investmentbank sein. Die auf das *Kommerzgeschäft* ausgerichteten regulatorischen Auflagen sind zu *eliminieren*. Demgegenüber sollte die Regulierung mehr Gewicht auf die Organisationsvorschriften und Verhaltensregeln legen. Da der Effektenhändler nicht im Kommerzgeschäft tätig ist und die Kundengelder nicht für eigene Rechnung verwendet, sind nach amerikanischem Vorbild die Kundengelder soweit als möglich von den eigenen Mitteln des Effektenhändlers zu trennen. Auf dieser Grundlage wären dann verschiedene Effektenhändler-Typen zu entwickeln in Abhängigkeit von der Geschäftstätigkeit der einzelnen Kategorien, d. h. Vermögensverwaltung, Asset Management, Financial Engineering und natürlich Brokerage. Weitere Differenzierungsmerkmale wären die Führung von Kundenkonti und die Schutzwürdigkeit des angesprochenen Kundensegments.

\* Hannes Glaus, Dr. iur., L. L. M., ist unabhängiger Rechtsanwalt in Zürich und Präsident des Schweizerischen Verbandes Unabhängiger Effektenhändler.