



Newsletter

Neue Regeln für die Bildung von Side Pockets



Dominik Oberholzer
Rechtsanwalt, Partner, Dr. iur., LL.M.



Armin Kühne
Rechtsanwalt, Partner, Dr. iur.



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



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



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



Rim Zaouia
Rechtsanwalt, Associate
MLaw, LL.M.



Der Bundesrat hat am 31. Januar 2024 die angepasste Kollektivanlagenverordnung (KKV) verabschiedet. Dabei hat er nicht nur die rechtlichen Grundlagen für den «Limited Qualified Investor Fund (L-QIF)» eingeführt, sondern punktuell auch andere Bereiche angepasst. Dazu gehört die Regelung zur Grundlage von Side Pockets bei Schweizer kollektiven Kapitalanlagen. Die neue Regelung ist am 1. März 2024 in Kraft getreten.

1. Einleitung

Am 31. Januar 2024 hat der Bundesrat die Änderungen an der KKV zur Einführung des L-QIF publiziert. Dabei hat er auch den neuen Art. 110a mit dem Titel «Segregierung einzelner Anlagen» in die KKV aufgenommen.

Nachdem wir in den letzten Jahren verschiedene Liquiditätskrisen an den Finanzmärkten erlebt haben, ohne dass bei Schweizer kollektiven Kapitalanlagen Side Pockets gebildet werden konnten, soll mit Art. 110a KKV die gesetzliche Grundlage dafür geschaffen werden. Allerdings muss an der Praxistauglichkeit des vorgesehenen Verfahrens gezweifelt werden.

Art. 110a KKV wird am 1. März 2024 in Kraft treten. Der Wortlaut von Art. 110a KKV findet sich am Schluss dieser Publikation.

2. Was sind Side Pockets?

Side Pockets kommen aus der Welt der Hedge Funds und sind vor allem bei offshore Funds sehr verbreitet.

Die Idee hinter Side Pockets ist die, dass jede liquide Anlage illiquid werden kann. Tritt dies ein, kann dies das Liquiditätsmanagement eines Fonds beeinträchtigen, da bei zunehmender Illiquidität Rücknahmen nicht mehr bedient werden können. Das führt zu einer Bevorzugung der früh rückgebenden Anleger, für deren Rücknahmen noch liquide Anlagen vorhanden sind, die veräussert werden können, gegenüber spät rückgebenden Anlegern, die auf den illiquiden Anlagen «sitzen bleiben». Sie können entweder ihre Anteile nicht mehr zurückgeben oder die Rücknahmen können erst später honoriert werden.

Genau dies trat vor allem in der Finanzkrise 2007 / 2008 bei vielen Hedge Funds und in der Folge auch bei Schweizer Fund of Hedge Funds ein. Zumindest einige davon mussten denn aufgrund der Unmöglichkeit, Side Pockets zu schaffen, aufgelöst werden.

Um diese oben erwähnte Ungleichbehandlung und die oftmals damit einhergehende Auflösung der kollektiven Kapitalanlage zu verhindern, sollen die illiquiden Anlagen frühzeitig in eine separate kollektive Kapitalanlage, sog. «Side Pocket» überführt werden. Dabei werden alle (!) Anleger im bisherigen Fonds im Verhältnis ihres Anteils am aktuellen Fonds auch an diesem neu geschaffenen, illiquiden und darum geschlossenen Fonds beteiligt, so dass alle Anleger gleichbehandelt werden.

Eine solche Beteiligung an einem zweiten, illiquiden Fonds stellt einen starken Eingriff in die Rechte des Anlegers dar. Sie ist darum ohne gesetzliche und fondsvertragliche Grundlage nicht umsetzbar und soll überdies nur ultima ratio eingesetzt werden. Und eine solche gesetzliche Grundlage stellt Art. 110a KKV dar.

3. Der Ablauf zur Schaffung von Side Pockets

Art. 110a KKV ist sehr rudimentär und offen formuliert. Der Bundesrat begründet dies damit, dass noch keine internationalen Standards bestehen, an denen man sich orientieren könnte. Liegen internationale Standards vor, sollen sie in Schweizer Recht überführt werden.

Gestützt auf Art. 110a KKV folgt die Schaffung von Side Pockets dem folgenden Ablauf:

1. Die Grundlage muss im Fondsvertrag vorgesehen sein. Damit wird sichergestellt, dass die Anleger der Bildung von Side Pockets mit ihrer Zeichnung im Grundsatz zugestimmt haben. Die Asset Management Association of Switzerland AMAS hat einen Mustertext für eine solche Bestimmung im Fondsvertrag verfasst. Sinnvollerweise sollte auch in den Risikohinweisen im Prospekt auf die Bildung der Side Pockets hingewiesen werden.



2. Soll nun ein Side Pocket geschaffen werden, hat die Fondsleitung ein entsprechendes, begründetes Gesuch an die FINMA zu richten. Darin ist insbesondere darzulegen:

- dass die Bildung von Side Pockets im Fondsvertrag vorgesehen ist (siehe vorstehend);
- dass es sich um einen aussergewöhnlichen Fall handelt (Beschreibung des Sachverhalts);
- welche Anlagen für unbestimmte Dauer illiquide geworden sind. Diese müssen genau identifiziert werden;
- welche Massnahmen zur Steuerung der Liquidität bereits ergriffen worden sind und warum diese Massnahmen nicht erfolgreich waren;
- welche Vorteile die Side Pockets gegenüber anderen Massnahmen haben;
- dass die Bildung der Side Pockets notwendig und im Interesse der Gesamtheit der Anleger ist;
- dass die Rechte der Anleger bei der Bildung von Side Pockets gewahrt bleiben;
- dass die Bildung von Side Pockets die einzige Lösung darstellt, um die Schliessung der gesamten kollektiven Kapitalanlage zu verhindern (Side Pockets als ultima ratio);
- wie die Bildung der Side Pockets technisch umgesetzt wird (hinsichtlich Einsatz, Verfahren, Bewertung, Kosten und Risiken) unter Angabe des zeitlichen Ablaufs.

3. Die FINMA hat dieses Gesuch zu prüfen und mit einer Verfügung gutzuheissen.

4. Der Entscheid zur Bildung von Side Pockets ist in den Publikationsorganen zu veröffentlichen.

Es ist wohl damit zu rechnen, dass ein solcher Prozess einschliesslich der vorbereitenden Arbeiten mindestens zwei Wochen in Anspruch nehmen wird. Dies ist

aber genau das Problem, das wie erwähnt an der Praxisnähe der Regelung zweifeln lässt. Dies dürfte eine viel zu lange Zeit sein. Gerade bei Finanzkrisen ändern sich die Verhältnisse in aller Regel konstant, so dass die im Gesuch erwähnten Massnahmen im Zeitpunkt der Umsetzung dann wohl bereits veraltet sind, bedingt durch zunehmende Illiquidität von Anlagen und zunehmender Anzahl von Rücknahmen.

Nicht vorgesehen ist, dass die 30tägige Publikationsfrist, das Recht auf Rückgabe nach Art. 27 KAG einzuhalten sind und das Einwendungsrecht gewährt wird. Denn dies würde dazu führen, dass alle Anleger ihre Anteile zurückgeben, was mit Side Pockets gerade verhindert werden soll.

4. Kombination der Side Pockets mit anderen Massnahmen

Da das Verfahren zur Bildung von Side Pockets wie vorstehend erwähnt wohl zu lange dauert, ist es empfehlenswert, neben der Bildung von Side Pockets auch andere liquiditätssteuernde Massnahmen vorzusehen.

Zu denken ist insbesondere an den Aufschub der Rückzahlung (Art. 110 KKV), womit der Sachverhalt für die Dauer des Verfahrens zur Bewilligung von Side Pockets stabilisiert werden kann oder auch an ein Gating (Art. 109 Abs. 5 und 6 KKV).

5. Keine Side Pockets bei L-QIF

Bei L-QIFs sind keine Side Pockets möglich. Das ist bedauerlich, da wohl gerade bei diesen kollektiven Kapitalanlagen Side Pockets nützlich sein können.

Der Grund liegt darin, dass Side Pockets von der FINMA genehmigt werden müssen (siehe oben). Ein L-QIF unterliegt aber eben gerade nicht der Aufsicht der FINMA und wird von dieser auch nicht bewilligt.

Side Pockets sind bei einem L-QIF also ebenso unmöglich wie alle anderen Massnahmen, welche die Zustimmung der FINMA benötigen.

6. Handlungsanleitung

Natürlich besteht keine Pflicht, sich auf die Bildung von Side Pockets vorzubereiten.

Wer aber vom Recht zur Bildung von Side Pockets einmal Gebrauch machen möchte, der hat so bald als möglich die fragliche Bestimmung in den Fondsvertrag aufzunehmen und im Prospekt darauf hinzuweisen, sinnvollerweise auch in den Risikohinweisen.

Auch ist es ratsam, die Grundlagen des Gesuchs an die FINMA schon mal vorzubereiten und bereit zu halten. Wird das Gesuch gestellt werden müssen, ist die Zeit nämlich auf jeden Fall sehr knapp.

7. Würdigung

Diskussionslos ist es sinnvoll, den Marktteilnehmern möglichst viele Möglichkeiten zur Liquiditätssteuerung zu geben. So reiht sich diese Bestimmung an andere Bestimmungen, die ähnliche Massnahmen vorsehen, insbesondere das Gating (Art. 109 Abs. 5 und 6 KKV).

Die Erfahrung aus der Finanzkrise 2007 / 2008 zeigt aber, dass sich die Illiquidität vormals liquider Anlagen rasant entwickelt. Gleich verhielt es sich zu Beginn des Angriffskriegs Russlands gegen die Ukraine, als russische Wertpapiere von einem Tag auf den andern illiquide wurden.

Dieses plötzliche Auftreten der Illiquidität steht im Widerspruch zum langwierigen Prozess zur Schaffung von Side Pockets, der geprägt ist durch ein formelles Gesuch, das eine Vielzahl von detaillierten Angaben verlangt und von der FINMA geprüft, genehmigt und anschliessend publiziert werden muss.

Entsprechend wäre es begrüßenswert gewesen, der Bundesrat hätte bereits heute eine praktikable Verordnungsbestimmung erlassen. Das Argument im Erläuterungsbericht, der Anlegerschutz lasse keine andere Möglichkeit zu, ist denn kaum stichhaltig. Der Anlegerschutz kann auch durch eine detaillierte Bestimmung im Fondsvertrag und im Prospekt erreicht werden, denen der Anleger durch die Zeichnung ja zustimmt.

Zürich, März 2024

Autoren und Autorinnen:

Dominik Oberholzer

Rechtsanwalt, Partner, Dr. iur., LL.M.

Armin Kühne

Rechtsanwalt, Partner, Dr. iur.

Luca Bianchi

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

Sarah Mostafa

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

Michael Kremer

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

Rim Zaouia

Rechtsanwältin, Associate, MLaw, LL.M.

Art. 110a Segregierung einzelner Anlagen

¹ Die FINMA kann auf begründeten Antrag der Fondsleitung oder der SICAV in aussergewöhnlichen Fällen, wenn dies im Interesse der Gesamtheit der Anlegerinnen und Anleger liegt und sofern der Fondsvertrag oder das Anlagereglement dies vorsieht, die Segregierung einzelner illiquider Anlagen einer kollektiven Kapitalanlage (Side Pockets) genehmigen.

² Die Fondsleitung oder die SICAV muss ihren Entscheid zur Segregierung nach der Genehmigung durch die FINMA in den Publikationsorganen veröffentlichen.