



Schweizerische Juristen-Zeitung  
Revue Suisse de Jurisprudence

**Redaktion**

**Dr. Gaudenz G. Zindel, Rechtsanwalt**

**Dr. Hans Schmid, a. Oberrichter**

**Prof. Dr. Pascal Pichonnaz**

Erscheint jeden Monat am 1. und 15.

Paraît le 1<sup>er</sup> et le 15 de chaque mois

**15**

**1. August 2015, 111. Jahrgang**

**Droht das Aussterben der unabhängigen  
Vermögensverwalter in der Schweiz?**

*Empirische Betrachtung zu den Folgen der Einführung einer  
staatlichen Aufsicht in Deutschland, Liechtenstein,  
Grossbritannien und Frankreich*

Prof. Rolf Sethe, LL.M., Universität Zürich (Zürich), und  
Fabio Andreotti, MLaw (Zürich)

**Vorabdruck zum persönlichen Gebrauch  
Sperrfrist bis zur Publikation am 1. August 2015**

# Droht das Aussterben der unabhängigen Vermögensverwalter in der Schweiz?

## *Empirische Betrachtung zu den Folgen der Einführung einer staatlichen Aufsicht in Deutschland, Liechtenstein, Grossbritannien und Frankreich\**

Prof. Dr. iur. Rolf Sethe, LL.M., Universität Zürich (Zürich), und Fabio Andreotti, MLaw (Zürich)

### I. Einleitung

Am 25. Juni 2014 wurden der Vorentwurf eines Bundesgesetzes über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) und der Vorentwurf eines Bundesgesetzes über die Finanzinstitute (FINIG) in die Vernehmlassung gegeben. In der darauf folgenden Diskussion der interessierten Kreise wurde die Ansicht geäussert, dass sich die im Gesetzgebungsvorhaben beabsichtigte Einführung einer prudenziellen Aufsicht über unabhängige Vermögensverwalter (UVV) negativ auf die Zahl der UVV auswirken wird. Der vorliegende Beitrag versucht, nachzuzeichnen, wie sich die Unterstellung von UVV unter eine staatliche Aufsicht in Deutschland, Liechtenstein, Grossbritannien und Frankreich ausgewirkt hat. Es wird zudem versucht, Rückschlüsse für die schweizerische unabhängige Vermögensverwaltungslandschaft zu ziehen. Nach der Darstellung der verwendeten Methodik (II.) werden die empirischen Daten für die Länder Schweiz, Deutschland, Liechtenstein, Grossbritannien und Frankreich dargestellt und vor ihrem regulatorischen Kontext interpretiert (III.). Im Fazit werden die ermittelten Daten einander gegenübergestellt (IV.).

### II. Methodische Ausgangslage

#### 1. Begriff des Vermögensverwalters

Bei der Verwaltung wirtschaftlich fremden Vermögens werden herkömmlich zwei Arten unterschieden. Zum einen findet sich die kollektive Vermögensverwaltung, die in der Schweiz als kollektive Kapitalanlage bezeichnet wird,

*Gestützt auf eine Analyse des Marktes für unabhängige Vermögensverwaltungen in Deutschland, Frankreich, Grossbritannien sowie im Fürstentum Liechtenstein zeigen die Autoren auf, wie sich die Einführung einer staatlichen Aufsicht über die unabhängigen Vermögensverwalter auf deren Bestand und die verwalteten Vermögen (assets under management) in diesen Ländern ausgewirkt hat. Anhand des Datenmaterials lässt sich die These, wonach die Einführung einer staatlichen Aufsicht zu einer erheblichen Abnahme unabhängiger Vermögensverwalter führt, nicht in allen untersuchten Staaten belegen. In Bezug auf den Schweizer Markt seien keine gesicherten Aussagen über dessen Widerstandsfähigkeit möglich. Naheliegend sei aber, dass die FINIG/FIDLEG-Regulierung die Anzahl unabhängiger Vermögensverwalter reduzieren werde, da es zu Fusionen und Geschäftsaufgaben kommen werde. Das Marktsegment der unabhängigen Vermögensverwalter müsse dadurch aber nicht automatisch kleiner werden. Zudem könne der Zugang zum EU-Markt kompensatorisch wirken.*

*Zi.*

*Se fondant sur une analyse du marché des gestionnaires de fortune indépendants en Allemagne, en France, en Grande-Bretagne et dans la Principauté du Liechtenstein, les auteurs montrent comment l'introduction d'un contrôle étatique des gestionnaires de fortune indépendants a eu un impact sur l'existence de ceux-ci et sur les actifs sous gestion (assets under management) dans ces divers pays. A l'aide de ces données, il n'est pas possible de démontrer dans tous les Etats considérés la thèse selon laquelle l'introduction d'un contrôle étatique conduirait à une réduction significative des gestionnaires de fortune indépendants. En lien avec le marché suisse, on ne peut faire aucune affirmation sûre de la capacité de résistance de celui-ci. Il est toutefois facile de comprendre que la réglementation LSFIn et LEFin va réduire le nombre de gestionnaires indépendants, en raison de fusions ou de cessations d'activité. Le segment de marché des gestionnaires de fortune indépendants ne sera toutefois pas automatiquement plus petit. En outre, l'accès au marché de l'UE pourrait compenser les pertes.*

*P.P.*

\* Der Beitrag beruht auf einem Gutachten für das Eidg. Finanzdepartement. Es ist im Rahmen des universitären Forschungsschwerpunkts Finanzmarktregulierung <www.finreg.uzh.ch> entstanden.

in anderen Staaten als Investmentrecht. Sie wird jeweils staatlich beaufsichtigt.<sup>1</sup> Zum anderen findet sich die Verwaltung von Kundenvermögen auf individueller Basis, die in der Schweiz als Vermögensverwaltung, in anderen Staaten als Finanzportfolioverwaltung (oder ähnlichen Begriffen der jeweiligen Landessprache) bezeichnet wird.

## 2. Gewinnung der Daten

Die im Aufsichtsrecht klare Unterscheidung zwischen der kollektiven Vermögensverwaltung («Asset Management») und der individuellen Vermögensverwaltung spiegelt sich in den untersuchten Staaten leider nicht in einer ebenso klaren Unterscheidung hinsichtlich der vorhandenen Daten zu den Anbieterkategorien wider. Dies erschwert die Gewinnung von Erkenntnissen über die dortigen Entwicklungen nach Einführung einer staatlichen Aufsicht.

Der vorliegende Beitrag greift primär auf öffentliches und auf Anfrage von Behörden und Verbänden zur Verfügung gestelltes Zahlenmaterial zurück. Wo es sich um Einzelauskünfte von Behörden und privaten Verbänden per Telefon oder E-Mail handelt, wird explizit im Text oder in den Fussnoten darauf hingewiesen.

## 3. Erhebung und Auswertung der Daten

In Bezug auf die *Erhebung* der Daten haben sich einige Schwierigkeiten<sup>2</sup> ergeben: So war das Zahlenmaterial, insbesondere für die Zeit vor Einführung der staatlichen Aufsicht, sehr dürftig. Bei einigen Datensätzen wechselten die jeweiligen Aufsichtsbehörden mehrfach die Erhebungsmethodik während des untersuchten Zeitraums. Oft waren die Daten auch zu unspezifisch, da die Vermögensverwaltung nur eine Teil- bzw. Schnittmenge einer veröffentlichten Zahl darstellte. Zudem waren bestimmte Zahlen nicht in allen untersuchten Rechtsordnungen verfügbar.

Auch die *Auswertung* («Interpretation») des Zahlenmaterials brachte einige Probleme mit sich. So liess sich innerhalb einer Rechtsordnung das zur Verfügung stehende Zahlenmaterial nur eingeschränkt vergleichen, da unterschiedliche Aufsichtsbehörden ihre Zahlen in unterschiedlicher Weise erhoben haben. Noch gravierender wa-

ren Unterschiede im Hinblick auf das Zahlenmaterial aus unterschiedlichen Jurisdiktionen (z.B. aufgrund unterschiedlicher Rechtsauffassungen und Begrifflichkeiten) – trotz der Tendenz einer europarechtlichen Konvergenz. Auch die Interpretation des Zahlenmaterials erwies sich als schwierig, denn über das Vorliegen (einfacher) Kausalität und blosser Korrelation zwischen Regulierung und quantitativen Veränderungen können nur sehr vereinzelt einigermaßen sichere Aussagen gemacht werden.

## III. Ermittelte Daten

### 1. Schweiz

#### 1.1 Einleitung

Die (individuelle) Vermögensverwaltung wird von zwei Arten von Finanzintermediären angeboten. Der ganz überwiegende Teil der Vermögensverwaltungskunden wird in der Schweiz von staatlich beaufsichtigten Banken betreut.<sup>3</sup> Die übrigen Kunden haben einen unabhängigen (resp. externen) Vermögensverwalter eingeschaltet. Darunter wird allgemein Folgendes verstanden: «Der unabhängige Vermögensverwalter betreut aufgrund eines Vermögensverwaltungsvertrages gewerbsmässig das Vermögen seiner Kunden und fällt im Rahmen der vereinbarten Anlagestrategie selbständig Anlageentscheide. Die Konto- und Depotführung sowie zumeist auch die Ausführung der einzelnen Anlageentscheide verbleiben bei einer Bank [...]»<sup>4</sup> Bislang unterliegen UWV in der Schweiz keiner staatlichen prudenziellen Aufsicht oder Verhaltensaufsicht, sofern sie

<sup>1</sup> In der Schweiz: Art. 13 Abs. 2 lit. f und 18 ff. KAG. Vgl. auch Art. 31 Abs. 3 KAG. Vermögensverwalter nach dem KAG können ebenfalls einzelne Portfolios individuell verwalten (Art. 18a Abs. 3 lit. b KAG).

<sup>2</sup> Infolge dieser Schwierigkeiten musste der Untersuchung eine sehr umfangreiche Suche nach Zahlenmaterial zugrunde gelegt werden. Aus Platzgründen sind jedoch nicht sämtliche angefragten Quellen aufgelistet, sondern nur solche, deren Inhalt dann auch konkret verwertet und zitiert werden konnte.

<sup>3</sup> Schweizer Vermögensverwalter mit Bankenstatus verwalteten Ende 2009 Vermögen von ca. CHF 5600 Mrd., für bankunabhängige Vermögensverwalter werden Assets under Management von rund CHF 600 Mrd. geschätzt, vgl. *SwissBanking*, Das Schweizer Vermögensverwaltungsgeschäft, Februar 2011, 13 f. Eine spätere Untersuchung (2011) kommt auf CHF 5300 Mrd. von Banken in der Schweiz verwaltete Vermögen, siehe *SwissBanking*, Factsheet – Der Finanzplatz Schweiz und seine Bedeutung, Juli 2012, 5. Ende 2012 wurde das verwaltete Vermögen auf CHF 5565 Mrd. geschätzt, wobei wiederum auch hier u.a. Verpflichtungen gegenüber Kunden in Spar- und Anlageform miteinberechnet wurden, *SwissBanking*, Vermögensverwaltung – global und in der Schweiz: Bestandsaufnahme und Branchentrends, November 2013, 16. Die jüngst erschienene Untersuchung der Deloitte AG kommt zum Ergebnis, dass «bloss» rund CHF 4000 Mrd. von der Schweiz aus verwaltet werden, siehe *Deloitte Consulting AG*, The Deloitte Wealth Management Centre Ranking 2015, 2015, 12.

<sup>4</sup> *Dieter Zobl/Stefan Kramer*, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 836.

keine kollektiven Kapitalanlagen oder Pensionskassengelder verwalten oder vertreiben.<sup>5</sup>

## 1.2. Zahlen und Interpretation

### 1.2.1 Bestand

In Bezug auf die Anzahl der UVV liegen Schätzungen aus unterschiedlichen Quellen vor: Die Expertenkommission Zimmerli schätzte die Zahl der Anbieter im Jahr 2005 auf 2200–2600,<sup>6</sup> Urs Zulauf (damals Leiter Rechtsdienst der Eidg. Bankenkommission) kam im selben Jahr auf 2000–2500 Anbieter.<sup>7</sup> Christian Bühler errechnete in seiner Dissertation 2612 Anbieter.<sup>8</sup> Spätere Schätzungen ermittelten ähnliche Zahlen: Die Webseite «Finanzplatz Zürich» des Zürcher Bankenverbandes kam 2009 auf 2600,<sup>9</sup> die FINMA in ihrem Vertriebsbericht 2010 sogar auf 2800–3600 Anbieter.<sup>10</sup> Die Finanzkrise hatte möglicherweise zur Folge, dass mehr Bankberater sich selbständig machten. Kunden haben zudem unter Umständen vermehrt die Bedeutung einer unabhängigen Beratung erkannt. Die Handelsregistereinträge sind jedoch seit 2010 wieder rückläufig.<sup>11</sup> Es wurden auch 2012 rund 2500 Anbieter geschätzt.<sup>12</sup> Für die Abschätzung der Regulierungsfolgen des FINIG auf den Markt eruierte ein Gutachten der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften (ZHAW) 2014 bloss noch rund 2300 Anbieter, deren primäre Geschäftstätigkeit die

unabhängige Vermögensverwaltung darstellt.<sup>13</sup> Fachleute gehen für die Zukunft – unabhängig von der künftigen Ausgestaltung der Regulierung – von einer rückläufigen Tendenz dieses Marktsegments aus. Sie schätzen, dass die «Weissgeldstrategie» des Bundesrates Einfluss auf die Branche haben und der Kampf um Assets zunehmen wird, die Margen sinken und Vermögensverwalter zunehmend das Pensionsalter erreichen werden.<sup>14</sup>

Rückschlüsse auf die Anzahl der UVV lassen sich auch aus der Geldwäschereigesetzgebung gewinnen. Die Vermögensverwaltung fällt als typische «Finanzintermediation» im Sinne von Art. 2 Abs. 3 lit. e–g GwG unter das Geldwäschereigesetz.<sup>15</sup> Vermögensverwalter haben sich darum einer Selbstregulierungsorganisation (SRO) anzuschliessen oder sich der FINMA direkt zu unterstellen (DUF).<sup>16</sup> Wenn man beispielsweise die Zahlen der zwei grössten SRO in Bezug auf die angeschlossenen Vermögensverwalter, des Verbands Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV) und des Vereins zur Qualitätssicherung von Finanzdienstleistungen (VQF), betrachtet, dann ist ein positiver Trend in der Mitgliederzahl deutlich erkennbar. So wuchs der VSV von 748 Mitgliedern 2004 auf 924 Mitglieder 2014 (ca. +23,5%).<sup>17</sup> Der VQF wuchs seinerseits von 243 Mitgliedern 2009 auf 364 Mitglieder 2014 (ca. +50%).<sup>18</sup> Anders stellt sich die Lage bei der Association Romande des Intermédiaires Financiers (ARIF) dar, deren Mitgliederzahl von ca. 178 im Jahr 2010 auf ca. 145 im Jahr 2014 gesunken ist (ca. –18,5%).<sup>19</sup> Abnehmend ist auch die Zahl der der FINMA direkt unterstellten Finanzintermediäre (DUF), deren Entwicklung freilich aufgrund des weiten Geltungsbereichs des GwG<sup>20</sup> bloss ein Indikator für den Markt der Vermögensverwalter darstellen kann. Im Jahr 2007 waren es 412, im Jahr 2013 noch 310 direkt unterstellte Finanzintermediäre.<sup>21</sup> Im April dieses Jahres waren

<sup>5</sup> Jean-Marc Schaller, Handbuch des Vermögensverwaltungsrecht, Zürich 2013, N 695 ff.

<sup>6</sup> III. Teilbericht der Expertenkommission Zimmerli, Erweiterung der prudentiellen Aufsicht, 2005, 9.

<sup>7</sup> Urs Zulauf, (Über-)Regulierung für Vermögensverwalter?, denaris 3 2006 23, <[http://www.finma.ch/archiv/ebk/d/dossiers/pdf/Denaris\\_Zulauf.pdf](http://www.finma.ch/archiv/ebk/d/dossiers/pdf/Denaris_Zulauf.pdf)>.

<sup>8</sup> Christian Bühler, Unabhängige Vermögensverwalter in der Schweiz, Diss. Zürich 2006, 37, 152 f.

<sup>9</sup> <<http://finanzplatz-zuerich.ch/Akteure/Finanzakteure/Verm%C3%B6gensverwalter/tabid/120/language/de-CH/Default.aspx>>.

<sup>10</sup> Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA), Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden – Stand, Mängel und Handlungsoptionen («FINMA-Vertriebsbericht 2010»), Oktober 2010, 14, 55.

<sup>11</sup> Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften (ZHAW), Regulierungskostenanalyse zum Finanzinstitutengesetz (FINIG). Schlussbericht, 6. Mai 2014, 14 f. Zu einem vergleichbaren Ergebnis gelangten bereits Beat Bernet/Matthias Hoffmann/Andreas Mattig, Der Schweizer Parabankebereich. Bestandesaufnahme und strategische Herausforderungen, 2008, 40 f.

<sup>12</sup> René Maier, Externe Vermögensverwalter an der Leine, Schweizer Bank 03 2012 10, 11, <[http://www.wmpartners.ch/fileadmin/Downloads/In\\_den\\_Medien/2012/20120331\\_Schweizer\\_Bank\\_Externe\\_Vermögensverwalter\\_-\\_An\\_der\\_Leine.pdf](http://www.wmpartners.ch/fileadmin/Downloads/In_den_Medien/2012/20120331_Schweizer_Bank_Externe_Vermögensverwalter_-_An_der_Leine.pdf)>.

<sup>13</sup> ZHAW (Fn. 11) 13.

<sup>14</sup> Siehe ZHAW (Fn. 11) 13, 47.

<sup>15</sup> Vgl. auch Art. 6 Abs. 1 lit. a VBF und FINMA-RS 2011/1 «Finanzintermediation nach GwG», 20. Oktober 2010, Rz. 90 ff.

<sup>16</sup> Art. 12 lit. c und 14 GwG.

<sup>17</sup> Vgl. VSV, Geschäftsbericht 2005, 20; VSV, Geschäftsbericht 2014, 11.

<sup>18</sup> VQF, Geschäftsbericht 2009, 10; VQF, Geschäftsbericht 2014, 7.

<sup>19</sup> ARIF, Rapport annuel 2009–2010, 2; ARIF, Rapport annuel 2013–2014, 4.

<sup>20</sup> Erfasst werden alle «Finanzintermediäre» im Sinne des GwG, d.h. unter anderem auch Treuhänder, Rechtsanwälte und Notare, die als solche Finanzintermediäre qualifizieren, die jedoch keine klassische Vermögensverwaltung betreiben, vgl. Art. 2 Abs. 3 GwG.

<sup>21</sup> Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei, Jahresbericht 2007, 26; FINMA, Jahresbericht 2013, 107.

es schliesslich noch 244 Finanzintermediäre, die sich der FINMA direkt unterstellt haben.<sup>22</sup>

Unabhängig davon, wie hoch nun die aktuelle Bestandszahl liegt, kann man für die Schweiz von einer überdurchschnittlich hohen Bedeutung des externen Vermögensverwaltungsmarktes sprechen.<sup>23</sup> Der Anteil des Parabankenbereichs<sup>24</sup> am schweizerischen Bruttoinlandprodukt (BIP) beträgt rund 1%, was gut CHF 6,84 Mrd. Umsatz per 2014 entspricht (gesamter Finanzsektor 15% des BIP resp. CHF 95 Mrd. Umsatz).<sup>25</sup>

### 1.2.2 Anzahl Mitarbeitende und Assets under Management

Ein Grossteil der UVV beschäftigt nicht mehr als fünf Mitarbeiter, die Mehrheit der Anbieter sogar bloss zwei Angestellte. Schätzungsweise 7500–8500 Personen beschäftigt die Branche insgesamt.<sup>26</sup>

Rund CHF 600 Mrd. werden von nicht bankenabhängigen Vermögensverwaltern in der Schweiz verwaltet.<sup>27</sup> Per Ende 2008 wurde der Marktanteil der unabhängigen Vermögensverwalter auf rund 14% geschätzt.<sup>28</sup> Eine andere Quelle geht von CHF 560 Mrd. aus, was einem Marktanteil von ca. 10% an den gesamthaft in der Schweiz verwalteten Kundenvermögen entsprechen soll.<sup>29</sup>

### 1.3 Potenzielle Regulierungsfolgen aufgrund der FINIG/FIDLEG-Vorlage

Gemäss dem Vernehmlassungsentwurf zum FINIG unterliegen in Zukunft grundsätzlich alle Personen, die gewerbmässig Vermögenswerte für Rechnung Dritter anlegen und verwalten, einer Bewilligungspflicht der Aufsichtsbehörde.<sup>30</sup> Damit unterstehen künftig auch unabhängige Vermögensverwalter der prudenziellen Aufsicht durch die FINMA.<sup>31</sup> Des Weiteren soll in Zukunft zwischen Vermögensverwaltern und qualifizierten Vermögensverwaltern von Kollektivvermögen (sog. «Asset Manager», z.B. kollektive Kapitalanlagen, Pensionskassenvermögen) unterschieden werden.<sup>32</sup> Die Unterstellung gemäss Vernehmlassungsentwurf zum FINIG kann – nach den zur Diskussion stehenden Alternativvorschlägen – direkt unter die FINMA erfolgen oder unter eine separate Aufsichtsbehörde.<sup>33</sup>

Der Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements (EFD) zur Abschätzung der FINIG/FIDLEG-Regulierungsfolgen schreibt zu den potenziellen Konsequenzen für die bisher nicht beaufsichtigten Vermögensverwalter: «[...] Diejenigen Vermögensverwalter, die nicht (oder nicht mehr) von der Übergangsregelung [sog. «Grandfathering»] hinsichtlich der prudenziellen Beaufsichtigung betroffen sind, dürften entweder ihre Strukturen möglichst rasch anpassen oder versuchen, ihr Geschäftsmodell auf die reine Anlageberatung einzuschränken, um so die höheren Kosten einer prudenziellen Aufsicht zu vermeiden. Die Struktur- und Wachstumsanpassung kann dabei entweder durch eigenes, organisches Wachstum geschehen oder durch Fusionen und Übernahmen. Auch das Einstellen der Geschäftstätigkeiten kann eine Option sein. Die Kosten als Folge der neuen regulatorischen Anforderungen dürften insbesondere für kleinere Vermögensverwalter ins Gewicht fallen. Mit Abwanderungen von Vermögensverwaltern ins Ausland ist hingegen kaum zu rechnen, da auch international und ins-

<sup>22</sup> Vgl. die Zahlen vom 15. April 2015, <[http://www.finma.ch/institute/pdf\\_d/ddufi.pdf](http://www.finma.ch/institute/pdf_d/ddufi.pdf)>.

<sup>23</sup> Siehe *Bernet/Hoffmann/Mattig* (Fn. 11) 7, die von «grosse[r] Bedeutung des Sektors für die schweizerische Volkswirtschaft und für den Finanzplatz» sprechen, siehe ferner 9, 78.

<sup>24</sup> Der Begriff «Parabanken» kann definiert werden als die Gruppe sämtlicher Marktteilnehmer, die aufgrund ihrer Tätigkeit zwar dem GwG als Finanzintermediäre oder weiterführenden regulatorischen bzw. gesetzlichen Vorschriften, nicht aber spezialgesetzlichen Grundlagen wie dem VAG oder dem BankG unterstellt sind. Dazu gehören beispielsweise Marktteilnehmer, die keine Depositen entgegennehmen. Siehe hierzu *Bernet/Hoffmann/Mattig* (Fn. 11) 10 f.

<sup>25</sup> Vgl. *Bernet/Hoffmann/Mattig* (Fn. 11) 7, die jedoch von CHF 8 Mrd. bei 1% BIP-Wertschöpfungsanteil des Parabankenbereichs ausgehen. Für das Jahr 2014 war das BIP der Schweiz jedoch mit CHF 684 Mrd. immer noch weit tiefer. Demgegenüber weisen andere Zahlen (2011), die jedoch nur direkte Effekte miteinbeziehen, lediglich 6,2% Wertschöpfung für den Bankensektor resp. 10,3% für den gesamten Finanzsektor inkl. Versicherungssektor aus, siehe *SwissBanking 2012* (Fn. 3) 3.

<sup>26</sup> *Eidgenössisches Finanzdepartement*, Regulierungsfolgenabschätzung zum Finanzdienstleistungsgesetz FIDLEG und zum Finanzinstitutsgesetz FINIG, 26. Juni 2014, 31.

<sup>27</sup> *SwissBanking 2011* (Fn. 3) 13 f.; *Maier* (Fn. 12) 11.

<sup>28</sup> *Bernet/Hoffmann/Mattig* (Fn. 11) 32.

<sup>29</sup> *Eidgenössisches Finanzdepartement*, Regulierungsfolgenabschätzung (Fn. 26) 31.

<sup>30</sup> *Eidgenössisches Finanzdepartement*, Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage FIDLEG und FINIG, 26. Juni 2014, 22; *Eidgenössisches Finanzdepartement*, Regulierungsfolgenabschätzung (Fn. 26) 12.

<sup>31</sup> *Eidgenössisches Finanzdepartement*, Erläuternder Bericht (Fn. 30) 21. Vgl. Art. 2 Abs. 1 FINIG im Entwurf zur Vernehmlassungsvorlage.

<sup>32</sup> Siehe Art. 17 ff., 21 ff. FINIG im Entwurf zur Vernehmlassungsvorlage.

<sup>33</sup> Art. 82 FINIG im Entwurf zur Vernehmlassungsvorlage. Siehe zu den beiden Vorschlägen *Eidgenössisches Finanzdepartement*, Erläuternder Bericht (Fn. 30) 23, 141 f.

besondere im EU/EWR-Raum der Kundenschutz gestärkt wird bzw. gestärkt wurde.»<sup>34</sup>

Es ist grundsätzlich unbestritten, dass Regulierung die direkten Kosten (z.B. Initialkosten im Rahmen des Bewilligungsverfahrens, laufende Kosten aufgrund von Handlungspflichten) und indirekten Kosten (vor allem Opportunitätskosten<sup>35</sup> bezüglich der Geschäftstätigkeit) ansteigen lassen.<sup>36</sup> Von der Gültigkeit dieses allgemeinen Prinzips ist auch mit Blick auf die Kostenfolgen der FINIG/FIDLEG-Vorlage für die unabhängige Vermögensverwaltung auszugehen. Die höheren Compliance- und Opportunitätskosten können unter Umständen durch einen verbesserten Marktzugang und höheres Anlegervertrauen in die Branche teilweise kompensiert werden.<sup>37</sup> Auch die vorgesehene «Grandfathering»-Ausnahme mag einen Kostenanstieg für die davon erfassten UW verhindern. Infolge der höheren Ausübungskosten der Vermögensverwaltung ist zumindest in der Theorie mit dem Marktaustritt (oder mit Zusammenschlüssen) derjenigen Marktteilnehmer zu rechnen, die heute knapp über oder gänzlich an der Ertragsschwelle «produzieren». Es ist also von einem Rückgang der Anzahl an UW in der Schweiz auszugehen. Wie es sich in Bezug auf die Assets under Management und die Anzahl Mitarbeitende verhalten wird, kann nicht vorausgesagt werden, da es beispielsweise zu einer Fusionswelle kommen kann, sodass der Marktanteil der UW insgesamt stabil bleiben würde. Nicht vorhersehbar ist auch, ob ein allfälliger Marktzugang zur EU den Bestand an UW stabilisieren wird.

## 2. Deutschland

### 2.1 Einleitung

Wer im Inland, dem Geltungsbereich des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG), gewerbsmässig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Finanzdienstleistungen erbrin-

gen will, bedarf grundsätzlich der schriftlichen Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (§ 32 Abs. 1 KWG). Finanzdienstleistungsinstitute sind nach § 1 Abs. 1a Satz 1 KWG solche Unternehmen, die Finanzdienstleistungen für andere gewerbsmässig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erforderlich macht. Die Verwaltung einzelner in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum («Finanzportfolioverwaltung») stellt seit dem 1.1.1998 eine solche erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung im Sinne des KWG und des WpHG dar (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG, § 2 Abs. 3 Nr. 7 WpHG). «Wesentliches Kriterium für eine Einstufung als Finanzportfolioverwalter ist das Vorhandensein von Entscheidungsspielraum bei den zu treffenden Anlageentscheidungen. Ein Entscheidungsspielraum ist gegeben, wenn die konkreten Anlageentscheidungen im eigenen Ermessen des Verwalters liegen. Wertpapiere hat der Finanzportfolioverwalter in einem Wertpapierdepot des Kunden bei einem Kreditinstitut [Depotbank] verwahren zu lassen; andernfalls bedarf er einer Erlaubnis zum Betreiben des Depotgeschäfts und wäre damit selbst Kreditinstitut.»<sup>38</sup>

Auch die als kollektive Vermögensverwalter tätigen Kapitalverwaltungsgesellschaften – früher als Kapitalanlagegesellschaften bezeichnet – können die individuelle Vermögensverwaltung als weitere (erlaubnispflichtige) Tätigkeit neben der standardisierten kollektiven Vermögensverwaltung erbringen.<sup>39</sup>

Keiner Erlaubnis nach KWG bedürfen Anbieter, die ausschliesslich die Finanzportfolioverwaltung und Anlageverwaltung erbringen, sofern die Finanzportfolioverwaltung und Anlageverwaltung nur auf Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 des Vermögensanlagegesetzes oder von geschlossenen AIF im Sinne des § 1 Abs. 5 des Kapitalanlagegesetzbuchs beschränkt erbracht werden (§ 2 Abs. 6 Nr. 20 KWG).

<sup>34</sup> Eidgenössisches Finanzdepartement, Regulierungsfolgenabschätzung (Fn. 26) 38, siehe ferner auch 33 ff., 40 ff.

<sup>35</sup> Opportunitätskosten sind entgangener Umsatz resp. Gewinn eines Unternehmens, weil das Unternehmen bestimmten regulatorischen Anforderungen anstelle dessen eigentlicher Geschäftstätigkeit nachzukommen hat.

<sup>36</sup> Für die direkten Kosten des FINIG/FIDLEG-Regulierungsvorhabens siehe ZHAW (Fn. 11) 20 ff. Siehe bezüglich Schwierigkeit, die Opportunitätskosten zu beziffern, ebd., 25 sowie Eidgenössisches Finanzdepartement, Regulierungsfolgenabschätzung (Fn. 26) 35.

<sup>37</sup> So die Annahme in Eidgenössisches Finanzdepartement, Regulierungsfolgenabschätzung (Fn. 26) 41 f.

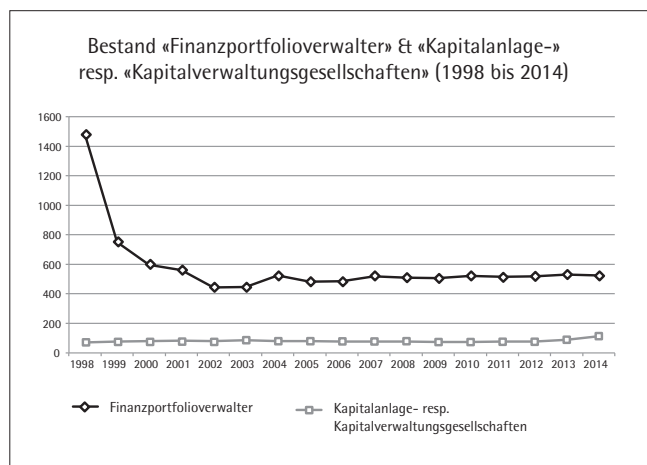
<sup>38</sup> Deutsche Bundesbank, Merkblatt über die Erteilung einer Erlaubnis zum Erbringen von Finanzdienstleistungen gemäß § 32 Absatz 1 KWG, 5. September 2014, 5 f., <[https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Aufgaben/Bankenaufsicht/Informationen\\_Merkblaetter/merkblatt\\_ueber\\_die\\_erteilung\\_einer\\_erlaubnis\\_zum\\_erbringen\\_von\\_finanzdienstleistungen.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Aufgaben/Bankenaufsicht/Informationen_Merkblaetter/merkblatt_ueber_die_erteilung_einer_erlaubnis_zum_erbringen_von_finanzdienstleistungen.pdf?__blob=publicationFile)>.

<sup>39</sup> Siehe § 20 Abs. 2 und 3 KAGB; vgl. auch BaFin, Jahresbericht 2004, 179.

## 2.2 Zahlen und Interpretation

### 2.2.1 Bestand

Deutschland weist eine eindruckliche Entwicklung seit Einführung der staatlichen Aufsicht über die Finanzportfolioverwalter auf. In bloss einem Jahr seit der erstmaligen Erfassung der Bestandszahlen 1998 halbierte sich der Markt von 1473 auf 750 Anbieter.<sup>40</sup> Der Tiefpunkt war erst 2002 mit 443 Finanzportfolioverwaltern erreicht.<sup>41</sup> Seitdem hat sich der Markt nur moderat erholt: Ende 2014 zählte er 526 Anbieter.<sup>42</sup> In den vergangenen beiden Jahren 2013 und 2014 haben die Kapitalanlage- resp. Kapitalverwaltungsgesellschaften im Vergleich zu den Vorjahren überdurchschnittlich zugenommen.<sup>43</sup>



Der deutsche Markt für Vermögensverwaltung hat sich durch die gesetzlichen Novellen (Umsetzung der Europäischen Wertpapierdienstleistungs-RL durch die 6. KWG-Novelle von 1998<sup>44</sup>) stark verändert: Die gestiegenen Anforderungen haben die Berufsausübungskosten erhöht.<sup>45</sup>

Es ist zu einer sichtbaren Marktkonzentration in Deutschland gekommen.<sup>46</sup> Vergleicht man die deutsche Entwicklung mit derjenigen der anderen untersuchten Märkte, kann man für den deutschen Markt am ehesten von einer unmittelbaren Kausalität zwischen der Einführung der staatlichen Aufsicht und den deutlich gesunkenen Bestandszahlen sprechen.

Für die Zeit vor Einführung der Aufsicht im Jahre 1998 liegen nach Auskunft der BaFin keine Zahlen vor. Den damals bereits tätigen Finanzdienstleistungsinstituten, die über eine Gewerbeerlaubnis nach § 34c aGewO verfügten, wurde mittels einer Übergangsregelung (§ 64e Abs. 2 KWG) bei Anzeige innerhalb von drei Monaten nach Inkrafttreten der neuen Bestimmungen zum 1.1.1998 erlaubt, die bisherige Tätigkeit weiterzuführen. Die Übergangsregelung sollte gewährleisten, dass diese Unternehmen ihre Geschäfte legal weiterführen konnten («Grandfathering»). Die Überprüfung der Unterlagen wurde überwiegend in den Folgemonaten nachgeholt.<sup>47</sup> Innerhalb der Dreimonatsfrist gingen 7141 Erstanzeigen von *Finanzdienstleistungsinstituten* bei der Aufsichtsbehörde ein. Davon galten Ende 1998 3460 Unternehmen als aufsichtsrechtlich erlaubt; davon wiederum übten 1473 die Finanzportfolioverwaltung aus (siehe Chart unter III.2.2.1).<sup>48</sup> Die Gründe für die massive Diskrepanz zwischen Erstanzeigen und tatsächlicher Erlaubniserteilung waren laut Aufsichtsbehörde<sup>49</sup> mannigfaltig:

1. Viele der 7141 Erstanzeigen fielen gar nicht in den Anwendungsbereich des KWG.
2. Manche Unternehmen erbrachten bereits vor der Rechtsänderung Finanzdienstleistungen ohne gewerberechtliche Erlaubnis (§ 34c aGewO), weshalb die Erlaubnis nicht erteilt werden konnte.
3. In den meisten Fällen handelte es sich um Fälle von Vermittlern, die sich auf regulierte Finanzprodukte beschränkten (reine Fondsvermittler) oder die als sog. gebundene Agenten für andere Institute unter deren

<sup>40</sup> BaKred, Jahresbericht 1998, 66; BaKred, Jahresbericht 1999, 67.

<sup>41</sup> BaFin, Jahresbericht 2003 Teil A, 100.

<sup>42</sup> Zahl basiert auf einer direkten Anfrage bei der BaFin.

<sup>43</sup> Siehe BaFin, Jahresbericht 2014, 6.

<sup>44</sup> Die Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie in deutsches Recht erfolgte in zwei Schritten durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz vom 26.7.1994, BGBl. I 1749, und das Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtlicher Vorschriften (sog. Umsetzungsgesetz) vom 22.10.1997, BGBl. I 2518. Dessen Art. 1 betraf die Änderung des KWG und wird daher auch als die 6. KWG-Novelle bezeichnet.

<sup>45</sup> Kleinere Vermögensverwalter («AuM» <EUR 100 Mio.) scheinen dabei von den regulatorischen Kosten ungefähr doppelt so stark betroffen zu sein, vgl. dazu die Auswertung einer Umfrage im vergangenen Jahr durch das *Institut für Vermögensverwaltung (InV)* der Hoch-

schule Aschaffenburg, 27. November 2014, 12 der Kurzpräsentation, <<http://www.h-ab.de/uploads/media/ErgebnisseInVverkürzt.pdf>>. Gemäss derselben Studie wenden kleinere Vermögensverwalter zudem 26% ihrer Arbeitszeit für regulatorische Vorgaben auf, <[http://www.h-ab.de/uploads/media/Börsenzeitung\\_24.12.pdf](http://www.h-ab.de/uploads/media/Börsenzeitung_24.12.pdf)>.

<sup>46</sup> Rolf Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, Köln 2005, 413 f. (für die Zeit vor 1998 wird mit rund 7000 Finanzdienstleistern gerechnet, die anschliessend unter die neue Aufsicht fielen).

<sup>47</sup> BaKred, Jahresbericht 1997, Anhang 2, 1 f.; BaKred, Jahresbericht 1999, 62.

<sup>48</sup> BaKred, Jahresbericht 1998, 65 f.

<sup>49</sup> BaKred, Jahresbericht 1998, 65 f.

Haftungsdach tätig waren, und die damit gar nicht erlaubnispflichtig waren.

4. Viele Finanzdienstleistungsinstitute verzichteten auf ihre Erlaubnis und stellten ihre Tätigkeit ein. Sie begründeten ihren Entschluss laut Aufsichtsbehörde oft mit der mangelnden Rentabilität ihres Geschäftszweiges. Hierbei handelte es sich in erster Linie um Firmen, die zusätzlich zu anderen Dienstleistungen nur im geringen Umfang erlaubnispflichtige Finanzdienstleistungen anboten und erst nach der Erstanzeige detailliert die mit dem aufsichtspflichtigen Geschäft verbundenen Kosten und den hieraus zu erwartenden Ertrag geprüft bzw. kalkuliert hatten. Wie viele der davon betroffenen Unternehmen rein passive «Karteileichen» waren, geht aus den Unterlagen nicht hervor.<sup>50</sup> Gegen die Häufung von Karteileichen spricht die Tatsache, dass die Erstanzeige aktiv erbracht werden musste und keinem Automatismus folgte.<sup>51</sup>

Einige Finanzintermediäre haben nach Kenntnis der Verfasser ihre Tätigkeit auf Produkte des grauen (unregulierten) Kapitalmarkts (geschlossene Fonds, Publikumspersonengesellschaften, Treuhandvermögen) beschränkt. Da die 1998 eingeführte Aufsicht nur Vermögensverwalter von Finanzinstrumenten erfasste, liess sich auf diese Weise die Aufsicht und die mit ihr verbundenen Kosten vermeiden. Ein weiteres probates Mittel, um die Aufsicht zu vermeiden, war seinerzeit das Ausweichen auf die Anlageberatung, die als solche noch nicht unter einer Aufsicht stand.

Aufgrund des mit der hohen Anzahl von Erstanzeigen verbundenen Zeitaufwands verzögerte sich die Überprüfungsphase der Aufsichtsbehörde.<sup>52</sup> Die Marktkonsolidierung wurde damit erst in den Folgejahren (1999 f.) zahlenmässig sichtbar.

Für das Jahr 2014 wird die Anzahl Vermögensverwalter, die ausschliesslich *bankunabhängig* arbeiten, auf lediglich

350 bis 400 Anbieter geschätzt (bei einer Gesamtzahl um die 530 Anbieter).<sup>53</sup>

### 2.2.2 Anzahl Mitarbeitende und Assets under Management

Von den reinen Bestandszahlen abgesehen findet sich in Bezug auf den deutschen Markt nicht genügend Datenmaterial über die (unabhängige) individuelle Vermögensverwaltungsbranche,<sup>54</sup> um gesicherte Aussagen über eine allfällige Abwanderung von Mandaten ins Ausland und damit verbunden eine allfällige Abnahme der Assets under Management oder über die Anzahl Angestellter in der deutschen Vermögensverwaltungsbranche infolge der Einführung der staatlichen Aufsicht 1998 zu machen. Weder die angefragten öffentlichen (z.B. die BaFin, Bundesbank, Entschädigungseinrichtung EdW, das Statistische Bundesamt Destatis) noch die angefragten privaten Institutionen (Branchenverbände, die auf UVV spezialisierte Depotbank V-Bank) verfügen über gesicherte Daten über einen längeren Zeithorizont. Mangels eines zentralen Datenarchivs ist zudem die Konsultation der kommunalen Gewerbeaufsichtsämter für die Phase vor 1998, als Vermögensverwalter bloss einer allgemeinen gewerbepolizeilichen Registrierungspflicht nach der Gewerbeordnung unterlagen (§ 34c Abs. 1 Nr. 1 lit. b aGewO), mit ausserordentlich grossem Aufwand verbunden. Darum liegen für die Zeit vor Einführung der staatlichen Aufsicht im Jahre 1998 keine Vergleichszahlen vor.

Nach eigenen Aussagen führt die V-Bank – eine Bank, die sich auf bankunabhängige Vermögensverwalter fokussiert – die Depots von mehr als der Hälfte aller bankunabhängigen Vermögensverwalter (323). Die «Assets under Management» der V-Bank belaufen sich auf EUR 10 Mrd.<sup>55</sup> Schlüsse auf den Gesamtumfang der «AuM» der Branche daraus zu ziehen, ist jedoch nicht möglich. Die Gesamtzahl der im Private Banking tätigen Berater wird von der V-

<sup>50</sup> Immerhin wurde für das Jahr 2000 ausgewiesen, dass 42 Finanzdienstleistungsinstitute ihre Ergänzungsanzeigen nicht fristgerecht eingereicht hatten, weshalb sie nach § 64e Abs. 2 Satz 5 KWG ihre Übergangserlaubnis verloren hätten, vgl. *BaKred*, Jahresbericht 2000, 94.

<sup>51</sup> So spricht das BaKred auch davon, dass die Ergänzungsanzeigen oft unvollständig oder erst nach erneuter Mahnung eingereicht wurden, was gegen reine (passive) Unternehmenshüllen spricht, vgl. bspw. *BaKred*, Jahresbericht 1998, 55.

<sup>52</sup> *BaKred*, Jahresbericht 1998, 67; *BaKred*, Jahresbericht 2000, 94.

<sup>53</sup> Institut für Vermögensverwaltung (Fn. 45) 1, wo von ca. 350 Anbietern die Rede ist. In einem Bericht in *Börsen-Zeitung*, 24. Dezember 2014, 4 f., zur Studie ist von rund 400 Anbietern die Rede, <[http://www.h-ab.de/uploads/media/Börsenzeitung\\_24.12.pdf](http://www.h-ab.de/uploads/media/Börsenzeitung_24.12.pdf)>; siehe auch <[http://www.h-ab.de/uploads/media/Handelsblatt\\_24.10.01.pdf](http://www.h-ab.de/uploads/media/Handelsblatt_24.10.01.pdf)>.

<sup>54</sup> So bereits *Sethe* (Fn. 46) 366, 382. Dies wurde auch in der Praxis und Forschung erkannt, weshalb sich letztere in Zukunft vermehrt auf empirische Ergebnisse fokussieren soll, <<https://www.v-bank.com/presse/mitteilungen/v-bank-unterstutzt-wissenschaftliche-forschung-uber-unabhangige-vermogensverwalter>>.

<sup>55</sup> <<https://www.v-bank.com/presse/mitteilungen/betreutes-kunden-vermoegen-ueberschreitet-10-milliarden-euro-schwelle>>.



Bank im vergangenen Jahr auf 4000 bis 5000 Personen geschätzt, die jeweils mehr als EUR 30 Mio. an Kundenvermögen verwalten (insgesamt also EUR 120 bis 150 Mrd.).<sup>56</sup> Frühere Schätzungen gehen ebenfalls von einer ähnlichen Größenordnung aus (EUR 100 Mrd.).<sup>57</sup> In der Vergangenheit (2008) waren die Schätzungen auch tiefer (>EUR 40 Mrd.).<sup>58</sup> Weitere Vergleichszahlen fehlen jedoch. Der allgemeine Trend in der Zunahme der «AuM» in Deutschland beruht sowohl auf der positiven Performance bei der Verwaltung der Vermögen als auch auf Aufstockungen des verwalteten Vermögens durch bestehende Kunden.<sup>59</sup>

Vergleicht man diese Zahlen mit jenen der Schweizer Vermögensverwaltungsbranche, die im Jahr 2009 bankabhängig und -unabhängig rund CHF 6200 Mrd. verwaltete,<sup>60</sup> zeigt sich, dass Analogien zwischen Deutschland und der Schweiz nur sehr zurückhaltend gezogen werden können. Deutschland hat aufgrund der Zerstörungen zweier Weltkriege erst seit den 1980er-Jahren einen nennenswerten Markt für Vermögensverwaltungen. Aufgrund des im Vergleich zur Schweiz sehr viel geringeren Volumens an verwaltetem Vermögen führen regulatorische Eingriffe zu weit heftigeren Reaktionen im Markt, da ein kleiner Markt sensibler reagiert als ein grosser und damit robusterer.<sup>61</sup>

### 3. Liechtenstein

#### 3.1 Einleitung

Per 1.1.2006 trat in Liechtenstein das neue Vermögensverwaltungsgesetz (VVG)<sup>62</sup> in Kraft, welches die Vermögensverwaltungsgesellschaften unter die prudenzielle Aufsicht der Finanzmarktaufsicht Liechtensteins (FMA) stellt.<sup>63</sup> Das VVG dient der (Teil-)Umsetzung der Forderungen der MiFID I; sie erlaubt den bewilligten Gesellschaften, im gesamten EWR tätig zu werden und damit von der Niederlas-

sungsfreiheit und dem freien Dienstleistungsverkehr zu profitieren.<sup>64</sup> 2007 erfolgte dann eine Revision des Bankengesetzes,<sup>65</sup> mit der auch «grosse» Wertpapierfirmen mit erweitertem Tätigkeitsbereich,<sup>66</sup> wozu auch die Portfolioverwaltung zählt, der Aufsicht unterstellt wurden. Auch diese Reform diente der Umsetzung der MiFID I.<sup>67</sup> Damit waren ab 1.11.2007 alle Anbieter von Vermögensverwaltungen (Banken, Wertpapierfirmen und Vermögensverwaltungsgesellschaften) aufsichtsrechtlich erfasst.<sup>68</sup>

Bis Ende 2005 erfolgte die Bewilligung der Vermögensverwaltung auf Einzelkundenbasis (ohne eigentliche Aufsichtstätigkeit) nach dem Treuhändergesetz (vgl. Art. 7 Abs. 1 aTrHG).<sup>69</sup> Als nicht europarechtlich harmonisierte Finanzintermediäre konnten Treuhänder jedoch nicht von den EWR-Freiheiten profitieren.<sup>70</sup> Die FMA «beaufsichtigte» beispielsweise Ende 2004 398 Personen, die als Treuhänder tätig waren.<sup>71</sup> Als Folge der Einführung der Aufsicht wandelten sich insbesondere Treuhandgesellschaften zu Vermögensverwaltungsgesellschaften um.<sup>72</sup> Eine weitere Aufschlüsselung der Zahlen in Vermögensverwalter und übrige Treuhänder für die Jahre vor 2006 ist nach Auskunft von Behörden und privaten Verbänden (Treuhandkammer, VuVL) aufgrund fehlender Daten nicht möglich. Wiederum führt erst die Aufsichtstätigkeit zu einem gesicherten Kenntnisstand bezüglich Bestandsentwicklung.

Auch unter liechtensteinischem Aufsichtsrecht kann ein kollektiver Vermögensverwalter mittels Zusatzbewilligung Vermögensportfolios auf individueller Basis verwalten (Art. 24 Abs. 3 IUG, Art. 14 Abs. 2 lit. a UCITSG).

<sup>56</sup> <<https://www.v-bank.com/presse/mitteilungen/unabhaengigkeit-liegt-im-trend>>.

<sup>57</sup> <<http://guh-vermoegen.de/unabhaengige-vermoegensverwalter-auf-dem-vormarsch>>.

<sup>58</sup> <<https://www.v-bank.com/presse/mitteilungen/erste-unabhaengige-bank-fuer-vermoegensverwalter>>.

<sup>59</sup> Vgl. die Zusammenfassung der Studie des InVW in Börsen-Zeitung, 24. Dezember 2014, 4 f. <[http://www.h-ab.de/uploads/media/Börsenzeitung\\_24.12.pdf](http://www.h-ab.de/uploads/media/Börsenzeitung_24.12.pdf)>.

<sup>60</sup> *SwissBanking 2011* (Fn. 3) 13 f.

<sup>61</sup> Zur Entwicklung des deutschen Marktes Sethe (Fn. 46) 366 ff., 381 ff.

<sup>62</sup> Gesetz vom 25. November 2005 über die Vermögensverwaltung (Vermögensverwaltungsgesetz; VVG), LGBl. 2005, Nr. 278.

<sup>63</sup> Bewilligungspflicht gemäss Art. 5 VVG.

<sup>64</sup> FMA, Geschäftsbericht 2005, 66 f.; FMA, Geschäftsbericht 2008, X.

<sup>65</sup> Gesetz vom 20. September 2007 über die Abänderung des Bankengesetzes, LGBl. 2007, Nr. 261.

<sup>66</sup> Vgl. die Erwägung dazu in Berichte und Anträge der Regierung an den Landtag, BuA-Nr. 2007/65, <<http://buu.gmg.biz/BuA/default.aspx?year=2007&nr=65&content=2070338927&filter1=vvg>>.

<sup>67</sup> FMA, Geschäftsbericht 2006, 95; FMA, Geschäftsbericht 2007, 87.

<sup>68</sup> Siehe zur Genesis des Investmentrechts Günther Dobrauz-Saldapenna/Sabine Igel, Einführung in das liechtensteinische Investmentrecht, in Jesch/Klebeck/Dobrauz (Hrsg.), Investmentrecht. Handbuch zum Investmentrecht in Deutschland, Österreich, Schweiz, Luxemburg und Liechtenstein, München 2014, 306 f.

<sup>69</sup> FMA, Geschäftsbericht 2005, 61 f.; vgl. auch FMA, Geschäftsbericht 2007, 35.

<sup>70</sup> *Marxer & Partner Rechtsanwälte*, Liechtensteinisches Wirtschaftsrecht, Schaan 2009, 258.

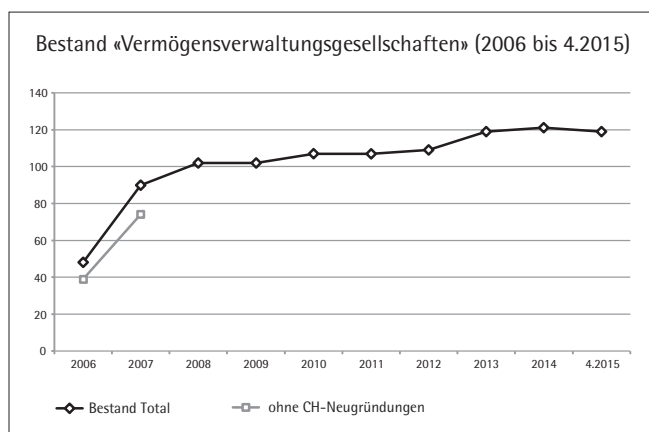
<sup>71</sup> FMA, Geschäftsbericht 2005, 56, 102.

<sup>72</sup> FMA, Geschäftsbericht 2006, 41; FMA, Geschäftsbericht 2007, 70.

### 3.2 Zahlen und Interpretation

#### 3.2.1 Bestand

Für die Zeit vor der Einführung der staatlichen Aufsicht fehlen Bestandszahlen. Die allgemeine Entwicklungstendenz der liechtensteinischen Vermögensverwaltungsgesellschaften ist seit 2006 positiv: Zu Beginn haben sich 48 Gesellschaften unterstellt.<sup>73</sup> Diese Zahl hat sich sodann im Jahr 2007 verdoppelt auf 90 unterstellte Anbieter.<sup>74</sup> In den Folgejahren hat ein leicht positiver Trend auf 119 Vermögensverwaltungsgesellschaften (per 7. April 2015) stattgefunden.<sup>75</sup>



Mit dem Inkrafttreten des VVG stieg die Anzahl an Bewilligungsgesuchen stark an. Die FMA schrieb diesbezüglich: «Die Abteilung Banken rechnet im ersten Jahr des neuen VVG mit einem grossen Aufkommen an Bewilligungsgesuchen. Neben dem sich in den ersten Wochen des Jahres 2006 bereits abzeichnenden Trend sprechen hierfür insbesondere auch die Übergangsbestimmungen für Personen mit bestehenden Treuhänderbewilligungen. Diese können ein vereinfachtes Bewilligungsprozedere beanspruchen.»<sup>76</sup> Das VVG wird als eigentliche Triebkraft hinter der positiven Entwicklung in Liechtenstein betrachtet.<sup>77</sup>

Die massive Zunahme in der Anzahl bewilligter Gesellschaften nach dem VVG zwischen 2006 und 2008 von über 100% ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass deutsche und österreichische sowie insbesondere schweizerische Anbieter ihre Betriebsstätte nach Liechtenstein

verlegt haben. Die geografische Aufteilung sah dabei wie folgt aus: 2006 stammten von 16 ausländischen Neugründungen 9 aus der Schweiz, 2 aus Deutschland und 5 aus Österreich; 2007 stammten von 11 ausländischen Neugründungen 7 aus der Schweiz, 3 aus Deutschland und 1 aus Österreich.<sup>78</sup> Der Bärenanteil der Neugründungen entfiel jedoch auf das Inland selber (2006: 10; 2007: 12).<sup>79</sup> Nach Aussage der FMA waren die ausländischen Neugründungen unmittelbar von der Absicht geleitet, vom EU-Pass gemäss MiFID I profitieren zu können.<sup>80</sup> Die damalige Entwicklung wird auch vom Branchenverband der unabhängigen Vermögensverwalter VuVL bestätigt. Allgemein sei der Bestand unabhängiger Vermögensverwalter vor 2006 bedeutend kleiner gewesen als heute. Eine ähnliche positive Entwicklung für den Vermögensverwaltungsplatz Liechtenstein wird auch für die Zukunft nach Umsetzung von MiFID II erwartet.<sup>81</sup> Das Jahr 2008 war sodann das Jahr der «Konsolidierung» nach der grossen Welle an Neubewilligungen in den Vorjahren.<sup>82</sup> Zudem mussten Vermögensverwalter, die bisher in der Form der Treuhandgesellschaft operierten, bis 2008 ihren Status ändern.<sup>83</sup> Gerade liechtensteinische Treuhandgesellschaften machten darum einen massgeblichen Teil der «neuen» Vermögensverwaltungsgesellschaften in den Wachstumsjahren 2006 und 2007 aus.<sup>84</sup>

Zusammenfassend kann man also festhalten, dass der Bestandsboom zwischen 2006 und 2008 einerseits der Übergangsfrist zugunsten der liechtensteinischen Treuhandgesellschaften, die bereits vor 2006 die Vermögensverwaltung betrieben haben, und andererseits – neben vielen liechtensteinischen – ausländischen, hier insbesondere schweizerischen Neugründungen geschuldet war. Jedoch kann man für den Markt insgesamt – auch nach einer Bereinigung um den Faktor «EU-Pass für Schweizer» – einen positiven Trend in der damaligen Phase feststel-

<sup>78</sup> Vgl. Fn. 77.

<sup>79</sup> Vgl. Fn. 77.

<sup>80</sup> Vgl. Fn. 77.

<sup>81</sup> Ernst & Young, Marktstudie MiFID II, Wesentliche Auswirkungen der MiFID II auf den Finanzplatz Liechtenstein, Juni 2013, 33, <[http://www2.eycom.ch/publications/items/mifid/201306\\_sifa/201306\\_SIFA\\_Marktstudie\\_MiFID\\_II.pdf](http://www2.eycom.ch/publications/items/mifid/201306_sifa/201306_SIFA_Marktstudie_MiFID_II.pdf)>.

<sup>82</sup> FMA, Geschäftsbericht 2008, 18.

<sup>83</sup> FMA, Geschäftsbericht 2008, 21.

<sup>84</sup> 2007 stammten 19 von 42 Umwandlungen resp. Neugründungen von bisherigen Treuhandgesellschaften, FMA, Geschäftsbericht 2007, 35. Bereits im Jahr 2006 waren 19 von 48 ehemalige Treuhandgesellschaften, FMA, Geschäftsbericht 2006, 41.

<sup>73</sup> FMA, Geschäftsbericht 2006, 41.

<sup>74</sup> FMA, Geschäftsbericht 2013, 94.

<sup>75</sup> Zahlen vom 7. April 2015, <<http://register.fma-li.li/index.php?idphp?id=141>>.

<sup>76</sup> FMA, Geschäftsbericht 2005, 23, FMA, Geschäftsbericht 2006, 44.

<sup>77</sup> FMA, Geschäftsbericht 2007, 35.

len.<sup>85</sup> Leider lassen sich für die AuM keine «schweizbereinigten» Zahlen produzieren, damit die Bestandszahlen in einen besser verständlichen Kontext gestellt werden könnten.

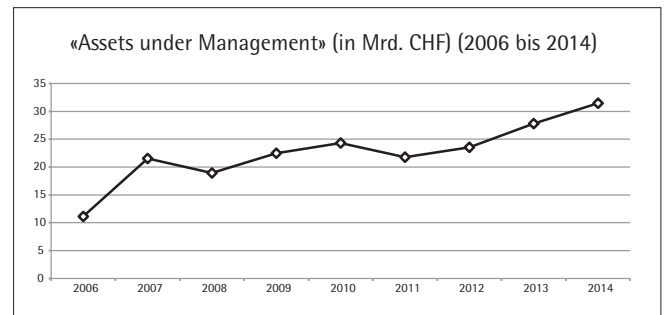
Vergleichbar mit dem EU-Mitglied Deutschland hat Liechtenstein über den EWR in den letzten Jahren grundsätzlich dieselben regulatorischen Novellen durchgemacht (z.B. MiFID I, OGAW-RL, AIFMD). Dass sich der Vermögensverwaltungsmarkt in Liechtenstein anders als der deutsche Markt entwickelt hat und einen Zuwachs an UVV zu verzeichnen hatte, liegt vor allem daran, dass Liechtenstein offensichtlich attraktive Rahmenbedingungen für UVV aus anderen Staaten bot, die deshalb nach Liechtenstein umzogen, aber aufgrund des neu eingeführten Europäischen Passes weiterhin ihre «Heimatmärkte» bedienen konnten (ausschliesslich Deutschland und Österreich). In absoluten Zahlen halten sich die Zuzüge aus jenen beiden Ländern, wie bereits oben ausgeführt, jedoch in Grenzen.<sup>86</sup> Insbesondere die geografische und institutionelle Nähe (z.B. Verwendung des Schweizer Frankens) zum Schweizer Markt war für die deutlich zahlreicheren Schweizer Neugründungen wohl ausschlaggebend, die diesen relativ einfach die Möglichkeit bot, sich in Liechtenstein niederzulassen und von dort aus mithilfe des Europäischen Passes im EU-Binnenmarkt ihre Leistungen anzubieten. Das massive Wachstum der Vermögensverwaltungsbranche zwischen 2006 und 2008, das in den Folgejahren in eine Konsolidierungsphase gemündet ist, dürfte darum wohl zu einem nicht unwesentlichen Teil diesem Standortvorteil im Sinne eines schweizbedingten Sonderfaktors zuzuschreiben sein.

### 3.2.2 Anzahl Mitarbeitende und Assets under Management

Die Entwicklung der Bestandszahlen widerspiegelt sich auch in den Zahlen zu den Mitarbeitenden der Vermögensverwaltungsbranche. Von 140 2006 stieg die Zahl auf 569 Mitarbeiter 2014.<sup>87</sup>

Die Datenlage zu den AuM in Liechtenstein ist sehr gut. Auch hier wiederum springt die Zahl zwischen 2006 und 2007 um rund 100% aufgrund der Einführung der Auf-

sicht: 2006 verwalteten Vermögensverwaltungsgesellschaften rund CHF 11,1 Mrd.,<sup>88</sup> 2007 waren es rund CHF 21,5 Mrd.<sup>89</sup> Im Folgejahr sanken die AuM auf unter CHF 19 Mrd.<sup>90</sup> Seitdem stiegen sie wieder, jedoch kurzzeitig rückläufig in 2011, auf CHF 31,4 Mrd. in 2014.<sup>91</sup>



Der Rückgang in der Anzahl Kundenbeziehungen (nicht als Chart dargestellt) Ende 2012 gegenüber Ende 2011 um fast 25% ist gemäss Angaben der FMA auf «den Marktaustritt von Gesellschaften zurückzuführen, die im Geschäft mit Kleinkunden tätig waren».<sup>92</sup> Die verwalteten Vermögen stiegen jedoch im gleichen Zeitraum um 8%. In welchem Kontext diese Austritte stattgefunden haben, geht aus den amtlichen Veröffentlichungen nicht hervor. Möglicherweise liegen die Gründe in der verschärften Umsetzung der OECD-Richtlinien zu Steuerdelikten (vgl. Erklärung Liechtensteins, 2009) und – wahrscheinlich entscheidender – den Anforderungen an Vermögensverwaltungsgesellschaften betreffend Hauptverwaltung im Inland durch die FMA.<sup>93</sup> Seit 2013 nimmt die Zahl der Kundenbeziehungen wieder zu; sie hat aber das Vorkrisenniveau längst noch nicht erreicht.<sup>94</sup>

Vorbehalte gegenüber der Aussagekraft der dargestellten Zahlen ergeben sich aus dem relativ kurzen Erfassungszeitraum. Es fehlen zudem, wie bereits ausgeführt, präzise Daten vor Einführung der Aufsicht im Jahr 2006. Die Steigerung der Assets under Management in den letzten Jahren entspricht zudem der allgemeinen Tendenz bei

<sup>85</sup> Dies galt grundsätzlich auch für die Entwicklungen in der Fondindustrie, siehe *Dobrauz-Saldapenna/Igel* (Fn. 68) 308.

<sup>86</sup> Zwischen 2006 und 2008 stammten aus Deutschland lediglich 5 und aus Österreich 6 Anbieter, vgl. *FMA*, Geschäftsbericht 2007, 35.

<sup>87</sup> *FMA*, Geschäftsbericht 2006, 41; *FMA*, Finanzmarkt Liechtenstein, Zahlen und Fakten zu den Finanzintermediären unter Aufsicht der FMA, Ausgabe 2015, 13.

<sup>88</sup> *FMA*, Finanzmarkt Liechtenstein, Zahlen und Fakten zu den Finanzintermediären unter Aufsicht der FMA, Ausgabe 2011, 13.

<sup>89</sup> Vgl. Fn. 88.

<sup>90</sup> Vgl. Fn. 88.

<sup>91</sup> *FMA*, Finanzmarkt Liechtenstein, Zahlen und Fakten zu den Finanzintermediären unter Aufsicht der FMA, Ausgabe 2015, 13.

<sup>92</sup> *FMA*, Finanzmarkt Liechtenstein, Zahlen und Fakten zu den Finanzintermediären unter Aufsicht der FMA, Ausgabe 2013, 13.

<sup>93</sup> Vgl. zu letzterem Punkt bspw. *FMA*, Geschäftsbericht 2012, 31.

<sup>94</sup> Siehe *FMA* (Fn. 91) 13.

Vermögenspreisen aufgrund der Stimulation durch die weltweit expansive Geldpolitik der Zentralbanken (Stichwort «Asset Price Inflation»<sup>95</sup>).

#### 4. Grossbritannien

##### 4.1 Einleitung

Für die vorliegende Untersuchung kommen die folgenden beiden Geschäftstypen («Firm Business Types») in Betracht:

1. «*Personal Investment Firms*» («PIFs») sind im Bereich «(i) advising on, or arranging deals in, packaged products; or (ii) managing investments for retail clients»<sup>96</sup> tätig. Im FCA Handbook findet sich auch folgende längere Definition: «A firm: (i) [...] and (ii) for which the most substantial part of its gross income (including commissions) from the designated investment business included in its Part 4A permission is derived from one or more of the following activities ([...]): (A) advising on investments, arranging (bringing about) deals in investments or making arrangements with a view to transactions in investments, in relation to packaged products; (B) *managing investments for retail clients.*»<sup>97</sup>
2. «*Investment Management Firms*» («IMFs») sind hingegen im Bereich «managing investments other than for retail clients»<sup>98</sup> aktiv. Im FCA Handbook lautet die Umschreibung zudem wie folgt: «A firm: (i) [...] and (ii) for which the most substantial part of its gross income (including commissions) from the designated investment business included in its Part 4A permission is derived from one or more of the following activities ([...]): (A) *managing investments other than for retail clients or where the assets managed are primarily derivatives; [...]*»<sup>99</sup>

«*Managing investments*» bedeutet dabei für beide Geschäftstypen «managing assets belonging to another per-

son in circumstances which involve the exercise of discretion»<sup>100</sup>.

Die Definitionen von PIF und IMF machen deutlich, dass es sich nicht ausschliesslich um diskretionäre Mandate *schweizerischer Prägung* handelt. Es kann darum in der Datenerhebung keine eindeutige Zuordnung zur Vermögensverwaltung in Abgrenzung zur blossen Anlageberatung («Financial Adviser» oder «Investment Adviser») oder zu sonstigen Finanzdienstleistungen (z.B. «Arranging-only Intermediary») erfolgen.<sup>101</sup>

Zwischen 1986 bis 1997 – d.h. vor Übernahme der Aufsicht durch die «Financial Services Authority» (FSA) – wurden die genannten Geschäftstypen durch die SIB («The Securities and Investments Board Ltd.») beaufsichtigt.<sup>102</sup> Seit 2013 liegt die Aufsicht bei der «Financial Conduct Authority» (FCA).

##### 4.2. Zahlen und Interpretation

###### 4.2.1 Bestand

Auch in Grossbritannien beginnt die Erhebung des Zahlenmaterials erst mit der Einführung der staatlichen Aufsicht 1986 bzw. 1988 unter der SIB (Financial Services Act, 1986). Der britische Markt ist deutlich dynamischer als die anderen untersuchten Märkte. Die Bestandszahlen der «*Personal Investment Firms*» (PIFs) sind über die Jahre sehr volatil. Die massive Abnahme der Mitgliedschaften bei den damaligen

<sup>95</sup> Siehe Glossary Definition im FCA Handbook, <<http://fshandbook.info/FS/glossary-html/handbook/Glossary/M?definition=G683>>. Siehe auch Section 22(2), Schedule 2, Part 1, Nr. 6 des Financial Services and Markets Act 2000, ergänzt durch den Financial Services and Markets Act 2012.

<sup>101</sup> Der Begriff «Discretionary Investment Management» wird freilich benutzt, jedoch bildet er keine eigene Kategorie bei der Erhebung des Zahlenmaterials. Z.B. wird er verwendet in *RS Consulting*, RDR adviser population Et Professionalism research, 2012 Survey, April 2013, 13 f., <<https://www.fca.org.uk/static/documents/rdr-survey-2012-rs-consulting.pdf>> («A service whereby the investment manager has complete authority to buy and sell investments without obtaining the client's prior approval as there is a mandate agreed between the manager and client to conduct such business.»). Oft wird dieser Typus von Mandat auch unter dem Oberbegriff «Wealth Management» verwendet, wozu jedoch auch das «Advisory»-Geschäft gezählt wird, vgl. <<http://www.fca.org.uk/consumers/financial-services-products/investments/financial-advice/wealth-management>>.

<sup>102</sup> Konkret beaufsichtigten die Selbstregulierungsbehörden FIMBRA (bis 1994) und PIA (1994 bis 1997) die PIFs, und IMRO (bis 1997) beaufsichtigte die IMFs. 1997 wurde die SIB in die FSA umgewandelt und letztere übernahm die Aufsicht über die genannten Bereiche. Vgl. hierzu bspw. <[http://en.wikipedia.org/wiki/Financial\\_Services\\_Authority](http://en.wikipedia.org/wiki/Financial_Services_Authority)>.

<sup>95</sup> Die publizierten Daten sind nicht inflations- resp. geldmengenwachstumsbereinigt.

<sup>96</sup> The Interim Prudential Sourcebook for Investment Businesses, Chapter 2: Authorised Professional Firms, FCA 2.1.4R, <[http://media.fshandbook.info/Handbook/IPRU-INV\\_Full\\_20150101\\_20151230.pdf](http://media.fshandbook.info/Handbook/IPRU-INV_Full_20150101_20151230.pdf)>.

<sup>97</sup> Siehe Glossary Definition im FCA Handbook, <<http://fshandbook.info/FS/glossary-html/handbook/Glossary/P?definition=G873>>.

<sup>98</sup> The Interim Prudential Sourcebook for Investment Businesses, Chapter 2: Authorised Professional Firms, FCA 2.1.4R, <[http://media.fshandbook.info/Handbook/IPRU-INV\\_Full\\_20150101\\_20151230.pdf](http://media.fshandbook.info/Handbook/IPRU-INV_Full_20150101_20151230.pdf)>.

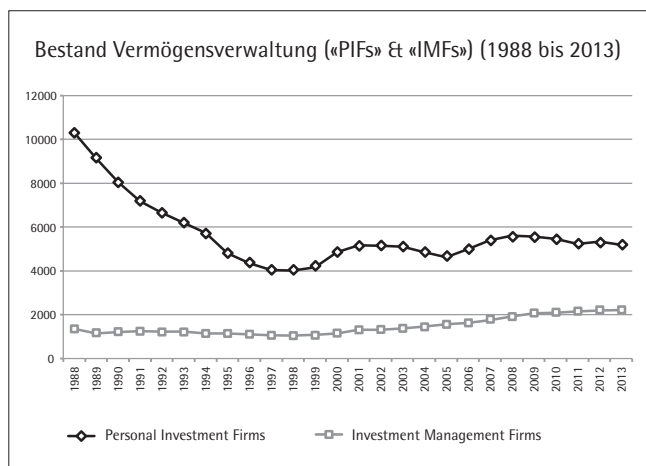
<sup>99</sup> Siehe Glossary Definition im FCA Handbook, <<http://fshandbook.info/FS/glossary-html/handbook/Glossary/I?definition=G597>>.

Selbstregulierungsorganisationen in der Phase vor 1997 (vgl. Chart unten) ist laut Aufsichtsbehörde SIB<sup>103</sup> unter anderem auf folgende Gründe zurückzuführen:

1. Anschluss an eine andere SRO;
2. Zusammenschlüsse oder vertragliche Verbindungen von Unternehmen;
3. Beendigung der Tätigkeit;
4. Umwandlungen zu «Tied Agents».

Was die zu diesen Handlungen veranlassenden Gründe waren und welche Rolle Regulierung dabei spielte, geht aus den verfügbaren amtlichen Berichten nicht hervor. Ein negativer Regulierungseffekt ähnlich wie in Deutschland scheint aber naheliegend zu sein. Ein kleiner Teil von PIF-Firmen (142) war bei der Übergabe der Aufsicht von der FIMBRA auf die PIA 1994 nicht mehr aktiv tätig (sog. Karteileichen), was den nochmals starken Einbruch von fast 1000 Einheiten teilweise erklären könnte.<sup>104</sup> Seit 1997 ist eine Schwankungsbandbreite von gut 1500 Einheiten sichtbar (zwischen 4000 und 5600); davor hat sich die Branche, wie gesagt, regelrecht halbiert (siehe Chart unten).

Dasselbe lässt sich nicht über die «Investment Management Firms» (IMFs) sagen, deren Bestand seit 1997 Jahr für Jahr langsam zunimmt (von gut 1000 auf – heute – gut 2200). Ob beispielsweise die Implementierung der MiFID I im «Conduct of Business Sourcebook» der FSA im Jahr 2007 einen Einfluss (und welchen) auf die Bestandszahlen gehabt hat, kann aufgrund des Zusammenfallens mit den Krisenjahren nicht eindeutig gesagt werden.



Das Problem – auch hier – ist die mangelhafte Vergleichbarkeit der Zahlen, da über die Jahre unterschiedliche Behörden (u.a. SIB, FSA, FCA) mit der Erhebung der Daten beschäftigt waren.<sup>105</sup> Es ist also damit zu rechnen, dass Wechsel in der Erhebungsmethodik die Aussagekraft der Daten mindern können. Ein gewisser verzerrender Effekt tritt auch deshalb auf, weil einige Firmen Mitglied zweier SROs waren und damit doppelt in der Statistik erscheinen.

Zum Vergleich: Im Bereich der «Financial Advisory Firms» (nicht als Chart dargestellt) hat die Anzahl der Anbieter seit 2008 abgenommen (ca. –8%). Es ist davon auszugehen, dass die Spitze im Firmenbestand im Jahr 2008 erreicht wurde.<sup>106</sup> Nach einer Phase der «Konsolidierung» hat sich die Anzahl der Anbieter aber offenbar auf tieferem Niveau seit 2011 stabilisieren können.<sup>107</sup>

#### 4.2.2 Anzahl Mitarbeitende und Assets under Management

Die überwiegende Mehrheit der Quellen zur Anzahl Mitarbeitende befasst sich mit dem Anlageberatermarkt («Financial Advisers»). Die Zahlen betreffend «Retail Investment Adviser» stammen aus Untersuchungen der Aufsichtsbehörde, die Zahlen betreffend «Financial Adviser» stammen hingegen aus der Branche; beide zeigen jedoch dieselbe abnehmende Tendenz. Beide Quellen bezeichnen sich als Näherungswerte zur Branche *insgesamt*. Die Zahlen lassen sich aber nur mit Vorsicht genießen, wenn es um die Übernahme auf die Vermögensverwaltungsbranche geht, welche eine deutlich kleinere Teilmenge innerhalb der Gesamtgruppe der «Financial Advisers» darstellt.<sup>108</sup>

<sup>105</sup> So auch ausdrücklich FSA, Annual Report 2004/05, 153 [«As a result, the data presented below cannot be compared with data in previous Annual Reports.»].

<sup>106</sup> FSA, Retail Conduct Risk Outlook, 2012, 45 f., 107, <<http://www.fca.org.uk/your-fca/documents/fsa-rcro-2012>>.

<sup>107</sup> Europe Economics, Retail Distribution Review, Post Implementation Review, 16 December 2014, 84 f., 90, <<http://www.fca.org.uk/static/documents/research/rdr-post-implementation-review-europe-economics.pdf>>.

<sup>108</sup> So sollen im Jahr 2010 «Wealth Managers», worunter aber beispielsweise auch Banken fallen, schätzungsweise 3139 (oder rund 7%) von insgesamt 47 526 Beratern angestellt haben, siehe NMG Consulting, The cost of implementing the Retail Distribution Review professionalism policy changes, June 2010, 21 f., 73, 75, <[http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/nmg\\_rdr.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/nmg_rdr.pdf)>. Der Begriff des «Wealth Managers» ist nicht klar abgegrenzt, darum schreibt die vorgenannte Studie, 20: «The term «wealth manager» is one that does not have a single accepted definition; we have used it to cover Advisers within invest-

<sup>103</sup> SIB, Annual Report 1988/89, 32; SIB, Annual Report 1989/90, 15; SIB, Annual Report 1994/95, 67.

<sup>104</sup> SIB, Annual Report 1995/96, 32.

Nach den genannten Untersuchungen sind seit 2009 deutlich weniger Mitarbeitende in der Financial-Advisory-Branche tätig: Als «Retail Investment Adviser» waren im Jahr 2009 rund 47 500 Personen angestellt, im Jahr 2013 waren es noch 31 150 Mitarbeitende.<sup>109</sup> Als «Financial Adviser» tätige Personen wiesen die Zahlen 2009 noch knapp 27 100 aus, 2014 waren es bloss noch 23 640 Mitarbeitende.<sup>110</sup> Andere Quellen gehen ebenfalls von einem relativ massiven Rückgang nach der Implementierung der neuen «Retail Distribution Review»-Regulierung durch die FSA im Jahr 2012 aus (von 40 500 2011 auf 31 150 2014).<sup>111</sup> Sie betonen allerdings, dass es für diese Phase gleichzeitiger wirtschaftlicher Kontraktion als Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise schwierig ist, zwischen unmittelbarer Kausalität oder blosser Korrelation zwischen Regulierung und zahlenmässigen Veränderungen zu unterscheiden.

Die Daten zu den AuM unabhängiger Vermögensverwalter sind nur vereinzelt vorhanden, wobei es sich oft um grobe Schätzungen der Branche handelt. Wiederum findet keine deutliche Aufteilung in Bankenvermögensverwalter, Stockbroker und unabhängige Vermögensverwalter statt. Es ist insgesamt jedoch von einem positiven Trend betreffend AuM auszugehen. So weist eine Quelle bezüglich «Discretionary Portfolio Management» für 2006 rund GBP 210 Mrd. und für 2012 rund GBP 347 Mrd. aus.<sup>112</sup>

---

ment management firms, stockbroking firms and private banks [...]. Zahlen betreffend «Discretionary Investment Management» gehen von einer Grössenordnung zwischen 800 und 1800 für die letzten vier Jahre aus, vgl. APFA, *The Financial Adviser Market: In Numbers*, Edition 3.0, April 2015, 6, <<http://www.apfa.net/documents/publications/financial-adviser-market/apfa-the-financial-adviser-market-in-numbers-v3.0.pdf>>.

<sup>109</sup> Quellen betreffend Anzahl «Retail Investment Adviser»: *NMG Consulting* (Fn. 108) 19; *RS Consulting* (Fn. 101) 48 ff.; *Europe Economics* (Fn. 107) 54.

<sup>110</sup> Quelle betreffend Anzahl «Financial Adviser»: *APFA* (Fn. 108) 5.

<sup>111</sup> *Europe Economics* (Fn. 107) 54. Dies ist auch kompatibel mit dem Ergebnis einer anderen Untersuchung für die Jahre 2010/11 betreffend «Retail Investment Adviser» (-7,7%), *RS Consulting*, *RDR adviser population & Professionalism research*, 6 December 2011, 45, <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/rdr-professionalism-research-report.pdf>>. Für 2011/12 ist ebenfalls ein Rückgang (-11,5%) der RIA zu verzeichnen, *RS Consulting* (Fn. 101) 30, 50 f.

<sup>112</sup> Vgl. *IMA*, *Asset Management in the UK 2013–2014*, Survey 2013, 13 f., <<http://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/research/2014/20140909-IMA2013-2014-AMS.pdf>>; *ComPeer Ltd.*, *The UK Wealth Management Industry*, 2011, Präsentation, 8 <[https://secure.cfauk.org/assets/1838/Mike\\_Levy\\_\\_ComPeer.pdf](https://secure.cfauk.org/assets/1838/Mike_Levy__ComPeer.pdf)>.

## 5. Frankreich

### 5.1 Einleitung

Gemäss Article L532-9 du Code monétaire et financier sind die «sociétés de gestion de portefeuille» «[...] des entreprises d'investissement qui fournissent, à titre principal, le service d'investissement mentionné au 4 de l'article L. 321-1 [«la gestion de portefeuille pour le compte de tiers»], ou qui gèrent un ou plusieurs organismes de placement collectifs mentionnés aux 1, 2, 5 et 6 du I de l'article L. 214-1»<sup>113</sup>. Damit können «Sociétés de gestion de portefeuille» (SGP) sowohl die individuelle Vermögensverwaltung («sous mandat» oder «gestion discrétionnaire») als auch die kollektive Vermögensverwaltung («gestion collective») betreiben.<sup>114</sup> Unter Letzteres fallen damit sowohl «OGAW»- («OPCVM») als auch alternative Fonds («FIA»).

Die Gesellschaften müssen die individuelle bzw. kollektive Vermögensverwaltung für Dritte jedoch als Haupttätigkeit ausführen («à titre principal»). Ansonsten stellen sie «Prestataires de services d'investissement» (PSI) dar (vgl. Article L531-4 du Code monétaire et financier).

Die prudenzielle Aufsicht der Vermögensverwaltung wechselte in Frankreich im Jahr 2004 u.a. von der «Commission des opérations de bourse» (COB) zur «Autorité des marchés financiers» (AMF), welcher auch die SGP unterstellt sind. Vergleichbar mit der heutigen Rechtslage für unabhängige Vermögensverwalter in der Schweiz haben sich Anlageberater in Frankreich hingegen bloss einer Selbstregulierungsorganisation anschliessen.<sup>115</sup>

### 5.2 Zahlen und Interpretation

#### 5.2.1 Bestand

Die Datenlage ist in Frankreich vergleichbar ergiebig wie in Grossbritannien. 1990 waren 140 Sociétés de gestion de portefeuille (SGP) der Aufsicht durch die COB unterstellt.<sup>116</sup> Zwischen 1996 und 1997 kam es zu einem grossen Sprung von 162 auf 301 Anbieter.<sup>117</sup> Abgesehen von einigen kleineren Rücksetzern in den Jahren 2003 und 2009 folgte seit 1997 ein stetiger Zuwachs an SGP: Anfang März 2015

<sup>113</sup> Abrufbar unter <<http://www.legifrance.gouv.fr>>.

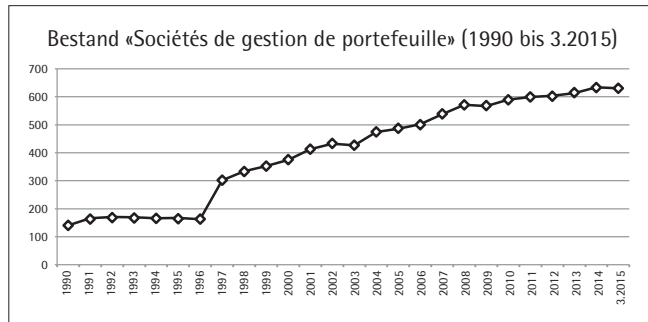
<sup>114</sup> Vgl. <<http://www.amf-france.org/Acteurs-et-produits/Societes-de-gestion/Presentation.html?langSwitch=true>>.

<sup>115</sup> Vgl. Article L325-2 du Règlement Général de l'AMF.

<sup>116</sup> COB, Rapport annuel 1992, 235.

<sup>117</sup> COB, Rapport annuel 2000, 304.

hatte es 631 Marktteilnehmer, welche unter anderem die individuelle Vermögensverwaltung ausübten.<sup>118</sup>



Die Bestandszahlen im Chart beziehen sich auf die «Sociétés de gestion de portefeuille» (SGP), die seit 1989 von den Aufsichtsbehörden (COB, AMF) durchgehend dokumentiert worden sind. Je nach Berichtszeitpunkt können die Zahlen für den gleichen Zeitraum leicht voneinander abweichen. Nachträgliche Berichtigungen werden in der Regel durch die Aufsichtsbehörde offengelegt, selten aber begründet. Im Jahr 1997 haben sich die Bestandszahlen nahezu verdoppelt (von 162 auf 301). Diese Veränderung hängt wohl mit dem Inkrafttreten des Modernisierungsgesetzes («Loi de modernisation des activités financières» vom 2. Juli 1996) zusammen, welches die Richtlinie 93/22/EWG (Wertpapierdienstleistungsrichtlinie) umsetzte. Damit verbunden war die Möglichkeit, einen europäischen Pass zu erwerben, welcher den Wertpapierfirmen die Tätigkeit in der gesamten Europäischen Gemeinschaft ermöglichte.<sup>119</sup> Wie viele schweizerische Firmen darum nach Frankreich ausgewandert sind, um den Europäischen Pass zu nutzen, geht aus den Quellen nicht hervor. Aus technischer Sicht wurde zudem der zulässige Tätigkeitsbereich für die SGP gesetzlich ausgedehnt, was ebenfalls den grossen Sprung im Bestand erklären könnte.<sup>120</sup> Das Gesetz führte die Dreiteilung in SGP, «Sociétés de gestion d'OPCVM» (SGO) und «Prestataires de services d'investissement» (PSI) ein, welchen die Verwaltung von Vermögen Dritter vorbehalten sind.<sup>121</sup>

2004 wurde den SGP die Möglichkeit eingeräumt, ebenfalls gewisse Formen von Fonds zu vertreiben und zu verwalten. In Umsetzung der Richtlinie 2001/107/EG konnten sie dabei vom Europäischen Pass profitieren.<sup>122</sup> Aufgrund dieser Gesetzesänderung wurden daraufhin etliche SGO in SGP umgewandelt, was zu einer merklichen Erhöhung im Bestand der SGP geführt hat.<sup>123</sup> Die beiden Formen wurden gesetzlich gleichgestellt.

Im Übrigen ist das Wachstum der SGP seit 1997 relativ konstant (jährliche Wachstumsraten von zwischen +0,8 und +11% mit einigen Negativjahren). Nicht feststellen liess sich, wie viele der SGP *ausschliesslich* die (unabhängige) individuelle Vermögensverwaltung («la gestion sous mandat individuel») betreiben, da die Quellen nicht oder nur in Einzelfällen<sup>124</sup> danach differenzieren, welcher Anteil auf die Anbieter individueller und welcher auf die Anbieter kollektiver Vermögensverwaltung entfällt. Auf das Marktsegment der individuellen Vermögensverwaltung (neben anderen Finanzdienstleistungen) entfallen Ende 2012 immerhin 283 Gesellschaften (von insgesamt leicht mehr als 600).<sup>125</sup>

### 5.2.2 Anzahl Mitarbeitende und Assets under Management

Die Mitarbeiterzahlen haben sich seit der (lückenhaften) Erfassung 1997 positiv entwickelt: 1997 schätzte man rund 8000 Mitarbeiter, heute sollen über 15000 Menschen Arbeit in der Vermögensverwaltungsbranche finden.<sup>126</sup> Es gilt dabei jedoch zu beachten, dass die Aufsichtsbehörden (COB, AMF) nicht immer strikt zwischen Mitarbeitenden der SGP, SGO und PSI unterschieden haben.

<sup>122</sup> AMF, Rapport Annuel 2004, 130.

<sup>123</sup> AMF, Rapport annuel 2004, 144 f. Die Umwandlungen resp. Restrukturierungen sind auf das Inkrafttreten der Richtlinie 2001/107/EG (OGAW III) zurückzuführen (heute Richtlinie 2009/65/EG resp. OGAW IV). Daraufhin seien laut AMF auch einige SGO aufgelöst worden.

<sup>124</sup> So wird für das Jahr 2001 ein Anteil von lediglich 11% von ausschliesslich die individuelle Vermögensverwaltung betreibenden Gesellschaften ausgewiesen, vgl. COB, Rapport Annuel 2001, S. 106. Dies entspricht gerade einmal 45 Gesellschaften, rund 270 Mitarbeitenden oder AuM im Umfang von EUR 4,5 Mrd., vgl. COB, Rapports annuels sur la gestion d'actifs pour le compte de tiers, 2002, 48.

<sup>125</sup> AMF, Les chiffres clés 2012 de la gestion d'actifs, 2012, 14. Dies entspricht AuM von ca. EUR 1400 Mrd.

<sup>126</sup> COB, Rapport annuel 1998, 117; AMF, Les chiffres clés 2013 de la gestion d'actifs, 2013, 4. Der Branchenverband «afg» geht hingegen für 2013 von schätzungsweise 26000 Angestellten bei SGP aus, vgl. afg, Rapport d'activité 2013–2014, 2.

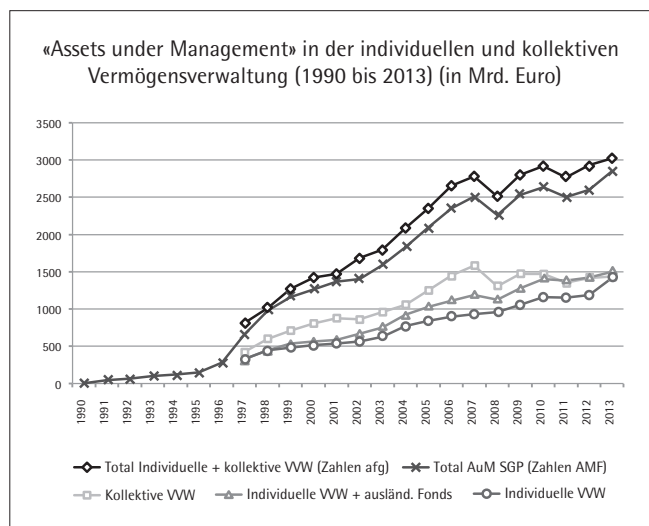
<sup>118</sup> Zahlen vom 7. März 2015, <[http://geco.amf-france.org/BIO/BIO\\_PDFS/ELS\\_ETAT\\_LISTE\\_SG/07.03.2015.pdf](http://geco.amf-france.org/BIO/BIO_PDFS/ELS_ETAT_LISTE_SG/07.03.2015.pdf)>.

<sup>119</sup> Vgl. die Ausführungen auf <[http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/single\\_market\\_services/financial\\_services\\_banking/l24036c\\_de.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_banking/l24036c_de.htm)>.

<sup>120</sup> COB, Rapport Annuel/Annual Report 1997, 4, 31, 72 f.

<sup>121</sup> COB, Rapports annuels sur la gestion d'actifs pour le compte de tiers, 2000, 67.

Für die (reine) individuelle Vermögensverwaltung kann eine positive Tendenz festgestellt werden: 1997 sind wohl rund EUR 328 Mrd. verwaltet worden, im Jahr 2013 waren es hingegen bereits EUR 1416 Mrd.<sup>127</sup> Zum parallelen Vergleich sind im folgenden Chart auch Zahlen der kollektiven Vermögensverwaltung dargestellt. Angemerkt sei, dass die Zahlen aus unterschiedlichen Quellen stammen (Branchenverband «afg», Aufsichtsbehörde «AMF»<sup>128, 129</sup>).



Abhängig von der Bezugsquelle findet man unterschiedliche Zahlen zu den AuM in der individuellen und/oder kollektiven Vermögensverwaltung. Die unterschiedlichen Zahlen zeigen jedoch einen gemeinsamen Trend auf; dieser ist für die letzten drei Jahre (leicht) positiv in allen untersuchten Bereichen. Insbesondere in Bezug auf die individuelle Vermögensverwaltung ist von einem stetigen Aufwärtstrend auszugehen (seit 2002 gut 60% Wachstum).<sup>130</sup> Den für Krisen (2008) typischen Knick nach unten weisen insbesondere die Zahlen in der kollektiven Vermögensverwaltung auf. Der Gesamttrend ist insgesamt jedoch positiv. Unterschiedliche Faktoren mögen dafür – einzeln oder gemeinsam – infrage kommen: z.B. Nettozufluss von neuem Vermögen, positive Wertentwicklung der Depots usw. Die einzelnen Faktoren und ihr Gewicht konnten jedoch nicht eruiert werden.

#### IV. Fazit

Die oft vertretene These, wonach die Einführung einer Aufsicht zu einer drastischen Abnahme im Bereich der unabhängigen Vermögensverwaltung führt, lässt sich nach dem vorhandenen, teilweise leider lückenhaften Zahlenmaterial nicht erhärten.

- Für *Liechtenstein* ist im Gegenteil ein positiver Effekt, wohl teils bedingt durch den Sonderfaktor ausländischer Zuwanderung (Regulierungsarbitrage), feststellbar.
- Auch in *Frankreich* kommt es nicht zu einem Einbruch, sondern es fand ein kontinuierliches Wachstum statt.
- Für *Grossbritannien* dagegen ist ein negativer Effekt in den 90er-Jahren feststellbar, dessen Ursache aller Wahrscheinlichkeit nach in der Regulierung zu finden ist. Seit 1997 stabilisierte sich der sehr dynamische britische Markt jedoch auf leicht höherem Niveau.

Allein in *Deutschland* scheint ein «klarer» Zusammenhang zwischen der Einführung der Aufsicht und der Abnahme im Bestand von unabhängigen Vermögensverwaltern zu bestehen. Auf den zweiten Blick ist dieser Zusammenhang allerdings nicht so eindeutig. Zum einen fehlen hier weiter gehende Daten, insbesondere zu den Assets under Management, um eine eindeutige Schlussfolgerung ziehen zu können. Denkbar ist etwa auch folgende Interpretation der Daten:<sup>131</sup> Es könnte sein, dass die Branche der unabhängigen Vermögensverwalter auf die Einführung der Aufsicht mit einer Fusionswelle reagiert hat, um die durch die Aufsicht ausgelösten Zusatzkosten auf breitere Schultern zu verteilen, ohne dass dadurch jedoch der Markt für unabhängige Vermögensverwalter im Verhältnis zu dem von Banken kleiner geworden wäre (gemessen an den Assets under Management). Zum anderen fanden sich unter den für 1998 genannten Vermögensverwaltern zahlreiche Firmen, welche die Übergangsregelung (welche die Basis für die Zahlen bildet) gar nicht in Anspruch nehmen durften. Schliesslich war eine Ausweichbewegung in andere Marktsegmente zu beobachten (grauer Kapitalmarkt, reine Anlageberatung und Fondsvermittlung), die zahlenmässig nicht erfasst wurde. Im Ergebnis ist also eine Betrachtung des Rückgangs der Anzahl der Vermögensverwalter allein wenig aussagekräftig, da es durch-

<sup>127</sup> COB, Rapports annuels sur la gestion d'actifs pour le compte de tiers, 2001, 40; AMF, Les chiffres clés 2013 de la gestion d'actifs, 7.

<sup>128</sup> Dafür verwendete Quellen: COB/AMF, Rapports annuels 1990–2013, unterschiedliche Seiten; afg, Rapport d'activité 2013–2014, 6.

<sup>129</sup> Bei den Zahlen 2013 handelt es sich um zu hohe Bruttozahlen, vgl. AMF, Les chiffres clés 2013 de la gestion d'actifs, 7.

<sup>130</sup> AMF, Les chiffres clés 2012 de la gestion d'actifs, 2012, 14.

<sup>131</sup> Nach der Drucklegung wurden diese Schlussfolgerungen durch Vertreter des Verbands unabhängiger Vermögensverwalter (VuV) bestätigt. Der Verband wies ausserdem darauf hin, dass sich die Regulierungslasten nach 1998 weiter erhöht haben (z.B. im Bereich der Anlegerentschädigung durch den Fall Phoenix Kapitaldienst GmbH).



aus sein kann, dass die Anzahl der in der Finanzbranche insgesamt tätigen Personen nicht gesunken ist, weil sich ein Teil der Vermögensverwaltungsfirmen zusammengeslossen hat oder sie auf die 1998 noch nicht bewilligungspflichtige Anlageberatung oder den grauen Kapitalmarkt ausgewichen sind.

Im Übrigen ist darauf hinzuweisen, dass monokausale Zusammenhänge zwischen Regulierung und Veränderungen im Bestand oder Markt der unabhängigen Vermögensverwalter wegen der Komplexität der den Zahlen zugrunde liegenden Märkte und Jurisdiktionen schwer zu belegen sind. Im Einzelnen kann kaum zwischen erklärender Kausalität und lediglich beschreibender Korrelation differenziert werden. Darüber hinaus führt die zu beobachtende Konvergenz in den Rechtssystemen zu einer Reduktion von Ausweichbewegungen durch Standortverlagerung, weshalb europaweit harmonisierte Rechtssysteme kaum noch Raum für Regulierungsarbitrage belassen.

Gesicherte Aussagen über die Resilienz des *schweizerischen* UVV-Marktes können nach den vorliegenden Ausführungen nicht gemacht werden. Die Bedeutung der abschliesslich als UVV tätigen Unternehmen hiezulande ist

wahrscheinlich in absoluten Zahlen und mit Sicherheit relativ zum erwirtschafteten Anteil am BIP der Schweiz ausserordentlich hoch, was aussagekräftige Vergleiche zu den anderen Staaten deutlich erschwert. Aufgrund der Struktur der Schweizer Anbieter (insbesondere sehr viele Mikrounternehmen<sup>132</sup>), ist jedoch davon auszugehen, dass die FINIG/FIDLEG-Regulierung die Anzahl an UVV negativ beeinflussen wird, da es sicherlich zu Fusionen und Geschäftsaufgaben kommen wird. Allerdings werden die Folgen wohl nicht so drastisch ausfallen, wie in dem kleineren und damit regulierungsensibleren deutschen Markt der UVV, dessen Entwicklung in der Presse gern als Menetekel verwendet wird, um hiezulande vor weiterer Regulierung zu warnen. Gelingt es der Schweiz, mit Einführung von FINIG und FIDLEG zugleich die Voraussetzungen des Marktzugangs ihrer UVV zur EU zu erreichen,<sup>133</sup> könnte die Entwicklung sich gar ins Positive wenden, wie in einigen der untersuchten Staaten zu beobachten war. Ob der inländische Marktanteil der Schweizer UVV im Vergleich zu dem der Banken kleiner werden wird, lässt sich nicht vorhersehen.

<sup>132</sup> Dies im Gegensatz bspw. zum britischen Markt, der im Durchschnitt mehr Angestellte pro Unternehmen, bezogen auf alle «Financial Advice Firms», aufweist, siehe APFA (Fn. 108) 6.

<sup>133</sup> Dazu Rolf Sethe, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, SZW 2014 615 ff.; Rolf H. Weber/Rolf Sethe, Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht, SJZ 2014 560 ff.