

Masterthesis
zur Erlangung des
Master of Science in Real Estate (CUREM)

**Innovative Immobilienanlagen unter dem neuen Bundesgesetz
über die kollektiven Kapitalanlagen**

Name: Christina Dietrich Taufer
Adresse: Grundhofstrasse 32a, 8704 Herrliberg
Eingereicht bei: • Prof. Dr. Urs Bertschinger
• Michaela Imwinkelried, RA, LL.M
Abgabedatum: 20. Juli 2007

Vorwort

Die nachfolgenden Ausführungen rücken die rechtliche und steuerliche Stellung der Immobilienanlagen unter dem neuen Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) in den Mittelpunkt der Betrachtungen. Die Herausforderung bei dieser Darstellung lag im Wesentlichen darin, dass zu diesem Themenbereich bis heute nur wenige Publikationen erfolgt sind. Auch die Materialien zum Gesetzgebungsprozess erwähnen (mit Ausnahme der SFA-Unterlagen) das Thema nur am Rande im Zusammenhang mit den wenigen Ausführungen zu Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz.

Eine strikte Trennung, d.h. die ausschliessliche Fokussierung auf Immobilienanlagen unter dem KAG, ohne den allgemeinen Grundzügen des Gesetzes Rechnung zu tragen, ist aber schon des Verständnisses wegen wenig sinnvoll. Aus nahe liegenden Gründen habe ich mich bei den allgemeinen Ausführungen zum KAG indes darauf beschränkt, diese möglichst knapp zu halten und hierbei auf weiterreichende Literatur zu verweisen.

Es steht ausser Frage, dass so kurz nach Inkrafttreten eines neuen Gesetzes noch ein erhöhter praktischer Regelungsbedarf besteht. Insbesondere hat sich gezeigt, dass durch das relativ zügige Inkraftsetzen des neuen KAG auch die mit der Konkretisierung betrauten Aufsichts-, Steuer- und Selbstregulierungsbehörden sich einem erhöhten Druck ausgesetzt sehen, die erforderlichen Schritte an die Hand zu nehmen. Zu denken ist unter anderem an die „Absegnung“ von Musterdokumenten (Vorlage durch Selbstregulierungsbehörde, Genehmigung durch Aufsichtsbehörde) sowie den Erlass von konkretisierenden Kreisschreiben der Steuerbehörden, welche unabdingbare Grundlagen für die Einführung neuer Produkte darstellen.

Zum Zeitpunkt der Wahl des vorliegenden Themas hatte ich die Hoffnung gehegt, in dieser Arbeit die Einführung oder zumindest die Entwicklung der ersten Produkte nach Massgabe der neuen Konzeption beschreiben zu können. Diese Annahme war aber offensichtlich zu optimistisch. Vielmehr hat sich gezeigt: Nicht nur die Mühlen des Gesetzgebers mahlen langsam.

Auch das Erscheinen verschiedener Publikationen zum Thema KAG, welche ursprünglich auf den Frühling 2007 angekündigt waren, hat sich verzögert. Die Quellen konnten vorliegend deshalb nicht mehr berücksichtigt werden. Der Freude am Thema hat das aber wenig Abbruch getan und ich hoffe, dass auch die Erwartungen des Lesers an dieses interessante Thema nicht enttäuscht werden.

Dank

Mein besonderer Dank geht an meinen Betreuer, Herrn Prof. Dr. Urs Bertschinger, und meine Koreferentin, Frau Rechtsanwältin Michaela Imwinkelried, für ihre Bereitschaft, diese Masterthesis zu begleiten.

Ein spezieller Dank gilt auch meinen Kolleginnen und Kollegen von der Credit Suisse, Frau Rafaela Deflorin (Bereich Fondsleitung), Frau Nathalie Trembley-Sierro (Bereich Legal), Herr Stefan Bangerter (Bereich Product Development) und Herr Heinz Tschabold (Bereich Research) für ihre kritische Durchsicht und hilfreichen Hinweise.

Mein grösster Dank aber geht an meinen Mann, Martin Taufer, der mir einerseits wertvolle Anregungen zur Arbeit gegeben hat und auf dessen Rückhalt und Unterstützung ich mich immer verlassen konnte.

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	III
Abkürzungsverzeichnis	III
1 Ausgangslage	1
1.1 Immobilienanlagen vor Inkrafttreten des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG)	1
1.2 Entstehung des KAG	2
1.3 Zielsetzungen der Gesetzesrevision	3
2 Neuerungen	4
2.1 Neue Prinzipien	4
2.1.1 „Same business, same risks, same rules“	4
2.1.2 Differenzierter Anlegerschutz	5
2.1.3 Steuerliche Gleichbehandlung	5
2.2 Erweiterung des Gesetzeszweckes	6
2.3 Erweiterung des Geltungsbereichs	7
2.4 Verfahrensrechtliche und organisatorische Neuerungen	8
2.4.1 Vereinfachtes Bewilligungsverfahren für offene kollektive Kapitalanlagen	8
2.4.2 Erweiterter Tätigkeitsbereich der Fondsleitung	8
2.4.3 Verwaltung und Beratung von Individualmandaten	9
2.4.4 Weitere Neuerungen	9
2.5 Begriffliches	10
2.5.1 Kollektive Kapitalanlagen	10
2.5.2 Offene und geschlossene kollektive Kapitalanlagen	10
2.5.3 Einanlegerfonds	12
2.5.4 Anleger versus Investor	12
2.5.5 Qualifizierte Anleger	13
2.5.6 Fondsreglement und Prospekt	14
2.6 Neue Musterdokumente	15
3 Indirekte Immobilienanlagen unter dem KAG	16
3.1 Anlageuniversum	16
3.2 Rechtsformen im Einzelnen	17
3.2.1 Offene kollektive Kapitalanlagen	18
3.2.1.1 Gemeinsamkeiten	18
3.2.1.2 Vertraglicher Immobilienfonds	20
3.2.1.3 Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV)	20
3.2.1.4 Unterschiede	22
3.2.2 Geschlossene kollektive Kapitalanlagen	23

	3.2.2.1	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK).....	23
	3.2.2.2	Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF).....	25
4		Steuern.....	25
	4.1	Besteuerung von Immobilienanlagen unter dem AFG.....	26
	4.2	Besteuerung von Immobilienanlagen unter dem KAG.....	26
	4.2.1	Besteuerung offene kollektive Kapitalanlagen	26
	4.2.2	Besteuerung Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen.....	28
	4.2.3	Besteuerung SICAF	29
	4.3	Anpassung der Steuergesetzgebung.....	29
5		Bedeutung der neuen Anlagevehikel für Immobilienprodukte	30
	5.1	Im Allgemeinen.....	31
	5.2	Opportunität SICAV für Immobilienanlagen.....	31
	5.2.1	Konsequenzen des Bezugsrechts bei Immobilienfonds	31
	5.2.2	Konsequenzen der Mitwirkungsrechte.....	33
	5.3	Opportunität Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen für Immobilienanlagen.....	35
	5.3.1	Theoretische Attraktivität im Allgemeinen.....	35
	5.3.2	Praktische Attraktivität für Immobilienanlagen.....	36
	5.4	Opportunität SICAF für Immobilienanlagen	37
	5.4.1	Bedeutung der KAG-regulierten SICAF.....	37
	5.4.2	Exkurs: Bedeutung der nicht KAG-regulierten SICAF	38
6		Exkurs: REITs	39
	6.1	Begriff und Funktionsweise von REITs.....	39
	6.2	Swiss REITs	40
	6.2.1	Hürden in der Schweiz.....	41
	6.2.2	REITs versus Immobilienfonds.....	41
	6.2.3	Fazit.....	42
7		Konklusion.....	43
	7.1	Grundsätzliche Einschätzungen	43
	7.2	Erfolgsfaktoren.....	44
	7.3	Ausblick	44
		Verzeichnis des Anhangs	46
		Anhang I: Übersicht der Immobilienanlagevehikel unter dem KAG	47
		Anhang II: Hypothetische Umsetzungsbeispiele	49
		Quellenverzeichnis.....	53
		Ehrenwörtliche Erklärung	56

Abkürzungsverzeichnis

a.a.O.	am angegebenen Ort
Abs.	Absatz
AFG	Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994 (Anlagefondsgesetz)
AFV	Bundesrätliche Verordnung über die Anlagefonds vom 19. Oktober 1994 (Anlagefondsverordnung)
AFV-EBK	Verordnung der EBK über die Anlagefonds vom 24. Januar 2001
Art.	Artikel
BSV	Bundesamt für Sozialversicherungen
bzw.	beziehungsweise
DBG	Bundesgesetzes über die direkte Bundessteuer vom 14. Dezember 1990
d.h.	das heisst
EBK	Eidgenössische Bankenkommission (Aufsichtsbehörde)
ESTV	Eidgenössische Steuerverwaltung
FCP	Fonds Commun de Placement (Vertraglicher Anlagefonds)
GV	Generalversammlung
HNWI	High Net Worth Individuals (vermögende Privatpersonen)
i. d. R.	in der Regel
insbes.	insbesondere
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (Kollektivanlagegesetz)
KGK	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen
KK	Kollektive Kapitalanlage(n)
KKV	Bundesrätliche Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen vom 22. November 2006 (Kollektivanlageverordnung)
KKV-EBK	Verordnung der EBK über die kollektiven Kapitalanlagen vom 21. Dezember 2006
lit.	litera
LP	Limited Partnership (KGK)
LPA	Limited Partnership Agreement (Gesellschaftsvertrag KGK)
NAV	Net Asset Value (Nettoinventarwert)

OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-Richtlinie: europäische Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20. Dezember 1985 betreffend bestimmten Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren)
OR	Schweizerisches Obligationenrecht
QIF	Qualified Investor Funds (Fonds für qualifizierte Anleger)
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung
SECA	Swiss Private Equity & Corporate Finance Association (Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung; Branchenverband Private Equity)
SFA	Swiss Funds Association, Schweizerischer Anlagefondsverband (Standesorganisation der Fondsindustrie, Selbstregulierungsbehörde)
SICAF	Société d'investissement à capital fixe (Investmentgesellschaft mit festem Kapital)
SICAV	Société d'investissement à capital variable (Investmentgesellschaft mit variablem Kapital)
SNB	Schweizerische Nationalbank
sog.	so genannt(e)
StG	Bundesgesetz über die Stempelabgaben vom 27. Juni 1973
StHG	Bundesgesetzes über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden vom 14. Dezember 1990
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, OGAW
VStG	Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer vom 13. Oktober 1965
UHNWI	Ultra High Net Worth Individuals (sehr vermögende Privatpersonen)
u.U.	unter Umständen
vgl.	vergleiche
Ziff.	Ziffer

1 Ausgangslage

Als Einstieg folgt ein kurzer Abriss über die Entwicklung der schweizerischen Gesetzgebung der kollektiven Kapitalanlagen, die Situation vor Inkrafttreten des neuen Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen, die zeitliche Abfolge dessen Entstehung sowie die Gründe für die gesetzliche Neugestaltung. Die Ausführungen sind auch deshalb kurz gehalten, weil es zum Thema Immobilienanlagen schlicht wenig Spezifisches zu erwähnen gibt.

1.1 Immobilienanlagen vor Inkrafttreten des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG)

Die kollektiven Kapitalanlagen sind erst seit den 60er-Jahren des letzten Jahrhunderts reglementiert. Das erste Anlagefondsgesetz stammt aus dem Jahr 1966. Das Gesetz bezweckte, die (Klein-)Anleger vor allen möglichen Gefahren bei der Anlage von Kollektivvermögen zu schützen, was sich in einer relativ strengen Beschränkung der Anlagemöglichkeiten auswirkte und zur Folge hatte, dass das Fondsgeschäft nach Inkrafttreten der OGAW-Richtlinie von 1985 (bzw. UCITS-Richtlinie) von der Schweiz nach Luxemburg abwanderte. Zur Wiederherstellung der Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz, zur Anpassung an die OGAW-Richtlinie sowie zur Verbesserung des Anlegerschutzes durch erhöhte Transparenz erfuhr das Gesetz eine Totalrevision. Das Bundesgesetz über die Anlagefonds (Anlagefondsgesetz, AFG) vom 18. März 1994 trat am 1. Januar 1995 in Kraft. Alleiniger Gesetzeszweck blieb der Anlegerschutz¹.

Seither hat sich das Fondsgeschäft in der Schweiz stark entwickelt, die Anzahl der aufgelegten Fonds hat sich dabei vervielfacht. Bei den Immobilienfonds konnte das Volumen knapp verdoppelt werden. Anzahlmässig gibt es zwar heute leicht weniger Immobilienfonds als vor zehn Jahren. Dies ist aber nicht primär auf Liquidationen von Fonds, sondern vielmehr auf die seit dem Jahr 2000 zulässigen (und tatsächlich eingetretenen) Vereinigungen zurück zu führen².

Trotz grundsätzlicher Bewährung des AFG waren Schwachstellen bzw. Lücken auszumachen, die die Aufsichtsbehörde selbst mit grosszügiger Auslegung des Gesetzes nicht

¹ Botschaft, S. 6401

² Botschaft, S. 6405 f.

korrigieren konnte. Zu erwähnen sind in diesem Zusammenhang unter anderem die folgenden Punkte:³

- Das AFG kannte nur die Rechtsform des vertraglichen Anlagefonds. Im Ausland waren hingegen auch gesellschaftsrechtliche Formen sowie Limited Partnerships möglich;
- Private-Equity-Vehikel konnten nach schweizerischem Recht nicht aufgelegt werden;
- Das AFG sah für vermögende Privatpersonen (HNWI) nicht die gleichen Erleichterungen wie für institutionelle Anleger vor;
- Die OGAW-Richtlinie hatte Änderungen erfahren, die aus Wettbewerbsgründen auch in der Schweiz umgesetzt werden sollten (insbes. Erweiterung der Tätigkeit der Fondsleitung und Beaufsichtigung der Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen).

1.2 Entstehung des KAG

Das Gesetzgebungsverfahren wurde im Falle des KAG für schweizerische Verhältnisse schnell durchgezogen und dauerte insgesamt knapp fünf Jahre. Im Februar 2002 wurde die Expertenkommission Forstmoser einberufen, zwei Jahre später eröffnete der Bundesrat eine dreimonatige Vernehmlassung und hiess anfangs Dezember 2004 den Vernehmlassungsbericht gut. Die Botschaft inklusive Gesetzestextentwurf wurde im September 2005 vom Bundesrat verabschiedet und ans Parlament überwiesen⁴.

Das Gesetz (KAG) wurde am 23. Juni 2006 vom Parlament genehmigt und per 1. Januar 2007 in Kraft gesetzt. Die Verordnung des Bundesrates vom 22. November 2006 (KKV) trat gleichzeitig in Kraft, die Verordnung der EBK (Eidgenössische Bankenkommision) vom 21. Dezember 2006 (KKV-EBK) kurze Zeit später, per 15. Februar 2007.

Die Ausgestaltung des AFG als Rahmengesetz, dessen Verordnungen schnell an veränderte Umstände angepasst werden konnten, hat sich bewährt⁵, weshalb dieses Konzept beim KAG nicht nur beibehalten, sondern noch verstärkt wurde. Die Regelungskompetenz für eine Vielzahl wichtiger Fragen ist in noch stärkerem Masse an den Bun-

³ Botschaft, S. 6406 f.; PwC, AFG, S. 47; vgl. im Übrigen die Zielsetzungen des KAG unter Ziff. 1.3

⁴ Imwinkelried (Referat), S. 4

⁵ Botschaft, S. 6402, 6433

desrat bzw. die Aufsichtsbehörde delegiert worden, und die Bedeutung der Selbstregulierung hat zugenommen⁶.

1.3 Zielsetzungen der Gesetzesrevision

Die mit der Totalrevision des Anlagefondsgesetzes in erster Linie verfolgten Ziele⁷ decken sich weitgehend mit denen, die in den 90er-Jahren des letzten Jahrhunderts bereits zu eben diesem Gesetz geführt haben. Zu nennen sind im Wesentlichen die folgenden Gründe⁸:

- Anpassung an das Recht der Europäischen Union bzw. Wahrung der Europakompatibilität;
- Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit des Fondsplatzes Schweiz (als Fondsvertriebs- und Fondsproduktionsstandort);
- Schaffung einer umfassenden Gesetzgebung bzw. Erweiterung des Geltungsbereichs;
- Liberalisierung der gesetzlichen Bestimmungen unter Beibehaltung eines wirksamen Anlegerschutzes;
- Verbesserung des Anlegerschutzes durch erhöhte Transparenz.

Um diesen Zielen gerecht zu werden, sieht das neue Gesetz eine Öffnung der zulässigen Arten von kollektiven Kapitalanlagen sowie weitere Neuerungen vor, die in der Folge aufgezeigt werden sollen.

Spezifisch auf Immobilienanlagen bezogene gesetzgeberische Zielsetzungen gab es nicht. Selbstredend war hingegen, dass auch diese Anlagekategorie von den Neuerungen tangiert werden würde. Im Rahmen des Vernehmlassungsverfahrens haben die Branchenverbände entsprechende immobilienpezifische Bedürfnisse einfließen lassen. So sind beispielsweise bei den zulässigen Anlagen einer Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen gemäss Art. 121 Abs. 1 lit. a KKV explizit Bau- und Immobilienprojekte aufgeführt, was in der ersten Fassung der bundesrätlichen Verordnung noch nicht der Fall war⁹.

⁶ Von Wyl, S. 3

⁷ Abegglen, S. 70; Bünzli, S. 5; Imwinkelried (Referat), S. 5 f.

⁸ Botschaft, S. 6401

⁹ Erläuterungsbericht KKV, S. 33; Kühne, a.a.O.

2 Neuerungen

Die im Folgenden aufgeführten Neuerungen des KAG betreffen grundsätzlich alle Anlagekategorien. Wenn auch nicht *nur* für Immobilienanlagen, so sind sie aber dennoch *auch* für diese Anlagekategorie von Bedeutung, weshalb es als notwendig erachtet wird, an dieser Stelle einen kurzen Überblick über die allgemeinen Neuerungen zu geben. Es wird versucht, wenn immer möglich und sinnvoll, auf die spezifische Situation für Immobilienanlagen einzugehen.

2.1 Neue Prinzipien

Die folgenden Prinzipien sind Basis der wichtigsten mit der Einführung des KAG verbundenen Neuerungen. Die Grundsätze wurden teilweise allerdings nicht konsequent umgesetzt.

2.1.1 „Same business, same risks, same rules“

Im Sinne der Zielsetzung der Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit ist der Geltungsbereich des AFG entsprechend dem Grundsatz „same business, same risks, same rules“ erweitert worden. Grundsätzlich sollten sämtliche Formen der kollektiven Kapitalanlagen, unabhängig von ihrer Rechtsform, dem Gesetz unterstellt und von der gleichen Behörde (Eidgenössische Bankenkommission, EBK) beaufsichtigt werden¹⁰. Zu Diskussionen haben insbesondere die Unterstellung von Anlagestiftungen und Beteiligungsgesellschaften geführt¹¹. Die Anlagestiftungen wurden am Ende dem Anwendungsbereich des KAG entzogen und sind weiterhin der Aufsicht des Bundesamtes für Sozialversicherung (BSV) unterstellt¹². Die Frage der Unterstellung der Investmentgesellschaften wurde mit einem Kompromiss gelöst¹³ (vgl. dazu hinten Ziff. 3.2.2.2).

¹⁰ Botschaft, S. 6413; Courvoisier / Schmitz, S. 410; Kühne / Lengauer, S. 45 f.

¹¹ Vernehmlassung, S. 12 f.; Erläuterungsbericht KAG, S. 38 f.

¹² Botschaft, S. 6409, 6411; im August 2004 wurde eine neue Expertenkommission im Bereich der beruflichen Vorsorge eingesetzt, welche die Regelung von Anlagestiftungen einer erneuten Prüfung unterziehen soll, vgl. Kühne / Lengauer, S. 47

¹³ Abegglen, S. 70; Courvoisier / Schmitz, S. 416 f.; Kühne / Lengauer, S. 46

2.1.2 Differenzierter Anlegerschutz

Das Anlegerschutzkonzept wurde schon anlässlich der Revision des AFG 1994 als Folge der mit dem Aufschwung des Fondsgeschäfts verbundenen Erschliessung neuer Anlegerkreise verschiedentlich erweitert und verfeinert. Entsprechend den unterschiedlichen Schutzbedürfnissen unterscheidet das Gesetz neu zwischen verschiedenen Kategorien von Anlegern. Gemäss Art. 10 Abs. 2 KAG stehen kollektive Kapitalanlagen grundsätzlich allen Anlegern offen, sofern nicht Gesetz, Fondsreglement oder Statuten den Kreis der Anleger einschränken¹⁴. Zur Realisierung dieses differenzierten Anlegerschutzes wurde der Begriff des qualifizierten Anlegers (Anleger mit reduzierten Schutzbedürfnissen) eingeführt (vgl. hinten, Ziff. 2.5.5). Anlegerschutz ist im Übrigen nicht mehr alleiniger Gesetzeszweck (vgl. im Anschluss, Ziff. 2.2).

2.1.3 Steuerliche Gleichbehandlung

Der Grundsatz der steuerlichen Gleichbehandlung ist ein Ausfluss des Prinzips „same business, same risks, same rules“. Grundsätzlich sollten sämtliche Rechtsformen kollektiver Kapitalanlagen analog dem vertraglichen Anlagefonds steuerlich transparent sein (dazu nachfolgend)¹⁵. Die Botschaft zum KAG spricht sogar von einer „conditio sine qua non“ für den Erfolg der Gesetzgebungsvorlage, wobei die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) ausgenommen, der Grundsatz teilweise durchbrochen wird¹⁶.

Die Arbeitsgruppe Oberson hat die sich aus der Revision des Anlagefondsgesetzes ergebenden steuerlichen Problemstellungen gründlich analysiert. Der Bericht empfahl eine transparente Besteuerung¹⁷ aller kollektiven Anlageformen, d.h. eine Gleichbehandlung aller unter das neue Gesetz fallenden Formen von Anlagegesellschaften mit dem vertraglichen Anlagefonds¹⁸. Der speziellen Problematik der übergangsrechtlichen Behandlung von schon bestehenden Investmentgesellschaften soll mit einem Wahlrecht begegnet werden, wobei die Gesellschaften wählen könnten, entweder weiterhin als Aktiengesellschaft (keine Besteuerung der Anteilhaber, solange keine Ausschüttungen vorgenommen werden) oder wie ein transparenter vertraglicher Anlagefonds (Besteuerung

¹⁴ Einzelheiten vgl. Botschaft, S. 6412, 6428; Erläuterungsbericht KAG, S. 32 f.

¹⁵ Botschaft, S. 6409; Erläuterungsbericht KAG, S. 65, 67

¹⁶ Botschaft, S. 6411, 6429

¹⁷ „Transparent“ heisst: keine Besteuerung auf Ebene Fonds, die Steuerfolgen richten sich nach der lokalen Gesetzgebung (von Wyl, S. 10); eine Emissionsabgabe wird nicht erhoben (von Wyl, S. 12, Meyer, S. 6)

¹⁸ Bericht AGR Oberson, S. 272, 278, 280, 283; Erläuterungsbericht KAG, S. 65

nur der Anteilsinhaber) behandelt zu werden¹⁹. Der Gesetzgeber ist dem Vorschlag der Arbeitsgruppe Oberson allerdings hinsichtlich diesem Wahlrecht für Investmentgesellschaften nicht gefolgt (vgl. hinten, Ziff. 3.2.2.2 und 4.2.3).

Der Grundsatz der steuerlichen Gleichbehandlung wurde auch hinsichtlich Immobilienfonds mit indirektem Grundbesitz (noch) nicht umgesetzt. Die steuerliche Behandlung der indirekt mittels Investmentgesellschaft(en) in Immobilien investierenden Fonds bleibt unverändert, d.h. einer steuerlichen Doppelbelastung (gleichzeitig auf Stufe Immobiliengesellschaften wie auch bei den Anteilsinhabern) unterworfen. Die Swiss Funds Association (SFA) schlägt in ihrer Stellungnahme zum Bericht der Expertenkommission an die EBK vor, die Immobilienfonds mit indirektem Grundbesitz neu ausschliesslich auf Stufe Immobiliengesellschaft – unter Ausschluss der Anteilsinhaber – zu besteuern²⁰ (im Einzelnen vgl. hinten, Kapitel 4).

2.2 Erweiterung des Gesetzeszweckes

Der Zweckartikel wird im neuen Gesetz gegenüber der früheren Gesetzgebung in zweierlei Hinsicht verfeinert und erweitert (Art. 1 KAG im Vergleich zu Art. 1 AFG). Erstens ist der Anlegerschutz differenzierter zu verstehen (vgl. vorne Ziff. 2.1.2). Das Gesetz spricht neu zutreffend von Anlegern, d.h. im Plural. Zweitens bleibt der Anlegerschutz zwar Haupt-, nicht aber alleiniger Zweck des KAG. Im Vergleich zum AFG wurde der Gesetzeszweck um den Funktionsschutz erweitert, welcher die Interessen sämtlicher Marktteilnehmer zum Inhalt hat. Damit einhergehend werden neu explizit auch Transparenz und Funktionsfähigkeit des Marktes für kollektive Kapitalanlagen als weitere Schutzziele in den Zweckartikel aufgenommen. In Einklang mit anderen gesetzgeberischen Vorgaben, z.B. im Bereich Börsen-, Lauterkeits- oder Kartellrecht, wird damit auch das Element der Wettbewerbsfähigkeit des funktionierenden Marktes für kollektive Kapitalanlagen, verstanden als Teil des Kapitalmarktes, im Gesetzeszweck berücksichtigt²¹.

¹⁹ Bericht AGR Oberson, S. 282 (hinsichtlich dieser Frage bestand allerdings auch innerhalb der AGR keine Einigkeit); Courvoisier / Schmitz (S. 413 f.) plädieren für ein Wahlrecht für Immobiliengesellschaften hinsichtlich KAG-Unterstellung.

²⁰ Stellungnahme SFA, Beilage 2, S. 3 f.

²¹ Botschaft, S. 6412, 6435; Erläuterungsbericht KAG, S. 32 ff.; Imwinkelried (Referat)

2.3 Erweiterung des Geltungsbereichs

Der Grundsatz des Numerus Clausus des schweizerischen Privatrechts wurde durchbrochen, indem neu neben dem vertraglichen Anlagefonds auch körperschaftlich bzw. gesellschaftlich konzipierte Anlageformen vorgesehen sind²². Die Beschränkung auf vertragliche Anlagefonds stellte bis anhin einen namhaften Standortnachteil des Fondsplatzes Schweiz dar. Diese umfassende Unterstellung entsprach dem internationalen Trend²³.

Das Gesetz umschreibt den Geltungsbereich in Art. 2 Abs. 1 mit „kollektive Kapitalanlagen, unabhängig von ihrer Rechtsform“. Eingeschlossen sind auch alle Personen, die die kollektiven Kapitalanlagen verwalten und aufbewahren. Konkretisiert wird diese Umschreibung mit einem im Interesse der Rechtssicherheit unerlässlichen, allerdings nur beispielhaften Negativkatalog in Abs. 2, der expliziten Nichtunterstellung von Investmentgesellschaften in Form von Aktiengesellschaften (unter bestimmten Bedingungen; zu den Kriterien für eine Unterstellung bzw. Nichtunterstellung vgl. hinten, Ziff. 3.2.2.2) und internen Sondervermögen (Art. 2 Abs. 3 bzw. Art. 4 KAG) sowie einer Präzisierung betreffend ausländischer kollektiven Kapitalanlagen in Art. 2 Abs. 4 KAG²⁴.

Gemäss Art. 5 KAG werden auch strukturierte Produkte vom KAG erfasst und vor allem im Bereich Transparenz gewissen Vorschriften unterworfen, nicht aber einer Bewilligungspflicht unterstellt²⁵. Für Immobilienanlagen spielten strukturierte Produkte bisher eine sehr untergeordnete Rolle²⁶, weshalb hier auf weitere Ausführungen, insbesondere zu möglichen Abgrenzungsschwierigkeiten, verzichtet wird.

Die Auffang- und Missbrauchsklausel von Art. 6 KAG ermächtigt den Bundesrat, weitere Vermögen oder Gesellschaften dem Gesetz ganz oder teilweise zu unterstellen bzw. unterstellte Vermögen und Gesellschaften von der Unterstellung zu befreien. Massgebend ist der Schutzzweck des Gesetzes²⁷.

²² Der Erläuterungsbericht KAG (S. 38) spricht von einem Paradigmenwechsel, Abegglen (S. 70) von einer „epochalen Neuerung“.

²³ Botschaft, S. 6412 f.

²⁴ Botschaft, S. 6413 f.; Kühne / Lengauer, S. 46 f.

²⁵ Abegglen, S. 73, 79, 90 f.

²⁶ Bisher werden entsprechende Produkte erst von einem Anbieter vereinzelt angeboten (ZWEX-Produkte PROTEIN und CASUAL der Zürcher Kantonalbank).

²⁷ Botschaft, S. 6414; Imwinkelried (Referat), S. 12

2.4 Verfahrensrechtliche und organisatorische Neuerungen

Das neue Gesetz sieht neben den erwähnten materiellen Neuerungen vor allem auch eine Vielzahl von formellen Änderungen vor, wovon im Folgenden ein Überblick vermittelt werden soll.

2.4.1 Vereinfachtes Bewilligungsverfahren für offene kollektive Kapitalanlagen

Neu macht das Gesetz Vorgaben betreffend Bewilligungsfristen im ordentlichen Verfahren (Art. 17 KAG i. V. m. Art. 17 KKV).

Voraussetzung für die Gewährung des vereinfachten Bewilligungsverfahrens ist, dass das Fondsreglement (Fondsvertrag beim vertraglichen Anlagefonds bzw. Anlagereglement bei der SICAV, zur Differenzierung der einzelnen Rechtsformen vgl. hinten, Ziff. 3.2.1) dem Musterreglement einer Branchenorganisation (konkret: Selbstregulierungsbehörde SFA) oder einem von der EBK gegenüber dem Bewilligungsträger als verbindlich anerkannten Standard entspricht (Art. 16 Abs. 1 KKV)²⁸. Sind die Voraussetzungen erfüllt, gilt für Immobilienfonds für qualitative Anleger das Gesuch nach Eingang als genehmigt (Art. 17 Abs. 1 lit. a KKV; die EBK kann allerdings innerhalb von drei Monaten die nachträgliche Änderung der Dokumente verlangen, Art. 18 Abs. 1 KKV). Im Falle eines Immobilienpublikumsfonds hat die EBK das Gesuch innerhalb sechs Wochen zu genehmigen (Art. 17 Abs. 2 lit. b KKV)²⁹.

2.4.2 Erweiterter Tätigkeitsbereich der Fondsleitung

Die Fondsleitung muss wie bisher eine Schweizer Aktiengesellschaft mit einem Mindestkapital von einer Million Schweizer Franken sein (Art. 28 KAG i. V. m. Art. 43 KKV). Zur Ermöglichung einer europaweiten Tätigkeit und der Nutzung von Synergieeffekten wurden Eigenmittelvorschriften und sonstige Bewilligungsvoraussetzungen für Fondsleitungen mit der EU-Regelung harmonisiert sowie ein Katalog weiterer zulässiger Dienstleitungen aufgestellt³⁰. Neben der Haupttätigkeit, der Ausübung des Fondsgeschäfts, kann eine Fondsleitung neu namentlich Vermögensverwaltung, Anlageberatung sowie Aufbewahrung und technische Verwaltung kollektiver Kapitalanlagen anbieten

²⁸ Erläuterungsbericht KKV, S. 13

²⁹ Botschaft, S. 6444; Erläuterungsbericht KKV, S. 13 f.; Abegglen S. 73, 78; Imwinkelried (Referat), S.14

³⁰ Botschaft, S. 6419 f.; Erläuterungsbericht KAG, S. 59, 88 f.; Abegglen S. 74

(Art. 29 KAG), was aber keine spezifische Neuerungen hinsichtlich Immobilienanlagen zur Folge hat.

2.4.3 Verwaltung und Beratung von Individualmandaten

Um die EU-Vorschriften zu erfüllen, werden mit Einführung des KAG neu gewisse Kategorien von Vermögensverwaltern einerseits einer Bewilligungspflicht und andererseits einer aufsichtsrechtlichen Überwachung durch die EBK unterstellt (Art. 13 Abs. 2 lit. f i. V. m. Art. 14 und 18 KAG, Art. 19 bis 29 KKV). Erfasst werden Vermögensverwalter, welche Vermögen von schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen verwalten, d.h. Anlageentscheide treffen³¹. Auch diese Neuerung hat keine speziellen Implikationen hinsichtlich der Anlage in Immobilien.

2.4.4 Weitere Neuerungen

Der Vollständigkeit halber seien hier auch noch die weiteren Neuerungen erwähnt, soweit sie (auch) für Immobilienanlagen relevant sind.

Neu muss ein vereinfachter Prospekt auch für Immobilienfonds und übrige Fonds für traditionelle Anlagen (bisher nur für Effektenfonds) erstellt werden³². Der vereinfachte Prospekt ist zwar nicht bewilligungspflichtig, es besteht aber eine Pflicht zur Einreichung. Das Gesetz verlangt die Veröffentlichung (Art. 76 Abs. 1 KAG). Gemäss bundesrätlicher Verordnung muss ein jährlicher „Update“ des Dokuments erfolgen (Art. 107 Abs. 3 KKV).

Im Vergleich zur früheren Gesetzgebung wurde die Publikation bei Reglementsänderungen hinsichtlich Form und Inhalt vereinfacht (Art 27 KAG im Vergleich zu Art. 8 AFG)³³.

Neu ist die Schaffung von Anteilklassen ohne Reglementsänderungen möglich (Art. 40 Abs. 3 KKV i. V. m. Art. 27 KAG)³⁴.

³¹ Botschaft, S. 6427 f.; Erläuterungsbericht KAG, S. 52 - 55; Abegglen, S. 71, 75 f.

³² Ziel war die Besserstellung der Anleger, indem der vereinfachte Prospekt besser auf deren Bedürfnisse zugeschnitten werden soll, vgl. Erläuterungsbericht KAG, S. 96 f.

³³ Erläuterungsbericht KAG, S. 95

³⁴ Erläuterungsbericht KKV, S. 19

Das Gesetz sieht schliesslich eine verstärkte Aufsicht bei Vertretern von ausländischen Kapitalanlagen in der Schweiz vor (Art. 13 Abs. 2 lit. h i. V. m. Art. 14; Art. 126 Abs. 1 lit. f, Art. 128 Abs. 1 lit. d KAG)³⁵.

2.5 Begriffliches

Das neue Gesetz bringt auch begrifflich einige Neuerungen, welche im Rahmen dieses Abschnitts erläutert werden sollen.

2.5.1 Kollektive Kapitalanlagen

Da neu grundsätzlich sämtliche Formen von kollektiven Kapitalanlagen (KK) zu regeln waren, brauchte es einen rechtsformneutralen Oberbegriff, wofür in Anlehnung an englische und französische Bezeichnungen „kollektive Kapitalanlagen“ gewählt wurde³⁶. Der Begriff enthält die Elemente Kapitalanlage und Kollektivanlage (relevant zur Abgrenzung gegenüber der Individualanlage) und umfasst gemäss Art. 7 KAG Abs. 1 die folgenden Tatbestandsmerkmale³⁷:

- Vorliegen eines Vermögens;
- (Fremd-)Verwaltung;
- Gemeinschaftliche Kapitalanlage;
- Gleichmässige Befriedigung der Anlagebedürfnisse der Anleger.

Im Gegensatz zum AFG sind öffentliche Werbung und Risikoverteilung nicht mehr begriffsrelevant³⁸.

2.5.2 Offene und geschlossene kollektive Kapitalanlagen

Bei den kollektiven Kapitalanlagen wird zwischen offenen und geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen unterschieden³⁹. Das wesentliche Differenzierungskriterium ist das Rückgaberecht bzw. die Rücknahmepflicht der Anteile. Bei offenen kollektiven Kapitalanlagen haben die Anleger einen Rechtsanspruch gegenüber der Fondsleitung bzw. der SICAV auf Rückerstattung ihres Anteils zum Nettoinventarwert (NAV) im Primärmarkt (Art. 8 Abs. 2 KAG). Anleger von geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen ha-

³⁵ Erläuterungsbericht KAG, S. 109, 112

³⁶ Erläuterungsbericht KAG, S. 41

³⁷ Botschaft, S. 6416 f.; Courvoisier / Schmitz, S. 408

³⁸ Botschaft, S. 6419; Erläuterungsbericht KAG, S. 41; Courvoisier / Schmitz, S. 410; Imwinkelried (Referat), S. 9

³⁹ In Art. 7 Abs. 2 KAG nennt das Gesetz explizit die Möglichkeit von offenen und geschlossenen KK .

ben weder unmittelbar noch mittelbar einen entsprechenden Rechtsanspruch (Art. 9 Abs. 2 KAG)⁴⁰.

Im Unterschied zu den deutschen offenen Immobilienfonds, bei welchem Anteile jederzeit zurückgegeben werden können, sieht das Schweizer Recht gemäss Art. 66 Abs. 2 KAG für diese Fondskategorie eine Kündigungsfrist von zwölf Monaten auf das Ende des Geschäftsjahres vor. Es wird in diesem Zusammenhang deshalb auch von „ökonomisch geschlossenen“ Anlagen gesprochen. Nach von Felten stellen im schweizerischen Anlageuniversum einzig die Anlagestiftungen offene indirekte Immobilienanlagen dar.⁴¹ Auch die SFA spricht in ihrer Stellungnahme bei Immobilienfonds gemäss AFG mit Kündigungsfrist und Bezugsrecht für bisherige Anleger (woran sich im KAG nichts geändert hat) von einem geschlossenen Produkt und plädiert für die Erweiterung der Produktpalette durch die Einführung der zusätzlichen Möglichkeit, Immobilienfonds auch als offene Vehikel im Sinne der deutschen offenen Immobilienfonds aufzulegen (Charakteristika: jederzeitiges Rückgaberecht grundsätzlich ohne Kündigungsfrist, Möglichkeit der laufenden Ausgabe neuer Anteile, kein so genanntes Market Making)⁴². Die SFA war der Meinung, dass dies einem Bedürfnis der Anleger entspreche und versprach sich davon eine Stärkung des Immobilienfondsgeschäftes⁴³. Der Gesetzgeber ist dem Antrag der SFA aber nicht gefolgt (zu den Konsequenzen in der Praxis vgl. hinten, Ziff. 5.2.1).

Zur Kategorie der offenen kollektiven Kapitalanlagen gehören die Anlagefonds (Vertraglicher Anlagefonds und Investmentgesellschaft mit variablem Kapital/SICAV) sowie die Anlagestiftungen. Letztere sind allerdings dem Anwendungsbereich des KAG entzogen. Da sich diese Arbeit auf die dem KAG unterstellten Anlagevehikel beschränkt, können die Termini „offene kollektive Kapitalanlagen“ und „Anlagefonds“ synonym verwendet werden. Zu den geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen werden Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK) und Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) gezählt (zu Anlageuniversum und den einzelnen Rechtsformen vgl. hinten, Kapitel 3).

⁴⁰ Botschaft, S. 6416; Erläuterungsbericht KAG, S. 45 f.

⁴¹ Von Felten, S. 14

⁴² Stellungnahme SFA, Beilage 1, S. 10 ff.

⁴³ Stellungnahme SFA, S. 3

2.5.3 Einanlegerfonds

Der als QIF (Qualified Investor Funds, vgl. im Anschluss Ziff. 2.5.5) konzipierte Fondstyp „Einanlegerfonds“ wird in der KKV (Art. 5 Abs. 1 und 2) erstmals kodifiziert. Offene kollektive Kapitalanlagen (als vertraglicher Anlagefonds oder SICAV ausgestaltet) für einen einzigen Anleger sind danach für bestimmte Anleger (Vorsorgeeinrichtungen, Lebens- und Sozialversicherungen) zulässig⁴⁴. Die EBK kann einerseits den Anwendungsbereich erweitern, andererseits die Bewilligung aber auch von zusätzlichen Bedingungen abhängig machen. Massgebend für die Zulassung war die Abstützung auf die Destinatärstheorie⁴⁵. Der Fondsvertrag bzw. die Statuten müssen die Beschränkung des Anlegerkreises offen legen (Art. 5 Abs. 1 lit. b KKV i. V. m. Art. 15 Abs. 1 lit. a und b KAG sowie Art. 43 Abs. 2 lit. b KAG). Neu ist die Rückdelegation des Portfolio-Managements (nicht aber der Anlageentscheide) an die Anleger erlaubt⁴⁶.

2.5.4 Anleger versus Investor

Die Begriffe „Anleger“ und „Investor“ sind zwar keineswegs neu, ebenso wenig ist es deren Verwendung. Eine begriffliche Klärung erscheint dennoch an dieser Stelle sinnvoll.

Das Gesetz verwendet nur den Begriff „Anleger“. Der Begriff „Investor“ kann aus rein sprachlicher Sicht weitgehend synonym verwendet werden⁴⁷. Wer Geld investiert (ist Investor), legt das Geld an (ist Anleger). Entsprechend dem zweistufigen Investitionsvorgang kann indes differenziert werden zwischen dem Investor einerseits, der ein Produkt auflegt und dem Anleger andererseits, der in das Produkt investiert. Der Investor ist in der Regel eine Organisation (z.B. Bank), die Direktanlagen tätigt, z.B. Immobilien kauft und wird auch Promotor⁴⁸ oder (z.B. im Falle der SICAV) Sponsor genannt. Der Anleger kann eine natürliche oder eine juristische Person sein, der sich mit dem Kauf von Anteilen oder Aktien am Produkt beteiligt und wird auch Zielpublikum oder Zielgruppe⁴⁸ genannt. Bei der KGK wären in Analogie zu dieser Begriffsdefinition der Komplementär (General Partner) der Investor, die Kommanditäre (Limited Partners) die Anleger. Zwingend ist die Differenzierung aber nicht; die Unterscheidung wird in der Praxis in der Tat auch nicht konsequent angewendet.

⁴⁴ Botschaft, S. 6418; Erläuterungsbericht KKV, S. 7; KAG-Atlas, S. 16 f.; Imwinkelried (Referat), S. 16

⁴⁵ Erläuterungsbericht KAG, S. 42 f.

⁴⁶ Bünzli, S. 13

⁴⁷ Die Botschaft verwendet die Begriffe synonym; i. d. R. spricht sie von „Anlegerinnen und Anlegern“, vereinzelt aber auch von „Investorinnen und Investoren“; z.B. S. 6425, 6429.

⁴⁸ Vgl. z.B. KAG-Atlas

2.5.5 Qualifizierte Anleger

Der Begriff des qualifizierten Anlegers, welcher neben institutionellen Anlegern auch vermögende Privatpersonen umfasst, wurde mit dem KAG neu eingeführt und auf Gesetzesstufe definiert. Die Auflistung in Art. 10 Abs. 3 KAG kann in drei Kategorien zusammengefasst werden:

- Professionelle Anleger (institutionelle Anleger mit professioneller Tresorerie; Art. 10 Abs. 3 lit. a bis d KAG);
- Anleger mit schriftlichem Vermögensverwaltungsvertrag (Art. 10 Abs. 3 lit. f KAG);
- Vermögende Privatpersonen (HNWI) mit Finanzanlagen im Wert von mindestens zwei Millionen Schweizer Franken (Art. 10 Abs. 3 lit. e KAG i. V. m. Art. 6 Abs. 1 KKV).

Von Relevanz ist der Begriff des qualifizierten Anlegers primär in dreierlei Hinsicht⁴⁹:

- i) Beschränkung des Anlegerkreises durch das Gesetz bzw. durch das Fondsreglement oder die Statuten (mit Bewilligung der Aufsichtsbehörde). Wichtigste gesetzliche Anwendungsfälle sind KGK und SICAF, im Weiteren aber auch die für die Praxis voraussichtlich relevanten Einanlegerfonds (vgl. vorne, Ziff. 2.5.3). Im Falle der KGK müssen die Anleger zwingend qualifizierte Anleger sein (Art. 98 Abs. 3 KAG), im Falle der SICAF führt die entsprechende Qualifizierung zur Nichtunterstellung unter das KAG (Art. 2 Abs. 3 lit. a KAG und Art. 110 Abs. 1 lit. b KAG);
- ii) Erleichterungen bei der Zulassung von Produkten dank der Möglichkeit eines vereinfachten Genehmigungsverfahrens sowie zusätzliche Gestaltungsmöglichkeiten dank der Möglichkeit der Entbindung von bestimmten gesetzlichen Vorschriften (Art. 10 Abs. 5 KAG; zur Relevanz dieser Bestimmung vgl. hinten, Ziff. 5.2.1);
- iii) Bedeutung im Produktvertrieb: Ausschliesslich an qualifizierte Anleger gerichtete Werbung gilt als nicht öffentlich (Art. 3 KAG).

Fonds für qualifizierte Anleger werden kurz QIF (Qualified Investor Funds) genannt.

⁴⁹ Botschaft, S. 6429; Abegglen, S. 77; Bünzli, S. 9

2.5.6 Fondsreglement und Prospekt

Etwas umständlich ist die Kodifizierung von Fondsreglement und Prospekt. Die Terminologie beim schon vor Inkrafttreten des KAG existierenden vertraglichen Anlagefonds wurde geändert, und die Bestimmungen bzw. Begriffe für die Dokumente der neuen Rechtsformen sind hinzugekommen.

Die für den vertraglichen Anlagefonds einzureichenden Dokumente waren unter dem AFG Fondsreglement und Prospekt⁵⁰. In der Praxis wurden diese Dokumente entweder als Verkaufsprospekt mit integriertem Reglement oder Fondsreglement mit Anhang (Prospektteil) ausgestaltet. Erstere Form wurde i. d. R. für Publikumsfonds, letztere für Immobilienfonds für institutionelle Anleger verwendet.

Gemäss Art. 8 Abs. 3 KAG haben offene kollektive Kapitalanlagen ein Fondsreglement, beim vertraglichen Anlagefonds entspricht dies dem Kollektivanlagevertrag bzw. Fondsvertrag, bei der SICAV Statuten und Anlagereglement. Die konstituierenden Dokumente unterliegen der Genehmigungspflicht durch die EBK (Art. 15 Abs. 1 lit. a und b KAG). Inhalt und Änderungsprozedere des Fondsvertrags sind in Art. 26 f. KAG geregelt, Art. 43 KAG regelt den Inhalt der Statuten, und Art. 44 KAG verweist hinsichtlich Inhalt des Anlagereglements auf den Fondsvertrag.

Bei den gemeinsamen Bestimmungen für offene kollektive Kapitalanlagen wird in Art. 75 KAG die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts statuiert. Gemäss Abs. 2 dieser Bestimmung enthält der Prospekt das Fondsreglement, Art. 106 Abs. 1 KKV präzisiert, dass der Prospekt neben dem Fondsreglement alle wesentlichen Angaben, die für die Beurteilung des kollektiven Kapitalanlage von Bedeutung sind, enthält⁵¹. Das Verhältnis von Prospekt und Fondsreglement entspricht also grundsätzlich der bisherigen Regelung. Nimmt man das Gesetz wörtlich, müsste im Falle der SICAV der Prospekt Anlagereglement *und* Statuten enthalten (da zusammen dem Fondsreglement entsprechend). Es ist jedoch anzunehmen, dass in der Praxis die Statuten analog dem luxemburgischen Vorbild als separates Dokument einzureichen sind.

⁵⁰ Genehmigungspflichtig war (und ist) nur das Fondsreglement.

⁵¹ Der Mindestinhalt des Prospekts wird im Anhang 1 der KKV detailliert wiedergegeben (im Wesentlichen in Übereinstimmung mit der entsprechenden Auflistung der AFV).

Der Begriff des vereinfachten Prospekts ist nicht neu. Neu ist lediglich, dass ein entsprechendes Dokument zusätzlich zum (normalen) Prospekt nicht nur für Effektenfonds, sondern auch für Immobilienfonds und übrige Fonds für traditionelle Anlagen zu veröffentlichen ist (Art. 76 KAG, vgl. vorne, Ziff. 2.4.4).

Keine terminologische Schwierigkeiten sollten die vorgeschriebenen Dokumente der geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen bieten: Gesellschaftsvertrag für die KGK (Art. 9 Abs. 3 und Art. 15 Abs. 1 lit. c KAG) bzw. Statuten und Anlagereglement für die SICAF (Art. 9 Abs. 4 und Art. 15 Abs. 1 lit. d KAG). Verlangt ist für beide Rechtsformen auch ein Prospekt, nicht aber ein vereinfachter Prospekt (Art. 102 Abs. 3 bzw. Art. 116 KAG).

2.6 Neue Musterdokumente

Von der Systematik nicht ganz passend (da grundsätzlich nichts Neues), aber weil von grosser praktischer Bedeutung, werden an dieser Stelle die Musterdokumente thematisiert. Die Entwicklung dieser Dokumente gehört zum Aufgabenbereich der Selbstregulierungsbehörde SFA, wobei der EBK als zuständige Genehmigungsbehörde eine wichtige Rolle zukommt.

Im Bereich Immobilienanlagen sind die Bemühungen noch nicht sehr weit fortgeschritten. Es besteht bisher lediglich ein Entwurf für den Musterfondsvertrag der Kategorie Immobilienfonds. Dies liegt im Wesentlichen daran, dass die Ausarbeitung der Musterdokumente für Immobilienanlagen aufgrund der erwünschten einheitlichen Struktur der Dokumente jeweils erst in Angriff genommen werden kann, nachdem die entsprechenden Musterdokumente für Effektenfonds entwickelt und verabschiedet worden sind. In der Folge hat die SFA erst vor kurzem (im Juni 2007) den Musterfondsvertrag für Immobilienfonds in eine letzte kurze Vernehmlassung gegeben und anschliessend (im Juli 2007) zusammen mit dem Entwurf des Musterprospekts der EBK eingereicht.

Bei der Rechtsform des vertraglichen Anlagefonds war es immerhin auch vor Verabschiedung der Musterdokumente schon möglich, ein entsprechendes Gesuch einzureichen, indem man sich mit den alten Musterdokumenten (Fondsreglement und Prospekt)

behalf. Dieser Prozess war indes umständlich und entsprechend zeitaufwändig und verlangte überdies die Einreichung eines vereinfachten Prospekts⁵². Das Erlangen einer Bewilligung war aber – unter erschwerten Bedingungen – zumindest möglich, allerdings mit dem Vorbehalt, dass der Fondsvertrag (unter Fristansetzung durch die EBK) nochmals überarbeitet werden muss.

Im Falle der SICAV werden ebenfalls zuerst die notwendigen Dokumente (Statuten und Anlagereglement sowie Prospekt) für Effektenfonds entwickelt und darauf basierend die Version für die Immobilien-SICAV.

Betreffend KGK wurde bereits im Herbst 2006 eine kleine Expertengruppe (zusammengesetzt aus Anwälten und Bankenvertretern) im Auftrag von SFA und SECA mit der Aufgabe betraut, einen Mustergesellschaftsvertrag zu entwickeln. Aus Zeitgründen verständigte man sich darauf, nur eine allgemeine Version an die EBK einzureichen und von den Unterarten Immobilien- und Hedge Funds vorerst abzusehen. Seit Mitte Juni 2007 liegt die Musterdokumentation für die KGK vor.

3 Indirekte Immobilienanlagen unter dem KAG

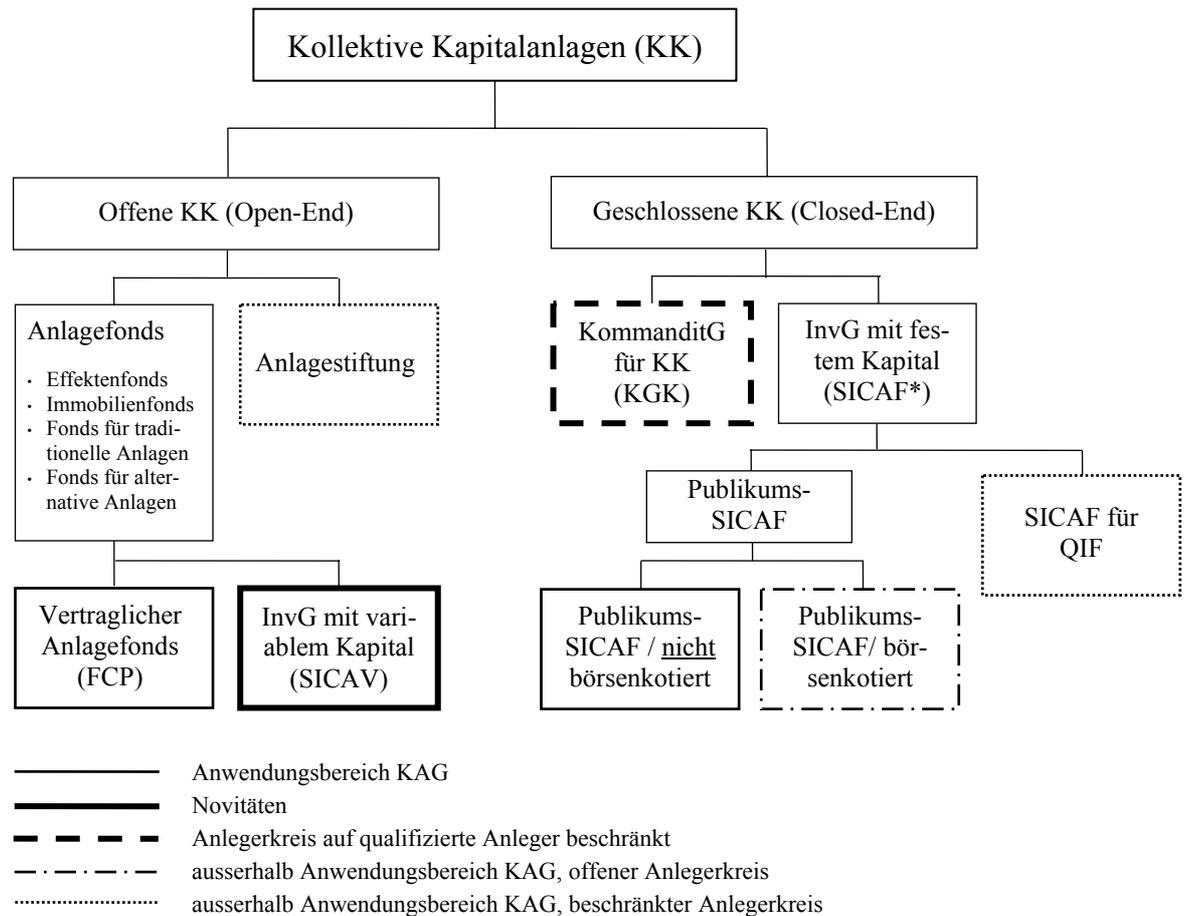
In diesem Kapitel soll einerseits das Anlageuniversum der kollektiven Kapitalanlagen und der Anwendungsbereich des KAG aufgezeigt, andererseits die einzelnen Rechtsformen vorgestellt werden. Dabei kommt man aus Verständnisgründen nicht umhin, von den Kollektivanlagen im Allgemeinen auszugehen und die Besonderheiten für Immobilienanlagen davon abzuleiten.

3.1 Anlageuniversum

Die folgende Abbildung zeigt einen Überblick über die kollektiven Kapitalanlagen und den Anwendungsbereich des KAG⁵³.

⁵² Der vereinfachte Prospekt ist ebenfalls noch nicht verabschiedet. Es ist geplant, für alle Fondsarten das gleiche Raster zu verwenden, und zwar dasjenige des Effektenfonds. Ein entsprechendes Masterdokument wurde in überarbeiteter Form im Juni 2007 nochmals der EBK unterbreitet. Ob ein einheitliches Raster sinnvoll ist, sei dahingestellt. Jede Fondsart hat ihre Besonderheiten. Die Konsequenz für Immobilienfonds ist deshalb vermutlich, dass Inhalte im vereinfachten Prospekt aufgeführt werden müssen, die im Prospekt, also im Hauptdokument, fehlen (da eigentlich für Immobilienfonds nicht relevant), und andererseits ist fraglich, ob die für Immobilienfonds wichtigsten Elemente abgedeckt sind.

⁵³ Grundsätzlich analog Botschaft, Anhang I, S. 6502; Erläuterungsbericht KAG, Anhang II; Abegglen, S. 72; Bünzli, S. 19; Imwinkelried (Referat), S. 8; von Wyl, S. 4



* Der Begriff „SICAF“ wird in dieser Arbeit nicht nur für die KAG-regulierte Investmentgesellschaft, sondern als Synonym für Investmentgesellschaft verwendet.

Indirekte Immobilienanlagen sind grundsätzlich in allen dargestellten Rechtsformen möglich, d.h. nicht nur in der Form von Anlagefonds, als die sie eine explizite gesetzliche Ausgestaltung erfahren (Art. 58 ff. KAG). Vielmehr kann auch mittels geschlossener kollektiver Kapitalanlage in Immobilien investiert werden. Im Falle der KGK sind – wie bereits in Ziff. 1.3 erwähnt – Bau- und Immobilienprojekt auf Verordnungsstufe explizit erwähnt (Art. 121 Abs. 1 lit. a KKV)⁵⁴.

3.2 Rechtsformen im Einzelnen

Nach der Darstellung des Anlageuniversums im Sinne einer Übersicht soll nachfolgend im Einzelnen auf die verschiedenen Rechtsformen eingegangen werden, und zwar ge-

⁵⁴ Im Anhang I (S. 47 f.) findet sich eine detaillierte Gegenüberstellung der vier unter dem KAG geregelten Rechtsformen mit Fokus Immobilienanlagen, welche aber keinen Anspruch auf Vollständigkeit erhebt (insbesondere nicht hinsichtlich Vor- und Nachteile der verschiedenen Vehikel).

gliedert nach der grundsätzlichen Unterscheidung zwischen offenen und geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen (zum wesentlichen Unterscheidungskriterium vgl. vorne, Ziff. 2.5.2).

3.2.1 Offene kollektive Kapitalanlagen

Wie der Übersicht in Ziff. 3.1 zu entnehmen ist, gehören neben den dem KAG unterstellten Anlagefonds grundsätzlich auch die dem KAG entzogenen Anlagestiftungen zu den offenen kollektiven Kapitalanlagen (zum Begriff vgl. vorne, Ziff. 2.5.2). Beim Begriff „Anlagefonds“ denkt man zunächst – alleine schon aus sprachlichen Gründen – an den vertraglichen Anlagefonds. Neu zu dieser Kategorie von Kapitalanlagen hinzu gekommen ist die körperschaftliche bzw. gesellschaftsrechtliche Form der Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV).

3.2.1.1 Gemeinsamkeiten

Der vertragliche Anlagefonds und die SICAV sind in vielfacher Hinsicht gleich geregelt. Das Gesetz enthält im 2. Titel über die offenen kollektiven Kapitalanlagen ein Kapitel „Gemeinsame Bestimmungen“, worin je ein Abschnitt die Depotbank (Art. 72 ff. KAG), Prospekt und vereinfachter Prospekt (Art. 75 ff. KAG), Stellung der Anleger (Erwerb und Rückgabe der Anteile, Zwangsrückkauf, Auskunfts- und Klagerechte; Art. 78 ff. KAG), Buchführung und Bewertung (Art. 87 ff. KAG), Umbrella-Fonds (Art. 92 ff. KAG) sowie Umstrukturierung und Auflösung (Art. 95 ff. KAG) thematisiert.

Der Anlegerkreis von offenen kollektiven Kapitalanlagen ist von Gesetzes wegen offen, kann aber durch das Fondsreglement auf qualifizierte Anleger beschränkt werden (so genannte QIF; Art. 10 Abs. 2 KAG, vgl. vorne, Ziff. 2.1.2 und Ziff. 2.5.5).

Gemeinsam sind den offenen kollektiven Kapitalanlagen auch die Fondsarten (Effektenfonds, Immobilienfonds und übrige Fonds) und deren Anlagevorschriften. Vorliegend von besonderem Interesse sind die Anlagevorschriften über die Immobilienfonds (Art. 58 ff. KAG). Immobilienfonds haben nur wenige Neuerungen erfahren. Die Bestimmungen über zulässige Anlagen, Risikoverteilung und Anlagebeschränkungen entsprechen weitgehend dem alten Recht (Art 58 ff. KAG, Art. KKV 86 ff.)⁵⁵.

⁵⁵ Botschaft, S. 6458 f.; Erläuterungsbericht KKV, S. 27; KAG-Atlas, S. 12 f.; Imwinkelried (Referat), S. 24 ff.; von Felten, S. 16

So entspricht Art. 59 KAG betreffend zulässiger Anlagen im Wesentlichen Art. 36 AFG. Generell zulässig sind neu Anlagen in andere Immobilienfonds und börsenkotierte Immobilieninvestmentgesellschaften bis maximal 25 Prozent des Gesamtfondsvermögens sowie Immobilienanlagen im Ausland (Art. 59 Abs. 1 lit. c bzw. lit. d KAG), welche bisher gemäss Praxis der EBK den Fonds für institutionelle Anleger vorbehalten waren⁵⁶. Neu ist zudem gemäss Art. 61 KAG der Einsatz von Zinsderivaten zur Absicherung der für Immobilienfonds bedeutsamen Zinsrisiken erlaubt, sofern diese mit der Anlagepolitik vereinbar ist⁵⁷.

Unter dem KAG sind neu Zeichnungen und Rücknahmen auch in Sachwerten (sog. „Payment and Redemption in kind“) möglich⁵⁸. Gemäss Art. 78 Abs. 4 KAG kann die EBK entsprechende Abweichungen von der Pflicht zur Ein- und Auszahlung in bar zulassen. Es bedingt dies indes eine entsprechende Reglementsänderung⁵⁹.

Die Regelung der Schätzungsexperten war im AFG (Art. 39 AFG und Art. 50 bis 52 AFV) ausführlicher als im KAG (Art. 64 KAG) kodifiziert. Das KAG überlässt die Definition der Anforderungen weitgehend der Aufsichtsbehörde. Neu verlangt das Gesetz jetzt explizit, dass Fondsleitung bzw. SICAV „mindestens zwei natürliche oder eine juristische Person“ als Schätzungsexperten beauftragen (Abs. 1 der genannten Gesetzesbestimmung). Erste Praxiserfahrungen beim Einreichen eines Gesuches für die Lancierung eines Immobilienfonds unter dem neuen KAG haben gezeigt, dass die EBK de facto und in Abweichung der gesetzlichen Vorgaben verlangt, dass im Prospekt neben einer juristischen Person (in casu ein renommiertes unabhängiges Unternehmen für Immobilienberatungen und -bewertungen) *zusätzlich* mindestens zwei natürliche Personen als Schätzungsexperten aufgeführt werden.

Die Fondsleitung bzw. SICAV muss ferner gemäss Art. 67 KAG einen börslichen oder ausserbörslichen Handel der Immobilienfondsanteile sicherstellen. Im Gegensatz zum AFG (Art. 42) muss das so genannte Market Making aber nicht mehr zwingend über die Depotbank, sondern kann „über [irgend]eine Bank oder einen Effekthändler“ erfolgen⁶⁰.

Nicht in den gemeinsamen Bestimmungen, jedoch für beide Formen der offenen kollektiven Kapitalanlagen neu eingeführt wurde ein Mindestvermögen von fünf Millionen

⁵⁶ Botschaft, S. 6458

⁵⁷ Botschaft, S. 6459

⁵⁸ Erläuterungsbericht KAG, S. 93; Imwinkelried (Referat), S. 15

⁵⁹ Von Felten, S. 16

⁶⁰ Botschaft, S. 6459; Erläuterungsbericht KAG, S. 107

Schweizer Franken ein Jahr nach Lancierung des Anlagefonds (Art. 25 Abs. 3 bzw. Art. 36 Abs. 2 KAG i. V. m. Art. 35 Abs. 2 KKV).

Nicht neu, aber erstmals kodifiziert ist schliesslich der Einanlegerfonds, welcher in beiden Rechtsformen der offenen kollektiven Kapitalanlagen aufgesetzt werden kann (zum Begriff vgl. vorne, Ziff. 2.5.3; zur Differenzierung der beiden Rechtsformen hinsichtlich Einanlegerfonds vgl. hinten, Ziff. 5.2.2).

3.2.1.2 Vertraglicher Immobilienfonds

Beim schon bisher regulierten vertraglichen Anlagefonds, wofür i. d. R. die französische Abkürzung FCP (Fonds Commun de Placement) verwendet wird, schliesst der Anleger einen Vertrag mit der Fondsleitung ab. Dieser Vertrag wird neu als „Kollektivanlagevertrag“ bzw. „Fondsvertrag“ bezeichnet (vgl. vorne, Ziff. 2.5.6). Neu ist im Übrigen primär, dass der FCP seine Monopolstellung verloren hat⁶¹. Die immobilien-spezifischen Bestimmungen betreffen Anlagefonds bzw. offene kollektive Kapitalanlagen im Allgemeinen, weshalb im vorangehenden Abschnitt unter Gemeinsamkeiten darauf eingegangen wurde (vgl. Ziff. 3.2.1.1).

Für bestehende Immobilienfonds ergibt sich denn auch nur wenig Anpassungsbedarf. Innerhalb eines Jahres nach Inkrafttreten des KAG muss einerseits das angepasste Fondsreglement zur Genehmigung bei der EBK einereicht und andererseits ein vereinfachter Prospekt erstellt und veröffentlicht werden (Art. 154 Abs. 2 und 3 KAG; vgl. vorne Ziff. 2.4.4). Zudem müssen die Änderungen in den Publikationsorganen des Fonds sowie im Halbjahres- und Jahresbericht publiziert werden (Art. 27 Abs. 2 und Art. 89 Abs. 1 lit. g Ziff. 1 KAG). Es ist allerdings zurzeit noch nicht klar, welche konkreten Änderungen dies zukünftig mit sich bringen wird, da die Musterdokumente für Immobilienfonds noch nicht verabschiedet sind (zur Problematik vgl. vorne, Ziff. 2.6)⁶².

3.2.1.3 Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV)

Eine echte Novität des KAG ist die Einführung der Investmentgesellschaft mit variablem Kapital, kurz SICAV, eine Anlageform nach luxemburgischem Vorbild, die als Unterart der offenen kollektiven Kapitalanlagen gleichwertig neben den vertraglichen An-

⁶¹ Botschaft, S. 6413; Erläuterungsbericht KAG, S. 39

⁶² Von Felten, S. 18

lagefonds tritt⁶³. Es handelt sich dabei um eine im Handelsregister einzutragende Kapitalgesellschaft sui generis mit dem ausschliesslichen Zweck der kollektiven Kapitalanlage, bei der die allgemeinen Vorschriften des Aktienrechts nur da zur Anwendung gelangen, wo das KAG darauf verweist. Es folgt dies e contrario daraus, dass das Gesetz – im Gegensatz zu KGK und SICAF, bei welchen das KAG in Art. 99 sowie Art. 112 explizit eine subsidiäre Anwendung der Bestimmungen des OR explizit statuiert – für die SICAV keine solche Regelung vorsieht⁶⁴.

Spezialgesetzliche Vorschriften sind erforderlich, weil das geltende Aktienrecht die für die Open-end-Konstruktion notwendige laufende Ausgabe und Rücknahme von Aktien (das SICAV-Prinzip) durch die starren Bestimmungen zu Kapitalerhöhung bzw. -herabsetzung verunmöglicht⁶⁵. Um dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Anleger weiterhin nachzuleben, wurde für Immobilienfonds eine gewichtige Ausnahme statuiert (Art. 42 Abs. 3 i. V. m. Art 66 Abs. 1 KAG) und faktisch mit der Gewährung eines Bezugsrechts für bisherige Anleger das SICAV-Prinzip unwirksam gemacht (zu den Konsequenzen in der Praxis vgl. hinten, Ziff. 5.2.1). Die SFA hatte sich für die generelle Einführung von offenen Immobilienfonds⁶⁶ neben der schon existierenden und als geschlossen bezeichneten Variante ausgesprochen⁶⁷. Es ist tatsächlich nicht ersichtlich, weshalb nicht zumindest bei der Immobilien-SICAV auf das Bezugsrecht der bisherigen Anleger verzichtet wurde, zumal schon vor Inkrafttreten des KAG Anlagestiftungen offene Immobilienfonds führen konnten. Für Anleger ausserhalb des für Anlagestiftungen zulässigen Kreises, insbesondere für private Anleger, wäre es eine echte und zu begrüssende Erweiterung der indirekten Anlagemöglichkeiten in Immobilien gewesen.

Kapital und Anzahl der Aktien sind nicht zum Voraus bestimmt. Es gibt Unternehmeraktien und Anlegeraktien. Für Verbindlichkeiten haftet nur das Gesellschaftsvermögen⁶⁸.

Das Gesetz sieht auf Verordnungsstufe (Art. 51 Abs. 1 und 2 KKV) in Einklang mit den OGAW- bzw. UCITS- Richtlinien zwei Formen, die *selbstverwaltete* sowie die *fremdverwaltete* SICAV, vor⁶⁹. Bei der selbstverwalteten SICAV wird das Management

⁶³ Botschaft, S. 6413; gemäss Erläuterungsbericht KAG (S. 68 f.) „eine der innovativsten Schöpfungen“ des neuen Gesetzes; Imwinkelried (Newsletter), S. 3

⁶⁴ Gleicher Meinung: Kühne / Epars, S. 53; anderer Meinung: Abegglen, S. 84; unklar bleibt das Vorgehen bei Lücken im KAG sowie bei Widersprüchen zwischen KAG und OR; im Gesetzesvorentwurf wurde das komplexe Verhältnis zum Aktienrecht explizit durch einen Gesetzesartikel geregelt, vgl. Erläuterungsbericht KAG, S. 70 f.

⁶⁵ Botschaft, S. 6420

⁶⁶ D.h. sowohl in der vertraglichen Ausgestaltung als auch als SICAV

⁶⁷ Stellungnahme SFA, Beilage 1, S. 10 ff.

⁶⁸ Im Detail vgl. Botschaft, S. 6421

⁶⁹ Erläuterungsbericht KKV, S. 21; Imwinkelried (Newsletter), S. 4

durch die Geschäftsführung (d.h. ein Organ der Gesellschaft) ausgeübt. Bei der fremdverwalteten SICAV wird das Management an eine bewilligte Fondsleitung delegiert⁷⁰. Die Ausgestaltung in der einen oder anderen Form hat keine spezielle Relevanz für Immobilienanlagen.

3.2.1.4 Unterschiede

Die Grundstruktur von FCP und SICAV sind – wie bereits mehrfach erwähnt – unterschiedlich, der FCP ist eine vertragliches, die SICAV ein gesellschaftsrechtliches Konstrukt. Als Konsequenz daraus ergeben sich verschiedene wesentliche Unterschiede.

Während Anleger von FCP und SICAV im Wesentlichen dieselben Vermögensrechte haben, unterscheiden sie sich hinsichtlich der übrigen Rechte markant. Den Anlegern von vertraglichen Anlagefonds stehen nur die Auskunftsrechte gemäss Art. 84 KAG zu. Anleger einer SICAV haben zusätzlich die Kontrollrechte gemäss OR (Art. 48 KAG i. V. m. Art. 696 f. OR) und insbesondere verschiedene Mitwirkungsrechte⁷¹, welche Anlegern von vertraglichen Anlagefonds vollständig verwehrt sind.

Im Gegensatz zum vertraglichen Anlagefonds ist bei der SICAV im Zeitpunkt der Gründung eine Mindesteinlage von 250'000 Schweizer Franken für die fremdverwaltete bzw. 500'000 Schweizer Franken für die selbstverwaltete SICAV verlangt (Art. 37 Abs. 2 KAG i. V. m. Art. 54 Abs. 1 und 2 KKV). In Art. 54 Abs. 3 KKV wird eine dauernde Einhaltungspflicht der Mindesteinlagevorschriften vorgeschrieben, was faktisch einer Nachschusspflicht der Unternehmensaktionäre entspricht⁷².

Der schon unter dem AFG gültige Grundsatz der Gleichbehandlung der Anleger gilt zwar grundsätzlich für beide Formen der kollektiven Kapitalanlagen. Bei beiden Rechtsformen wird dieses Prinzip indes durch die Möglichkeit der Schaffung von vertraglichen Anlagefonds bzw. SICAV mit Teilvermögen durchbrochen (so genannte Umbrella-Fonds, Art. 92 bis 94 KAG). Bei der SICAV wird das Prinzip zusätzlich durch die Aufteilung in die Anlegerkategorien Unternehmer- bzw. Anlegeraktien (Art. 36 Abs. 1 lit. b KAG) aufgegeben⁷³.

⁷⁰ Botschaft, S. 6418, 6421; Erläuterungsbericht KAG, S. 72

⁷¹ Teilnahme an der GV (Art. 46 Abs. 2 KAG, Art. 689 OR), Stimmrecht (Art. 47 KAG), Einsitz im Verwaltungsrat (Art. 51 KAG i. V. m. Art. 707 OR)

⁷² Erläuterungsbericht KKV, S. 21; die Mindesteinlage entspricht aber nicht dem obligationenrechtlichen Aktienkapital, da sie keinen den aktienrechtlichen Schutzvorschriften entsprechenden Kapitalschutz genießt, Kühne / Epars, S. 59

⁷³ Kühne / Epars, S. 53

Der Zweck der SICAV ist auf die Verwaltung des eigenen Vermögens beschränkt (Art. 36 Abs. 1 lit. d KAG, Art. 52 KKV), und die SICAV ist damit immer nur ein einzelnes Fondsprodukt in Gesellschaftsform. Die Fondsleitung eines vertraglichen Anlagefonds ist hingegen ein Finanzdienstleistungsunternehmen, das nicht nur eigene und Fonds für Dritte verwalten, sondern neu auch noch weitere Tätigkeiten erbringen kann (vgl. vorne, Ziff. 2.4.2)⁷⁴.

Dieser Unterscheidung entsprechend beziehen sich die Vorschriften zu den eigenen Mitteln beim FCP auf das Verhältnis zwischen den eigenen Mitteln der Fondsleitung und dem Gesamtvermögen der von ihr verwalteten kollektiven Kapitalanlagen (Art. 32 Abs. 1 KAG), bei der SICAV hingegen auf das Verhältnis zwischen den Einlagen der Unternehmeraktionäre und dem Gesamtvermögen der SICAV (Art. 39 Abs. 1 KAG).

3.2.2 Geschlossene kollektive Kapitalanlagen

Zu den vom KAG regulierten geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen gehören die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK) einerseits und die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) andererseits, letztere allerdings nur unter bestimmten Bedingungen.

3.2.2.1 Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK)

Die zweite grosse Neuheit des KAG (neben der SICAV) ist die Einführung eines der angelsächsischen Limited Partnership vergleichbaren und hinsichtlich der direkten Steuern befreiten Vehikels, die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK)⁷⁵. Die Bestimmungen des KAG gehen als *lex specialis* den Bestimmungen des OR vor. Die *lex generalis* (Art. 594 ff. OR) kommt gemäss Art. 99 KAG subsidiär zur Anwendung, soweit das KAG nichts anderes vorsieht. Die Besonderheit an dieser neuen Gesellschaftsform ist, dass der ausschliessliche Zweck einer KGK die Verwaltung des eigenen Vermögens bei der Anlage in Risikokapital ist (Art. 98 Abs. 1 und Art. 103 KAG i. V. m. Art. 117 KKV)⁷⁶. Neben der Anlage in Risikokapital („Private Equity“, Art. 120 KKV) sind gemäss Art. 103 KAG i. V. m. Art. 121 KKV auch andere, insbesondere auch Immobilienanlagen (Bau- und Immobilienprojekte) zulässig. Eine Immo-

⁷⁴ Botschaft, S. 6420; Erläuterungsbericht KAG, S. 69; Imwinkelried (Newsletter), S. 3; Kühne / Epars, S. 52

⁷⁵ Botschaft, S. 6422; Erläuterungsbericht KAG, S. 47, 78 - 81

⁷⁶ Abegglen, S. 80

bilienallokation ist bis hundert Prozent möglich und muss nicht zwingend den Charakter von Risikokapital i. S. v. Art. 120 KKV aufweisen⁷⁷.

Entgegen einer ursprünglich vorgesehenen Höchstdauer⁷⁸ können KGKs zu Recht auf unbeschränkte Zeit gegründet werden. Der Anlegerkreis ist beschränkt auf qualifizierte Anleger (Art. 98 Abs. 3 KAG) und für die mit der Verwaltung betrauten Personen werden spezielle fachliche Qualifikationen verlangt (Art. 119 Abs. 2 KKV).

Der unbeschränkt haftende⁷⁹ Komplementär (General Partner)⁸⁰ muss eine Aktiengesellschaft mit Sitz in der Schweiz sein und darf sich in dieser Funktion nur an einer KGK beteiligen (Art. 98 Abs. 2 KAG). Im Weiteren muss der General Partner eine Mindesteinlage von 100'000 Schweizer Franken tätigen (Art. 118 Abs. 2 KKV) und ist für die Geschäftsführung verantwortlich, wobei Teilaufgaben an Dritte delegiert werden können (Art. 599 OR i. V. m. Art. 119 Abs. 1 KKV).

Gemäss Art. 5 Abs. 3 KKV müssen spätestens ein Jahr nach der Lancierung mindestens fünf Kommanditäre (Limited Partners) an der KGK beteiligt sein⁸¹. Das Haftungssubstrat entspricht der Kommanditsumme. Für Limited Partners bestehen keine Mindestanlagevorschriften und kein Konkurrenzverbot, sofern allfällige andere Geschäfte offen gelegt werden und die Interessen der KGK dadurch nicht beeinträchtigt sind. Sie sind nicht zur Geschäftsführung befugt und haben keinerlei Weisungsbefugnisse hinsichtlich Anlageentscheide. Die Mitwirkungsrechte sind im Wesentlichen auf das Einsichts- und Auskunftsrecht gemäss Art. 106 KAG beschränkt. Zudem haben die Kommanditäre die Möglichkeit, den General Partner (gemäss Regelung im Gesellschaftsvertrag) abzusetzen oder die Gesellschaft durch Gesellschafterbeschluss aufzulösen (Art. 109 Abs. 1 lit. a KAG)⁸².

⁷⁷ Erläuterungsbericht KKV, S. 33; von Felten, S. 15

⁷⁸ Zur Diskussion stand die Befristung auf 12 Jahre (mit Verlängerungsmöglichkeit von zweimal zwei Jahren), vgl. Erläuterungsbericht KAG, S. 50, 81; die SECA tendierte zu 8 Jahren (plus zwei Verlängerungsoptionen), da im Venture Capital Bereich eine häufige Dauer.

⁷⁹ Die Haftung ist faktisch auf das Gesellschaftsvermögen beschränkt.

⁸⁰ Gemäss Gesetz sind auch mehrere Komplementäre möglich (vgl. Art. 98 Abs. 3 KAG, Art. 118 Abs. 2 KKV), dies dürfte in der Realität aber die Ausnahme sein.

⁸¹ Eine der Vorgaben des Bundesrates war, eine Mindestanzahl von Anlegern auf Verordnungsstufe dort festzulegen, wo Steuerumgehungen zur Diskussion stehen, vgl. Botschaft, S. 6411, 6425; die Expertenkommission hatte eine Mindestzahl von 20 Anlegern empfohlen (Erläuterungsbericht KAG, S. 81)

⁸² Botschaft, S. 6423

3.2.2.2 Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF)

Die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) bzw. Beteiligungsgesellschaft in der Form der Aktiengesellschaft ist grundsätzlich nichts Neues. Im Gegensatz zur SICAV haben die Anleger denn auch – wie bei einer normalen Aktiengesellschaft – kein Recht auf Rückgabe ihrer Anteile (geschlossene Kapitalanlage)⁸³. Eine allgemeine Unterstellung unter das KAG wurde verworfen, ebenso die steuerliche Gleichbehandlung mit den anderen KAG-Anlagevehikeln⁸⁴ (vgl. hinten, Ziff. 4.2.3). Dem KAG unterstellt ist eine SICAF nur, wenn ihr ausschliesslicher Zweck die kollektive Kapitalanlage ist, der Anlegerkreis nicht auf qualifizierte Anleger im Sinne von Art. 10 Abs. 3 KAG beschränkt und sie nicht an einer Schweizer Börse kotiert ist (Art. 2 Abs. 3 und Art. 110 KAG)⁸⁵. Das Verhältnis zum OR ist analog wie bei der KGK geregelt, d.h. die Bestimmungen des OR kommen subsidiär zur Anwendung (Art. 112 KAG i. V. m. Art. 620 ff. OR).

Bezüglich zulässiger Anlagen verweist Art. 123 Abs. 1 KKV auf die Bestimmungen für übrige Fonds. Es ist kein zwingender Grund ersichtlich, weshalb nicht auch Anlagen in Immobilien möglich sein sollten. Die EBK kann dies auf jeden Fall unter dem Titel von Art. 123 Abs. 2 KKV zulassen. Eine vertiefte Analyse dieser Frage erübrigt sich, zumal die praktische Bedeutung dieser Anlageform vermutlich gering sein wird (vgl. hinten unter Ziff. 5.4).

4 Steuern

Die steuerlichen Folgen sind für Anleger beim Entscheid betreffend kollektiver Kapitalanlagen von zentraler Bedeutung, weshalb dem Thema hier ein separates Kapitel gewidmet wird. Vorliegend sollen nachfolgend allerdings nur die grundsätzlichen steuerlichen Konsequenzen vor und nach Inkrafttreten des KAG erläutert werden. Der Versuch, die Steuerfragen in ihrer ganzen Komplexität zu erläutern, würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen und auch der immobilienpezifischen Fragestellung nicht gerecht werden⁸⁶.

⁸³ Abegglen, S. 86 f.

⁸⁴ Botschaft, S. 6411, 6426, 6429 f.; Abegglen, S. 87 f. (Der Bundesrat hatte in seiner Gesetzesvorlage eine vollständige Unterstellung, nicht aber eine steuerliche Gleichbehandlung vorgesehen.)

⁸⁵ Abegglen, S. 70; Courvoisier / Schmitz, S. 416 f.; Kühne / Lengauer, S. 46

⁸⁶ Auch der Erläuterungsbericht KAG (S. 60 f.) erwähnt die immense Bedeutung der konsistenten Abklärung und Lösung der mit der Regulierung der KK verbundenen steuerlichen Fragen. Der Komplexität der Fiskalfragen wegen wurde eine spezielle „Arbeitsgruppe Steuerfragen“ (AGR Oberson) eingesetzt.

4.1 Besteuerung von Immobilienanlagen unter dem AFG

Der Grundsatz, wonach die in Vertragsform ausgestalteten schweizerischen Anlagefonds keine eigene Rechtspersönlichkeit haben, hat schon unter der Ägide des AFG bestanden. Dementsprechend wurden (und werden immer noch) Fonds aus fiskalischer Sicht als transparent betrachtet und bilden folgerichtig kein selbständiges Steuersubjekt, d.h. Vermögen und Erträge werden ausschliesslich und direkt beim Anleger besteuert⁸⁷.

Auch nicht neu sind die beiden Möglichkeiten, wie Immobilienfonds aufgesetzt werden können: einerseits als Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz (in der Praxis bisher die Ausnahme⁸⁸), wobei der Fonds (bzw. die Fondsleitung) Eigentümerin der Liegenschaften ist und andererseits als Immobilienfonds mit indirektem Grundbesitz über eine bzw. mehrerer Immobiliengesellschaften, welche die Liegenschaften für den Fonds halten. Für Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz bestand (und besteht immer noch⁸⁹) eine Ausnahme von obigem Grundsatz der Steuertransparenz, indem der Fonds selbst Steuersubjekt ist.

Wie bereits vorne (Ziff. 2.1.3) dargelegt, stimmt bei der indirekt gehaltenen Variante die Aussage, wonach nur die Ausschüttungen beim Anleger besteuert werden, auch nicht, da die dazwischen geschaltete Immobiliengesellschaft (eine normale Aktiengesellschaft nach OR) ebenfalls besteuert wird, was zu einer wirtschaftlichen Doppelbelastung führt^{90 91}.

4.2 Besteuerung von Immobilienanlagen unter dem KAG

Im Folgenden wird die Besteuerung für jede Rechtsform des Anwendungsbereichs des KAG thematisiert und aufgezeigt, inwieweit der Grundsatz der steuerlichen Gleichbehandlung verwirklicht worden ist.

4.2.1 Besteuerung offene kollektive Kapitalanlagen

Die Besteuerung von Anlagefonds vertraglicher Ausgestaltung hat keinerlei Änderung erfahren. Der FCP ist steuertransparent, d.h. auf Ebene Fonds fallen, sofern der Grund-

⁸⁷ Botschaft, S. 6429

⁸⁸ Stellungnahme SFA, Beilage 2, S. 3

⁸⁹ Der Empfehlung der AGR Oberson (Bericht S. 284), die Sonderbestimmungen für Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz beizubehalten, wurde gefolgt.

⁹⁰ Stellungnahme SFA, Beilage 2, S. 3

⁹¹ Die Belastung ist auf Stufe Immobiliengesellschaft immerhin steuerlich optimierbar.

besitz nicht direkt gehalten wird, weder Kapital- noch Gewinnsteuern an. Auf den ausgeschütteten Vermögenserträgen wird allerdings die Verrechnungssteuer erhoben^{92 93}. Überdies sind Kapitalerträge (nicht aber Kapitalgewinne) von den Anlegern – soweit es sich um in der Schweiz steuerpflichtige Privatpersonen handelt – als Einkommen zu versteuern⁹⁴.

Immobilienfonds mit indirektem Grundbesitz unterliegen weiterhin einer steuerlichen Doppelbelastung, da nebst den Anteilsinhabern auch die die Immobilien haltende Investmentgesellschaft besteuert wird⁹⁵.

Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz bilden – wie bereits in Ziff. 4.1 erwähnt – weiterhin eine Ausnahme, indem sie nicht steuertransparent, d.h. Steuersubjekte sind. Es besteht aber keine steuerliche Doppelbelastung, zumal die Ausschüttungen des Fonds an die Anleger bei diesen steuerfrei bleiben. Durch das KAG und die Änderung des Steuerharmonisierungsgesetzes (StHG) werden die Kantone neu zudem gezwungen, die Regelung gemäss Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer (DBG), wonach kollektive Kapitalanlagen mit direktem Grundbesitz vom reduzierten Steuersatz für übrige juristische Personen profitieren, zu übernehmen. Die vom Fonds erwirtschafteten Immobilienerträge werden folglich zu einem reduzierten Steuersatz am Ort der Liegenschaft besteuert. Eine zusätzliche Besteuerung dieser Erträge auf Anlegerebene entfällt. Die Anleger profitieren damit von einer steuerlichen Vorzugsbehandlung. Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass sich der Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz gegenüber der bisher weitaus häufigeren indirekten Variante durchsetzen wird⁹⁶.

Ein Sonderfall stellen weiterhin Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz dar, deren Anteilsinhaber ausschliesslich steuerbefreite Einrichtungen der beruflichen Vorsorge sind. Diese Fonds sind über eine Änderung der einschlägigen Steuergesetze⁹⁷ neu zusätzlich von der Besteuerung (Gewinnsteuer) ausgenommen, d.h. gänzlich von der

⁹² Die Schweiz wird dadurch im Vergleich zu anderen Fondsplätzen, insbesondere Luxemburg, steuerlich weniger attraktiv bleiben.

⁹³ Ausländische Anleger sind affidavitfähig, d.h. die Verrechnungssteuer entfällt, sofern die ausländischen Erträge über 80 % ausmachen, vgl. von Wyl, S. 10

⁹⁴ Botschaft, S. 6429; Abegglen S. 85 (wobei an diesen Stellen von der KGK bzw. der SICAV gesprochen wird; das Prinzip ist jedoch dasselbe)

⁹⁵ Die SFA spricht in ihrer Stellungnahme (Beilage 2, S. 3) zwar vom Gesetzesentwurf, daran wurde allerdings trotz Anregung SFA nichts mehr geändert; vgl. auch Häfelin / Meyer, a.a.O.

⁹⁶ Häfelin, S. 33, 36; Häfelin / Meyer, a.a.O. (DBG, das Steuergesetz des Kantons Zürich und die meisten anderen kantonalen Steuergesetze haben bereits vorher einen reduzierten Steuersatz für die Besteuerung von Anlagefonds mit direktem Grundbesitz vorgesehen)

⁹⁷ DBG (Bundesgesetzes über die direkte Bundessteuer) und StHG (Bundesgesetzes über die Harmonisierung der direkten Steuern); die AGR Oberson (Bericht S. 283) hat vorgeschlagen, diese Änderungen teils über eine Gesetzesrevision, allenfalls auch nur über eine Praxisänderung zu realisieren.

Steuerpflicht befreit⁹⁸. Mit einer Sonderbewilligung der ESTV war dies allerdings bereits unter der alten Gesetzgebung möglich⁹⁹.

Offene kollektive Kapitalanlagen werden einheitlich besteuert, d.h. die eingangs dieses Abschnittes beschriebene Besteuerung gilt eins zu eins auch für die Rechtsform der SICAV. Ohne Änderung der einschlägigen Steuergesetze hätte die SICAV wie eine Aktiengesellschaft besteuert werden müssen, mit der Konsequenz der Doppelbelastung¹⁰⁰. Eine Doppelbelastung besteht allerdings wegen der steuerlichen Gleichbehandlung offener kollektiver Kapitalanlagen auch bei der SICAV im Falle des indirekten Haltens von Immobilien.

4.2.2 Besteuerung Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen

Grundsätzlich ist auch die neue Form der Limited Partnership, die KGK, steuerlich attraktiv, da sie wie ein Anlagefonds behandelt wird. Sie ist demzufolge steuertransparent, wird aber beim direkten Halten von Liegenschaften ebenfalls zum Steuersubjekt¹⁰¹. Es ist davon auszugehen¹⁰², dass beim indirekten Halten von Liegenschaften zusätzlich – wie beim Immobilienfonds – auch die Investmentgesellschaft, die die Immobilien hält, besteuert wird. Für private Anleger (insbesondere HNWI) dürfte aus diesem Grund sowie des reduzierten Steuersatzes wegen die Variante Direktbesitz besonders attraktiv sein (vgl. vorne, Ziff. 4.2.1).

Auf Stufe Gesellschafter unterliegen die Erträge der Kommanditäre (Limited Partner) der Gewinn- (natürliche Personen, ausgenommen sind Kapitalgewinne) bzw. Ertragssteuer (juristische Personen). Im Falle des Komplementärs (General Partner) ist der Gewinnanteil steuerbar, da es sich dabei zwingend um eine Aktiengesellschaft und somit um ein eigenes Steuersubjekt handelt. Zudem werden beim General Partner die Erträge, Management Fees¹⁰³ und Carried Interests¹⁰⁴ besteuert. Management Fees sind als ordentliche Erträge steuerbar. Bei den Carried Interests ist das Massgeblichkeitsprinzip anwendbar. Im Übrigen ist zum heutigen Zeitpunkt unklar, ob die Besteuerung als übr-

⁹⁸ Botschaft, S. 6430; Erläuterungsbericht KAG, S. 66; Häfelin, S. 34

⁹⁹ Der Immobilienfonds „Credit Suisse 1a Immo PK“ hat eine entsprechende befristete Bewilligung für registrierte steuerbefreite Vorsorgeeinrichtungen erhalten; dank der gesetzlichen Änderung wird die Einholung einer Verlängerung nicht mehr notwendig sein.

¹⁰⁰ Botschaft, S. 6429; Erläuterungsbericht KAG, S. 65

¹⁰¹ Botschaft, S. 6429; Abegglen, S. 82; Meyer S. 6

¹⁰² Obwohl die SFA in ihrer Stellungnahme (Beilage 2, S. 3) die KGK nicht erwähnt

¹⁰³ Management Fees sind i. d. R. fixe, periodisch ausbezahlte Entschädigungen an den General Partner zur Deckung des laufenden Aufwands des Fondsmanagers, vgl. Meyer, S. 11.

¹⁰⁴ Beim Carried Interest handelt es sich um einen erhöhten Gewinnanteil (z.B. 20 %), der meist erst nach mehreren Investitionsjahren und in Abhängigkeit der Gewinnzielerreichung an den General Partner bzw. Fondsmanager ausbezahlt wird, vgl. Meyer, S. 11.

ger Ertrag oder Kapitalgewinn zu erfolgen hat und ob allenfalls – sofern die Carried Interests über eine separate Gesellschaft gehalten werden – das Holdingprivileg geltend gemacht werden kann¹⁰⁵.

Es herrscht diesbezüglich noch viel Rechtsunsicherheit, zumal diverse Fragen bisher unbeantwortet geblieben sind. Solange die entsprechenden gesetzlichen Bestimmungen ausstehen, empfiehlt es sich deshalb, für den konkreten Fall eine Steuervereinbarung mit den Steuerbehörden (ein so genanntes Tax-Ruling) anzustrengen. Einem Investor, der den damit verbunden Aufwand und die Kosten in Kauf nimmt, eröffnen sich – im Rahmen der gesetzlichen Vorgaben – durchaus auch gestalterische Möglichkeiten.

4.2.3 Besteuerung SICAF

Der Grundsatz der steuerlichen Gleichbehandlung (vgl. vorne Ziff. 2.1.3) aller kollektiven Kapitalanlagen wurde nicht bis ins Letzte konsequent realisiert, zu gross waren die Befürchtungen von Steuerausfällen und Umstellungsproblemen beim Wechsel des Besteuerungssystems. Auf die Steuertransparenz der Rechtsform der SICAF wurde verzichtet¹⁰⁶. SICAFs sind einer wirtschaftlichen Doppelbelastung unterworfen, indem wie bei einer normalen Aktiengesellschaft einerseits die Gesellschaft und andererseits die Ausschüttungen beim Anleger besteuert werden. Selbst die Botschaft zum KAG räumt ein, dass dies ein Nachteil ist¹⁰⁷. Die Attraktivität dieses Anlageinstruments wird aus diesem Grund allgemein als gering eingeschätzt¹⁰⁸ (zur voraussichtlichen Bedeutung der SICAF vgl. hinten, Ziff. 5.4).

4.3 Anpassung der Steuergesetzgebung

Das Inkrafttreten des KAG hat die Anpassung verschiedener steuerlicher Gesetzeserlasse notwendig gemacht. Bereits die Arbeitsgruppe Oberson hatte angeregt¹⁰⁹, die Besteuerung der neuen Anlageformen in den einschlägigen Steuergesetzen¹¹⁰ de lege ferenda zu regeln.

¹⁰⁵ Meyer, S. 8, 10, 12

¹⁰⁶ Botschaft, S. 6411; entgegen der Empfehlung der Expertenkommission (Erläuterungsbericht KAG, S. 65, 67)

¹⁰⁷ Botschaft, S. 6429 f.

¹⁰⁸ Abegglen, S. 88 f.

¹⁰⁹ Bericht AGR Oberson, S. 268 f., 271; Erläuterungsbericht KAG, S. 65

¹¹⁰ DBG, StHG, VStG (Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer) und StG (Bundesgesetz über die Stempelabgaben)

Noch ausstehend ist die Konkretisierung durch die ESTV in Form eines Kreisschreibens zum Thema Besteuerung der kollektiven Kapitalanlagen. Die Steuerbehörde hat sich entschieden, die Thematik auf zwei Kreisschreiben aufzuteilen: Eines zum Thema Verrechnungs- und Stempelsteuern, das zweite zu den direkten Einkommenssteuern. Ziel ist es, beide Erlasse per Januar 2008 in Kraft treten zu lassen.

Die Forderung der SFA, wonach die kollektiven Kapitalanlagen mit indirektem Grundbesitz steuerlich denjenigen mit direktem Grundbesitz gleichzustellen sind, ist noch nicht vom Tisch. Es wurden mögliche Vorgehensweisen für einen politischen Vorstoss geprüft. Ziel war es zudem, das Gleichbehandlungsbegehren bei der ESTV zwecks Integration im Kreisschreiben beliebt zu machen¹¹¹. Als nächster Schritt ist eine Besprechung zwischen SFA, ESTV und dem Vorsteher des Eidgenössischen Finanzdepartements anfangs September 2008 geplant.

Bedeutsam ist auch die ebenfalls noch ausstehende Regelung der Besteuerung der Carried Interests¹¹² (vgl. Ziff. 4.2.2), welche sich voraussichtlich nicht unwesentlich auf die zukünftige praktische Bedeutung von KGKs auswirken dürfte. Es ist davon auszugehen, dass sich – vorausgesetzt, es findet sich keine investorenfreundliche(re) Lösung – diese Rechtsform kaum gegen ausländische Limited Partnerships durchsetzen wird.

5 Bedeutung der neuen Anlagevehikel für Immobilienprodukte

Das Ziel dieses Kapitels ist es aufzuzeigen (soweit dies zum jetzigen Zeitpunkt schon möglich ist), inwieweit die vom KAG regulierten Vehikel (auch) für Immobilienanlagen attraktiv sind und in welcher Ausgestaltung ihnen voraussichtlich Bedeutung zukommen wird¹¹³.

¹¹¹ Protokoll der 93. Sitzung des Fachausschusses „Immobilien-Anlagefonds“ der SFA vom 12. Dezember 2006

¹¹² KAG-Atlas, S. 19

¹¹³ Obwohl es noch keine Umsetzungsbeispiele in der Praxis gibt, wird versucht, anhand von Beispielen zusätzlich Realisierungspotenzial zu konkretisieren, vgl. Anhang II, S. 49 - 52 (hypothetische Praxisbeispiele je Rechtsform). Es ist indes zu berücksichtigen, dass es für einen konkreten „Investment Case“ zumeist nicht nur eine mögliche/richtige Umsetzungsvariante gibt. In den Praxisbeispielen werden deshalb alternative Rechtsformen für das konkrete Beispiel genannt.

5.1 Im Allgemeinen

Wie in der Beschreibung der einzelnen Rechtsformen ausgeführt wurde (vgl. vorne Ziff. 3.2), sind SICAV und KGK grundsätzlich die wirklichen Innovationen des neuen Gesetzes. Ob sie auch für Immobilienanlagen den erhofften Neuheitscharakter und die damit verbundenen Gestaltungsmöglichkeiten bringen, wird im Folgenden für jede Rechtsform einzeln analysiert (vgl. gleich anschliessend, Ziff. 5.2 f.).

Die SICAF hingegen ist keine eigentlichen Neuschöpfung, sondern eine altbekannte Beteiligungsgesellschaft in Form der Aktiengesellschaft gemäss OR¹¹⁴. Dennoch wird auch die zu erwartenden Bedeutung dieser Rechtsform im Anschluss thematisiert (vgl. hinten, Ziff. 5.4).

Die Ausgestaltung des vertraglichen Anlagefonds hat, wie bereits erwähnt, keine wesentlichen Änderungen erfahren. Da es sich dabei um ein auf Investoren- und Anlegerseite seit langem bekanntes und bewährtes Immobilienanlagevehikel handelt, hat der FCP trotz Verlust der Monopolstellung dank der Macht des Bekannten gegenüber den neuen Anlagemöglichkeiten zumindest für die kommenden Jahre einen nicht zu unterschätzenden Vorteil. Im Folgenden werden deshalb die neu geschaffenen Vehikel, soweit sinnvoll, mit dem FCP im Sinne eines Benchmarks verglichen.

5.2 Opportunität SICAV für Immobilienanlagen

Von der komplett neuen Investitionsmöglichkeit nach luxemburgischem Vorbild, der SICAV, hat sich die Fondsbranche viel versprochen¹¹⁵. Das SICAV-Prinzip, wonach laufend Anteile ausgegeben bzw. zurückgenommen werden können, ist dank der Ermöglichung grosser Flexibilität der aus Investorensicht wesentliche Vorteil der SICAV gegenüber dem vertraglichen Anlagefonds. Wegen der gesetzlich vorgeschriebenen Gewährung eines Bezugsrechts an die bisherigen Anleger funktioniert dieses Prinzip jedoch bei Immobilienfonds faktisch grundsätzlich nicht. Kapitalerhöhungen/-herabsetzungen müssen de facto analog dem vertraglichen Anlagefonds organisiert werden.

5.2.1 Konsequenzen des Bezugsrechts bei Immobilienfonds

Durch den Umstand, dass bei Kapitalerhöhungen einer SICAV die neu emittierten Anteile immer zuerst den bisherigen Anlegern angeboten werden müssen, wird – wie vorab

¹¹⁴ Gleicher Meinung: Abegglen, S. 71

¹¹⁵ Vgl. z.B. Kühne / Epars, S. 60

erwähnt – die jederzeitige Ausgabe und Rücknahme von Anteilen grundsätzlich verunmöglicht. Es fragt sich nun, ob dieses in Art. 66 Abs. 1 KAG geregelte Bezugsrecht allenfalls entzogen oder zumindest eingeschränkt werden kann.

In der Vernehmlassung zum neuen KAG wurde die Bestimmung von Art. 41 AFG für den Immobilienfonds ohne Einschränkung übernommen¹¹⁶. Die Frage einer möglichen Entziehung oder Einschränkung des Bezugsrechts für Immobilien-SICAV wurde nicht erörtert. So ist weder dem KAG noch der KKV eine entsprechende Ausnahmeregelung über den Entzug oder die Einschränkung des Bezugsrechts bisheriger Anleger zu entnehmen.

Es gibt auch keine praktikable Lösung mittels analoger Anwendung des Aktienrechts. Gemäss Art. 652b Abs. 2 OR kann das Bezugsrecht aus wichtigen Gründen zwar aufgehoben werden. Dies kann aber nicht generell durch die Statuten festgelegt werden, sondern muss für die aktuell in Frage stehende Kapitalerhöhung durch die Generalversammlung (GV) beschlossen werden. Der entsprechende GV-Beschluss müsste zudem noch öffentlich beurkundet werden (Art. 650 Abs. 2 Ziff. 8). Der Vorteil der Flexibilität einer SICAV wäre mit diesem Prozedere bei jeder Kapitalerhöhung zunichte gemacht.

Während es einer Fondsleitung möglich ist, Anteile des Fonds zu erwerben und diese bei entsprechender Nachfrage nach und nach abzugeben, darf eine SICAV nach Art. 42 Abs. 2 KAG keine eigenen Aktien halten.

Für Publikumsimmobilien-SICAV gibt es folglich keine Möglichkeit eines Ausschlusses des Bezugsrechts der bisherigen Anleger, wohl aber für QIF. Bei der Beschränkung auf institutionelle Anleger mit professioneller Tresorerie war die Ausgestaltung als offener Immobilienfonds allerdings gemäss Art. 2 Abs. 2 AFV bereits unter dem alten Recht möglich¹¹⁷. Die entsprechende (etwas veränderte) Bestimmung findet sich jetzt im Gesetz in Art. 10 Abs. 5 KAG. Danach kann die Aufsichtsbehörde kollektive Kapitalanlagen ganz oder teilweise von bestimmten Vorschriften befreien, soweit sich diese ausschliesslich an qualifizierte Anleger richten und der Schutzzweck des Gesetzes nicht beeinträchtigt wird¹¹⁸. Die im selben Gesetzesartikel aufgeführte Liste ist nicht abschliessend, was mit der Formulierung „namentlich“, welche der Aufzählung vorangestellt ist, impliziert wird. Die EBK könnte demzufolge die Statuten einer Immobilien-SICAV für qualifizierte Anleger, welche den Ausschluss des Bezugsrechts für bisherige Anleger vorsieht, bewilligen. Eine entsprechende Befreiung nach Art. 10 Abs. 5 KAG

¹¹⁶ Botschaft, S. 6459 (Kommentar zum Art. 65 E-KAG, in der endgültigen Fassung Art. 66 KAG)

¹¹⁷ Stellungnahme SFA, Beilage 1, S. 10

¹¹⁸ Kühne / Lengauer, S. 49

könnte die EBK allerdings auch für einen vertraglichen Anlagefonds vornehmen. Daraus ergibt sich faktisch also kein Vorteil einer SICAV gegenüber einem FCP.

Wünschenswert wäre eine analoge Lösung, wie sie die Luxemburger SICAV bzw. SICAV-SIF (im Falle von Spezialfonds, die sich an sachkundige Anleger richten) bieten, bei denen auch im Falle von Immobilienanlagen die bestehenden Anteilsinhaber bei Ausgabe von neuen Anteilen nur dann ein Vorzugsrecht geltend machen können, wenn die Statuten ein solches Recht ausdrücklich vorsehen (Art. 29 des luxemburgischen Fondsgesetzes vom 20. Dezember 2002). Luxemburgische Immobilienfonds erfüllen allerdings üblicherweise die Anlagebeschränkungen der OGAW- bzw. UCITS-Richtlinien nicht und erhalten daher keine EU-Einheitslizenz (sog. „EU-Pass“), womit sie im gesamten EU-Raum vertrieben werden könnten. Diese Fondsvarianten können somit zwar in Luxemburg vertrieben werden. Der Vertrieb in anderen Ländern richtet sich nach den dort geltenden Bestimmungen.

5.2.2 Konsequenzen der Mitwirkungsrechte

Die Mitwirkungsrechte der Anleger bei der SICAV bleiben somit der einzige wesentliche Unterschied zum vertraglichen Anlagefonds. Dies ist aus Sicht der potenziellen Produkthanbieter indes als Nachteil zu werten.

Die Auswirkungen des Bezugsrechts für bisherige Anleger werden die Bedeutung der SICAV für Immobilienanlagen sicherlich massgeblich einschränken. Für die Bereiche Einanlegerfonds bzw. „Private Labelling“ kann im Grundsatz aber dennoch ein interessanter Vorteil der SICAV gegenüber dem vertraglichen Anlagefonds ausgemacht werden¹¹⁹: die Mitwirkungsrechte des Anlegers, welche ein gewichtiges Argument darstellen können.

Das Auflegen eines Einanlegerfonds (vgl. vorne, Ziff. 2.5.3) für eine einzelne Pensionskasse, wofür der Gesetzgeber diese Möglichkeit vorgesehen hat¹²⁰, kann durchaus einem Bedürfnis entsprechen, zumal es viele Vorsorgeeinrichtungen mit namhaften Immobilienbeständen gibt. Eine Verbriefung ohne alle Mitbestimmungs- und Mitwirkungsrechte aufzugeben, kann tatsächlich ein zusätzlicher Anreiz sein. Die Rückdelegation des Portfolio-Managements ist zwar auch bei der Rechtsform des vertraglichen Anlagefonds möglich, bei der SICAV bestehen aber weitergehende Mitbestimmungsmöglichkeiten.

¹¹⁹ Von Felten, S. 14, 33

¹²⁰ Botschaft, S. 6418; Kühne / Epars, S. 60

Die SICAV bietet auch die Möglichkeit für Promotoren, namentlich unabhängige Vermögensverwalter, denen selber die personellen und finanziellen Ressourcen zur Gründung einer Fondsleitung fehlen, ein Produkt für die von ihnen verwalteten Vermögen aufzulegen. Mit Ausnahme der Vermögensverwaltung wird beim sog. „Private Labeling“ die ganze administrative Arbeit an eine spezialisierte Bank oder Fondsleitung ausgelagert. Dabei bleibt dem Promotor/Vermögensverwalter im Falle der SICAV eine stärkere Stellung als beim FCP, da er insbesondere im Verwaltungsrat Einsitz nehmen und dadurch direkten Einfluss auf die Tätigkeit der SICAV ausüben kann¹²¹. Als SICAV ausgestaltete Private-Label-Fonds haben auch für Fondsleitungen einen Vorteil, indem sie weniger Verantwortung übernehmen müssen. Es handelt sich hier um einen Vorteil, welcher von vielen Fondsleitungen als wünschenswert erachtet wird¹²².

Diese verstärkte Anlegerstellung dank der Ausgestaltung als SICAV könnte auch für Eigentümer von grossen Immobilienportfolios von Interesse sein. „Private Labelling“ war auch schon unter dem alten Recht, in der Ausgestaltung als vertraglicher Anlagefonds, mit einer Sonderbewilligung der EBK möglich. Dabei bringt der Anleger seine Immobilien als Sacheinlage in den Fonds ein. Die Verbriefung ermöglicht einerseits eine optimale Nachfolgeregelung und hat andererseits steuerliche Vorteile. Bei konkreten Verhandlungssituationen mit potenziellen Anlegern schlugen jeweils die erforderliche Mindestanzahl Anleger¹²³ sowie die relativ hohen Managementkosten (was sich kaum ändern wird) negativ zu Buche. Eigentliches „Killer“-Kriterium war aber regelmässig die fehlenden Möglichkeiten der Einflussnahme des Anlegers (bzw. der Anleger) nach Aufsetzen des Fonds. Der Anleger war faktisch vollumfänglich der Fondsleitung und dem von ihr beauftragten Management ausgeliefert. Bei einer SICAV hingegen bestehen – wie vorgängig beschrieben – Mitwirkungsrechte und damit Einflussmöglichkeiten. Betreffend Anzahl Anleger wäre es im Übrigen möglich, dass die EBK gemäss ihrer Kompetenz nach Art. 5 Abs. 2 lit. a KKV den Anwendungsbereich des Einanlegerfonds erweitert, was für kollektive Kapitalanlagen im Allgemeinen möglich ist^{124 125}. Diesbezüglich besteht demnach kein Unterschied zum FCP.

¹²¹ Botschaft, S. 6421 f.; Erläuterungsbericht KAG, S. 43, 72; Abegglen S. 85 f. (wo der Terminus „Private Label Fund“ aber ausschliesslich für die vertragliche Variante verwendet wird)

¹²² Kühne / Epars, S. 61 (die Fondsleitung haftet nur als Beauftragte aus Auftrag gemäss Art. 398 OR)

¹²³ Es herrschte diesbezüglich jedoch keine Klarheit, die EBK verlangte mindestens fünf qualifizierte, die ESTV zwanzig (nicht qualifizierte) Anleger.

¹²⁴ Ursprünglich war eine Mindestanzahl von zwanzig vermögenden Privatpersonen vorgesehen, vgl. Erläuterungsbericht KAG, S. 48.

¹²⁵ Es ist ungewiss, ob und in welchen Fällen die EBK von dieser Möglichkeit Gebrauch machen wird; zudem ist denkbar, dass die ESTV für die Genehmigung eines Steuerrulings weiterhin eine Mindestanzahl Anleger verlangen wird.

Insgesamt ist es aber trotz diesen ausgemachten Potenzialen schwierig, eine Prognose hinsichtlich der zukünftigen Bedeutung der SICAV im Immobilienbereich zu machen¹²⁶.

5.3 Opportunität Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen für Immobilienanlagen

Das Fehlen eines Pendantes zur angelsächsischen Limited Partnership wurde als Manko für den schweizerischen Finanzplatz empfunden, umso mehr als die Schweiz als bedeutender Vermögensverwaltungsstandort über ein grosses Platzierungspotenzial für Risikokapital sowie eine anerkannte Private-Equity-Industrie verfügt¹²⁷. Diesem Bedürfnis wurde mit Einführung des Konstrukts der KGK nun Rechnung getragen und entsprechend gross ist die grundsätzliche Akzeptanz in Lehre und Praxis¹²⁸.

5.3.1 Theoretische Attraktivität im Allgemeinen

Aus Sicht der Private-Equity-Investoren muss ein Anlagevehikel neben Einfachheit und Kosteneffizienz drei Voraussetzungen erfüllen: Steuertransparenz, keine mit der üblichen Investitionstätigkeit eines Private-Equity-Vehikels unvereinbaren Anlagevorschriften und die Möglichkeit der Ausgestaltung als geschlossene kollektive Kapitalanlage (zur Verhinderung von unerwünschten Mittelabflüssen)¹²⁹. Die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen erfüllt grundsätzlich alle diese Voraussetzungen. Sie ist steuerlich transparent, als geschlossene kollektive Kapitalanlage konzipiert und für die Anlage von Risikokapital gedacht.

Aufgrund der grundsätzlichen Steuerbefreiung auf Stufe Gesellschaft (betreffend Ausnahme bei direktem Grundbesitz vgl. vorne, Ziff. 4.2.2) ist die KGK vor allem für Privatanleger attraktiv, da die erzielten Kapitalgewinne für sie steuerfrei sind¹³⁰. Allerdings sind die definitiven Auflagen der ESTV noch ausstehend und eine abschliessende Beurteilung der Steuersituation deshalb nicht möglich (vgl. wiederum vorne, Ziff. 4.2.2).

Das strenge aufsichtrechtliche Korsett ist zwar im internationalen Vergleich eher nachteilig, die Überwachung durch die EBK, einer Behörde mit international sehr gutem

¹²⁶ Gleicher Meinung: von Felten, S. 14

¹²⁷ Botschaft, S. 6422; Erläuterungsbericht KAG, S. 49

¹²⁸ Z.B. Abegglen, S. 83; Kilchmann, S. 67; Meyer, S. 21

¹²⁹ Kilchmann, S. 63 f.

¹³⁰ Abegglen, S. 82 f.

Ruf, kann aber auch als Vorteil gewertet werden¹³¹. Die KGK unterscheidet sich dabei wesentlich von den im angelsächsischen Raum verbreiteten Limited Partnerships, welche weder einer Aufsicht unterstehen noch eine Revisionsstelle zu benennen brauchen¹³².

Zu prüfen bleibt, ob mit der Konzeption der KGK – trotz generellem Verweis auf die Bestimmungen der Kommanditgesellschaft in Art. 99 KAG – den bei der Kommanditgesellschaft nach Art. 594 ff. OR im Vergleich zu den angelsächsischen Limited Partnerships bestehenden Unzulänglichkeiten Rechnung getragen wurde. Die Regelung, wonach Komplementäre nicht wie bei der Kommanditgesellschaft zwingend natürliche Personen (Art. 594 Abs. 2), sondern zwingend schweizerische Aktiengesellschaften (Art. 98 Abs. 2 KAG) sein müssen, behebt zumindest den wichtigsten Mangel¹³³.

Der Ausbau der Einsichtsrechte der Kommanditäre gemäss Art. 106 Abs. 1 KAG im Vergleich zu denjenigen bei der Kommanditgesellschaft gemäss Art. 600 Abs. 3 OR wird als Nachteil gegenüber der Limited Partnership ausgemacht. Ansonsten können gestützt auf den Generalverweis von Art. 99 KAG zur Anwendung gelangende Regelungen der Kommanditgesellschaft durch den Gesellschaftsvertrag (Limited Partnership Agreement) an die speziellen Bedürfnisse einer KGK angepasst werden, weshalb sich daraus kein Nachteil im Vergleich zur angelsächsischen Limited Partnership ergibt. Mittels Gesellschaftsvertrag können im Übrigen auch gewisse im KAG vorgesehene Beschränkungen aufgehoben sowie eine Befristung der KGK vorgesehen werden¹³⁴.

Insgesamt wird – wie eingangs in Ziff. 5.3 erwähnt – die KGK als attraktive Alternative zu den kostspieligen Off-Shore-Lösungen für Risikokapitalanlagen gewertet, zumal sie zumindest aus theoretischer Sicht klare Vorteile gegenüber der international sehr verbreiteten angelsächsischen Limited Partnership hat¹³⁵.

5.3.2 Praktische Attraktivität für Immobilienanlagen

Für Immobilienanlagen erscheint die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen auch aus praktischen Gründen grundsätzlich attraktiv und insbesondere geeignet für Private-Equity-ähnliche Immobilieninvestitionen¹³⁶.

¹³¹ Abegglen, S. 83 f.

¹³² Kilchmann, S. 65

¹³³ Kilchmann, S. 65

¹³⁴ Kilchmann, S. 66

¹³⁵ Abegglen, S. 83; Kilchmann, S. 67

¹³⁶ Von Felten, S. 15

Als Gründe für die vermutete Attraktivität können – in weitgehender Übereinstimmung mit den theoretischen Vorteilen (vgl. vorne, Ziff. 5.3.1) – die Ausgestaltung als kollektive Kapitalanlage, die Möglichkeit, ein Anlagevehikel für wenige qualifizierte, insbesondere auch vermögende Privatpersonen aufzulegen, und die grundsätzliche Steuertransparenz aufgeführt werden. Hinsichtlich Steuern gibt es allerdings einerseits die bei indirekt gehaltenen Immobilien bestehende steuerliche Doppelbelastung sowie andererseits die mangels Regelung noch herrschende Unsicherheit in wichtigen steuerlichen Bereichen (vgl. vorne Ziff. 4.2.2) anzumerken. Das steuerliche Umfeld erscheint zudem im internationalen Vergleich, insbesondere gegenüber dem Finanzplatz London, noch nicht attraktiv genug¹³⁷. Diese Faktoren werden aller Voraussicht nach für das effektive Erfolgspotenzial dieser neuen Rechtsform für Immobilienanlagen massgebend verantwortlich sein.

Konkret dürfte eine KGK aber dennoch eine mögliche Lösung beispielsweise für Projektentwicklungen im Infrastrukturbereich mit einem Investmentstil zwischen „value-added“ und „opportunistic“ sein, bei welcher die Herausforderung darin besteht, für wenige kapitalkräftige Anleger mit dem Bedürfnis nach Mitsprachemöglichkeit ein geeignetes (zeitlich limitiertes) Vehikel aufzusetzen¹³⁸ (vgl. aber auch hinten, Ziff. 5.4.2).

5.4 Opportunität SICAF für Immobilienanlagen

Als Ergänzung bzw. Alternative zum klassischen Anlagefonds haben Investmentgesellschaften in den 90er-Jahren des letzten Jahrhunderts stark an Bedeutung gewonnen. Für bestimmte Anlagestrategien, gerade bei Immobilienanlagen (im Übrigen auch bei Private-Equity-Beteiligungen), ist eine geschlossene Konstruktion besser geeignet und die fehlende Pflicht zur jederzeitigen Rücknahme der Anteile ein Vorteil. Es gilt dies umso mehr, als der Bedarf an liquiden Mitteln dadurch nicht tangiert wird¹³⁹.

5.4.1 Bedeutung der KAG-regulierten SICAF

Die Neuerungen durch das KAG, insbesondere die Teilunterstellung, bringen aber keine effektiven Vorteile gegenüber den bisherigen Anlagemöglichkeiten, da die SICAF steuerlich nicht transparent ist. Die Botschaft zum KAG spricht selbst vom Risiko einer Totgeburt bei Infragestellung des Grundsatzes der steuerlichen Gleichbehandlung sämt-

¹³⁷ Meyer, S. 21

¹³⁸ Von Felten (S. 26) führt in seiner Präsentation das Beispiel eines Fussballstadions auf.

¹³⁹ Botschaft, S. 6425; Abegglen S. 87

licher kollektiver Kapitalanlagen¹⁴⁰. Es ist überdies nicht ersichtlich, weshalb die SICAF diesbezüglich ausgenommen wird, bzw. weshalb bei dieser Rechtsform das Risiko nicht bestehen sollte.

Die KAG-regulierte SICAF dürfte vermutlich auch deshalb kaum für ein grosses Publikum von Interesse sein, weil sie nicht an der Börse kotiert werden kann und es für ihre Aktien somit keinen liquiden Markt gibt.

Aus diesen Gründen ist der nicht kotierten Publikums-SICAF keine grosse praktische Bedeutung zu prognostizieren¹⁴¹.

5.4.2 Exkurs: Bedeutung der nicht KAG-regulierten SICAF

Von Interesse für Investoren und Anleger sind sicherlich nach wie vor Investmentgesellschaften, die börsenkotiert sind oder – in zunehmendem Masse – solche, die auf qualifizierte Anleger beschränkt sind.

Mit Bezug auf die Beschränkung auf qualifizierte Anleger ist nämlich die Erweiterung dieser Anlegerkategorie um die vermögenden Privatpersonen (HNWI; vgl. vorne, Ziff. 2.5.5) möglicherweise von nicht zu unterschätzender Bedeutung. Ein Immobiliengrossprojekt (z.B. Infrastrukturprojekt, wie bereits in Ziff. 5.3.2 erwähnt) könnte deshalb durchaus auch in der Form einer nicht kotierten Investmentgesellschaft für qualifizierte Anleger mit Fokus auf vermögende Privatanleger aufgelegt werden. Mit Wegfall der Versicherungen als potenzielle Anleger, bei welchen diese Investitionsmöglichkeit aus Gründen der Risikoallokation der Anlage entfällt¹⁴², verbleiben neben den genannten HNWI nur noch wenige Kategorien von potenziellen institutionellen Anlegern. Für Projekte, bei welchen z.B. hinsichtlich der Investitionssumme oder aus Vertraulichkeitsüberlegungen nicht beliebig viele Anleger benötigt/erwünscht sind, erscheint die Beschränkung des Anlegerkreises auf einige reiche Privatanleger besonders geeignet.

Es ist in diesem Kontext festzuhalten, dass die KGK mit Immobiliendirektbesitz für private Investoren aus steuerlichen Gründen indes attraktiver und die bei Projektentwick-

¹⁴⁰ Botschaft, S. 6429

¹⁴¹ Abegglen (S. 89) bezeichnet die SICAF als „konzeptionell nicht gelungen“ und vermutet, dass die Rechtsform der Beteiligungsgesellschaft gegenüber FCP und SICAV zumindest kurzfristig weiter an Bedeutung verlieren wird. In seine Negativbeurteilung schliesst er wegen der Discount-Problematik auch die börsenkotierte Variante der SICAF mit ein.

¹⁴² Gemäss den Anlagerichtlinien des Bundesamtes für Privatversicherungen (BPV) vom 12. Juni 2006, Ziff. 2.6.1.3, sind Investitionen in Bauprojekte verboten.

lungen wichtige Möglichkeit der Staffelung des Kapitalabrufs („Cash Call“) vermutlich besser plan- und durchführbar ist.

Bei entsprechenden Projekten hat die nicht kotierte SICAF für qualifizierte Anleger im direkten Wettbewerb mit der KGK im Moment aber wiederum den relevanten Vorteil des Bekannten und faktisch Realisierbaren. Das Aufsetzen eines entsprechenden Vehikels, d.h. die Gründung einer Aktiengesellschaft nach schweizerischem Recht, sollte keine Probleme bereiten und kann ohne Aufschub vorangetrieben werden, wohingegen für das Aufsetzen einer KGK nebst dem nicht zu unterschätzenden psychologischen Nachteil des Unbekannten auch noch ganz handfeste Schwierigkeiten aus dem Weg geräumt werden müssen. Damit ist zugleich ausgesagt, dass die nicht KAG-regulierte SICAF vorderhand sicherlich im "Rennen" bleibt. Es stellt sich einzig die Frage, ob ihr mittel- bzw. langfristig die KGK vollständig den Rang ablaufen oder ob eine Nische für diese Rechtsform bestehen bleiben wird.

6 Exkurs: REITs

REITs (Real Estate Investment Trusts) sind mittlerweile in der Immobilienbranche in aller Munde, REITs haben sich in über zwanzig Ländern etabliert, und es kommen laufend weitere Länder hinzu, in jüngerer bzw. jüngster Vergangenheit auch Frankreich, Grossbritannien und zuletzt Deutschland. Was aber sind eigentlich REITs und wie funktionieren sie? Weshalb gibt es sie in der Schweiz auch nach der neuesten Gesetzesrevision immer noch nicht? Braucht es REITs in der Schweiz ganz einfach nicht? Diesen Fragen soll in diesem Kapitel nachgegangen werden.

6.1 Begriff und Funktionsweise von REITs

REITs wurden 1961 in den USA eingeführt. Sie waren ursprünglich gedacht als Immobilienanlagevehikel für private Kleinanleger. Effektiv etabliert haben sich REITs aber Jahrzehnte später als Vehikel für institutionelle Anleger. Es handelt sich um meist börsengehandelte Immobilienanlagegefässe in – je nach Land – unterschiedlicher Rechtsform, deren vordergründigstes Charakteristikum die Steuertransparenz ist. Das Ziel der Entwicklung von REITs war denn auch, die steuerliche Benachteiligung von indirekten

gegenüber direkten Immobilienanlagen zu beseitigen, indem keine Doppelbesteuerung auf Ebene Unternehmen und Anteilshaber erfolgen soll¹⁴³.

Im Gegensatz zu den Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz nach schweizerischem Recht ist das Vehikel selbst steuerbefreit; die Ausschüttungen bei den Anlegern werden hingegen besteuert¹⁴⁴. Um trotzdem eine Besteuerung der Gewinne sicherzustellen, haben REITs die wichtige Auflage, zwischen – je nach Land – mindestens 80 Prozent (z.B. Belgien¹⁴⁵) und 100 Prozent (z.B. Niederlande¹⁴⁵, USA: mindestens 95 Prozent) an die Anleger auszuschütten¹⁴³. Weitere Voraussetzung für die steuerliche Anerkennung als REIT ist die Konzentration auf das Immobiliengeschäft. In den USA müssen 75 Prozent der Erlöse aus Immobilien stammen. REITs spezialisieren sich i. d. R. auf bestimmte Nutzungsarten und Regionen, die meisten REITs investieren „themenorientiert“ (im Gegensatz zu Immobilienfonds, die i. d. R. diversifiziert investieren)¹⁴⁶. Meist liegen auch Vorgaben hinsichtlich Grundkapital, Börsenkotierung, Fremdfinanzierung und Streubesitz vor¹⁴⁷.

Für nationale Immobilienanlagen sind REITs der beschriebenen Steuertransparenz wegen steueroptimierte und somit attraktive Investitionsmöglichkeiten. Das Prinzip der einmaligen Besteuerung wird aber bei Investitionen in ausländische Immobilien durchbrochen. Diesfalls werden die Immobilienerträge (Mietzinseinnahmen, etc.) meistens im Investitionsland steuerlich erfasst. Diese Erträge werden zwar anschliessend auf Stufe des REIT nicht nochmals besteuert, unterliegen aber auf der Ebene des Anlegers im Rahmen der erhaltenen Ausschüttungen der Einkommenssteuer. Daraus resultiert faktisch eine Doppelbesteuerung¹⁴⁸.

6.2 Swiss REITs

REITs waren im Vernehmlassungsverfahren zum KAG offenbar kein Thema. Parlamentarische Vorstösse gab es zwar in den letzten Jahren¹⁴⁹, in den Materialien zum KAG finden sich indes keine Hinweise auf eine Auseinandersetzung mit diesem Thema. Das Gesetz selbst sieht denn auch keine REITs vor.

¹⁴³ Sotelo, StadtBauwelt, S. 34; Imwinkelried (Referat), S. 33

¹⁴⁴ Häfelin, S. 34

¹⁴⁵ Forbes / Stoschek, S. 26

¹⁴⁶ Sotelo, StadtBauwelt, S. 34, 37 (Der Autor spricht hier von offenen Immobilienfonds nach deutschem Recht; die Diversifikationsverpflichtung besteht aber gemäss Art. 62 KAG auch bei den Schweizer Immobilienfonds)

¹⁴⁷ Forbes / Stoschek, S. 26; Häfelin, S. 34

¹⁴⁸ Häfelin, S. 36

¹⁴⁹ Z.B. Postulat Kaufmann vom 6.10.2005 „REIT-Zulassung in der Schweiz“, veröffentlicht in: Amtliches Bulletin – Nationalrat – 23.06.2006

6.2.1 Hürden in der Schweiz

Der Hauptgrund, weshalb REITs bisher in der Schweiz nicht genügend Akzeptanz fanden, liegt vermutlich im föderalistischen Steuersystem. Die Grundstückgewinnsteuer ist eine verlässliche Einnahmequelle der Kantone und Gemeinden¹⁵⁰. Im Falle der Immobilienfonds werden entweder der Fonds selber (im Falle des Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz) oder die Immobiliengesellschaften (plus die Ausschüttungen beim Anleger im Falle des Immobilienfonds mit indirektem Grundbesitz) besteuert (vgl. vorne, Ziff. 4.2.1). Da Erträge aus Grundstücken in der Schweiz (wie auch im Ausland) am Ort der gelegenen Sache besteuert werden, werden in beiden Fällen die Gewinne aus Immobilien am Ort der Immobilie steuerpflichtig¹⁵¹. Das wäre bei REITs nicht mehr der Fall, zumal diesfalls die nur einmalige Besteuerung bei den Ausschüttungen an die Anleger erfolgt. Die Folge davon wäre, dass die Grundstückgewinnsteuern nicht mehr in den gleichen Kantonen wie nach aktuellem Regime anfallen würden¹⁵⁰. Es wird angenommen, da ein Grossteil der Anleger aus den wirtschaftstarken Kantonen Zürich, Genf und Basel kommen, die genannten Kantone unverhältnismässig profitieren würden, weshalb sich die Mehrheit der Kantone gegen REITs ausspricht.

Im Weiteren wird argumentiert, dass es REITs in der Schweiz nicht braucht, weil es mit den direkt investierenden Immobilienfonds ein ebenbürtiges Pendant bereits gäbe¹⁵⁰. Es ist aber vielmehr zu vermuten, dass der Gesetzgeber ganz einfach aus Angst vor Steuerausfällen kein neues steueroptimiertes Instrument zur Verfügung stellen will. Dieser Schluss liegt nahe, da bisher auch von der steuerlichen Doppelbelastung von Schweizer Immobilienfonds (mit indirektem Grundbesitz) und Immobiliengesellschaften nicht abgesehen wurde, obwohl diese Anlagevehikel hohe Ausschüttungsquoten von 80 bis 95 Prozent aufweisen¹⁵². Mit Zulassung von REITs käme der Gesetzgeber wegen der Ungleichbehandlung im Vergleich zu diesen Investitionsformen zusätzlich unter Druck.

6.2.2 REITs versus Immobilienfonds

Die Frage, ob es neben den bestehenden Immobilieninvestitionsmöglichkeiten das zusätzliche Instrument des REIT wirklich noch braucht, ist aber durchaus berechtigt.

Im Moment gibt es in der Schweiz die Möglichkeit des Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz, der durch Anpassungen der Steuergesetze an Attraktivität gewonnen hat (vgl. vorne, Ziff. 4.2.1). Dieses Instrument funktioniert zwar umgekehrt als REITs (in-

¹⁵⁰ Von Felten, S. 31

¹⁵¹ Häfelin / Meyer, a.a.O.

¹⁵² Imwinkelried (Referat), S. 33

dem nicht das Vehikel sondern die Anteilsinhaber steuerbefreit sind), im Endeffekt kommt es aber fast auf dasselbe hinaus. Nicht identisch ist der Effekt für steuerprivilegierte Anleger (Vorsorgeeinrichtungen), da sie für Ausschüttungen nicht besteuert werden, d.h. im Falle des transparenten Vehikels (REIT) also gar keine Steuern anfallen. Keinen Unterschied macht es hingegen auch für steuerprivilegierte Anleger, wenn der Fonds ausschliesslich für diese Anlegerkategorie aufgelegt wird und deshalb von der Besteuerung befreit ist (vgl. vorne, Ziff. 4.2.1).

Im Falle von grenzüberschreitenden Immobilieninvestitionen sind Fonds zudem attraktiver als REITs¹⁵³. Wie vorne (Ziff. 6.1) ausgeführt, ergibt sich bei REITs im Falle von Investitionen in ausländische Immobilien eine steuerliche Doppelbelastung. Beim Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz werden Immobilienerträge von ausländisch direkt gehaltenen Immobilien in der Schweiz auf Stufe Fonds steuerlich nicht mehr erfasst. Steuerexperten sind der Ansicht, dass aus steuersystematischer Sicht die aus ausländischen direkt gehaltenen Immobilien stammenden Erträge, analog zu den bereits auf Fondsstufe besteuerten Erträgen aus direkt gehaltenen schweizerischen Immobilien, bei den Anlegern keiner Besteuerung mehr unterliegen¹⁵⁴.

Eine zusätzliche Optimierung der Situation in Hinblick auf eine attraktive schweizerische Immobilienproduktepalette könnte erreicht werden, wenn dem Antrag der SFA Folge geleistet würde und Immobilienfonds mit indirektem Grundbesitz nur noch auf Stufe Immobiliengesellschaft – unter Abschaffung der Besteuerung auf Stufe Anteilsinhaber – steuerlich erfasst würden (vgl. vorne, Ziff. 2.1.3 und 4.3). Im Ergebnis wäre damit dasselbe Resultat wie bei REITs sichergestellt, zumal – wie vorne (Ziff. 6.2.1) erwähnt – schweizerische Immobilienfonds bereits heute 80 bis 95 Prozent ihrer Erträge an die Anleger ausschütten. Zudem wäre das Steuersubstrat der Kantone nicht betroffen, da die Liegenschaften weiterhin am Lageort besteuert würden.

6.2.3 Fazit

Sicher ist der Ansicht, wonach REITs zurzeit in der Schweiz sehr schwierig zu realisieren sind¹⁵⁵, zuzustimmen. Ebenso zutreffend erscheint die Aussage, dass REITs steuerlich eine besondere Herausforderung wären¹⁵⁶.

¹⁵³ Forbes / Stoschek, S. 26

¹⁵⁴ Häfelin, S. 34 (diese Einschätzung ist im Detail von der Praxis noch zu klären)

¹⁵⁵ Von Felten, S. 31

¹⁵⁶ Von Wyl, S. 22

Weil es vordergründig keinen zwingenden Grund für die Einführung von Swiss REITs gibt und deshalb im Zusammenhang mit der Nichteinführung im Rahmen des KAG nicht eigentlich von einer verpassten Chance gesprochen werden kann, erscheint es sinnvoll, die Anstrengungen der Fondsbranche in Unterstützung der SFA auf die (Neu-) Besteuerung der Immobilienfonds mit indirektem Grundbesitz zu konzentrieren.

7 Konklusion

Als Abschluss soll zusammenfassend erläutert werden, was das neue KAG aus heutiger Sicht für Immobilienanlagen gebracht hat.

7.1 Grundsätzliche Einschätzungen

Die Meinungen über das neue KAG im Zusammenhang mit Immobilienvehikel gehen – wie es nicht anders zu erwarten war – weit auseinander. Während sich die einen eine erhöhte Attraktivität einerseits des Fondsproduktionsstandorts Schweiz und andererseits von kollektiven Kapitalanlagen, d.h. neuen Chancen für Promotoren und Anleger versprechen¹⁵⁷, sprechen andere von einer grossen Enttäuschung¹⁵⁸. Aber auch die Optimisten müssen eingestehen, dass Europakompatibilität im Bereich Immobilienfonds und geschlossene kollektive Kapitalanlagen nach wie vor nicht gegeben ist^{159 160}. Die SFA ist der Meinung, dass die neuen gesetzlichen Grundlagen im Bereich Immobilienfonds – ausser der Möglichkeit der Immobilien-SICAV – nicht nur keine wesentlichen Neuerungen, sondern im Gegenteil nur Erschwernisse bringen, ohne diese allerdings zu konkretisieren¹⁶¹.

Es ist deshalb kein Geheimnis, dass bereits wieder eine Revision des gerade erst in Kraft getretenen Gesetzes angestrebt wird und in diesem Sinne bereits eine Arbeitsgruppe mit der Überarbeitung des KAG beauftragt wurde.

¹⁵⁷ Z.B. Imwinkelried (Referat), S. 34; von Felten, S. 33

¹⁵⁸ Z.B. SFA (Protokoll der 93. Sitzung des Fachausschusses „Immobilien-Anlagefonds“ der SFA vom 12. Dezember 2006)

¹⁵⁹ Vgl. wiederum Imwinkelried (Referat), S. 34

¹⁶⁰ Das KAG mit Hinblick auf kollektive Kapitalanlagen im Allgemeinen, also nicht Immobilienanlagen im Besonderen, wird hingegen (obwohl mangels bilateralem Staatsvertrag im Bereich Finanzdienstleistungen die Einführung des „EU-Passes“, für schweizerische Effektenfonds und schweizerische Fondsleitungen nach wie vor aussteht) mehrheitlich positiv aufgenommen, vgl. z.B. Abegglen, S. 92; Kühne / Lengauer, S. 50; differenzierter: von Wyl, S. 24.

¹⁶¹ Protokoll der 93. Sitzung des Fachausschusses „Immobilien-Anlagefonds“ der SFA vom 12. Dezember 2006

7.2 Erfolgsfaktoren

Weitgehende Einigkeit herrscht betreffend Erfolgsfaktoren des KAG. Demzufolge hängt der Erfolg der schweizerischen Anlagevehikel im internationalen Vergleich, bzw. welche Anlageformen sich für indirekte Immobilienanlagen in der Zukunft durchsetzen werden, im Wesentlichen von den folgenden Faktoren ab¹⁶²:

- Steuerrechtliche Behandlung der kollektiven Kapitalanlagen¹⁶³;
- Regulierungsdichte bzw. genügend Spielraum für individuelle Ausgestaltung
- Flexibilität der Aufsichtsbehörde;
- Dauer der Bewilligungsverfahren („time to market“)¹⁶⁴;
- Detailregelung (Rundschreiben der EBK, Selbstregulierung durch die SFA: Musterreglemente und Richtlinien).

7.3 Ausblick

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Erfolgsfaktoren zwar bekannt sind, nicht aber, wie sich diese zukünftig entwickeln werden. Den grossen Erwartungen ist bereits einige Ernüchterung gefolgt. So herrscht im Moment allgemein noch viel Skepsis und Unsicherheit. Die potenziellen Anbieter von neuen Produkten überlegen sich gut, ob sich der „First-Mover-Effekt“ lohnt und lassen sich viel Zeit mit dem Abwägen von Vor- und Nachteilen. In der Praxis raten viele Anwälte vom Aufsetzen von neuen Vehikeln ab mit der Begründung, dass noch zu viele Unsicherheiten bestehen.

Zurzeit gibt es auch noch ganz praktische Schwierigkeiten, zumal die Musterdokumente für die verschiedenen Rechtsformen noch nicht (vollständig) zur Verfügung stehen (vgl. vorne, Ziff. 2.6).

Im Falle der neuen Rechtsformen der SICAV und der KGK ist das Einreichen eines Gesuchs faktisch gar nicht möglich, solange noch keine Musterdokumente existieren. Der Zeitpunkt, per wann die entsprechenden Unterlagen zur Verfügung stehen werden, ist aber nach wie vor unklar.

Eine eigentliche Euphorie war – wie einleitend in diesem Kapitel (vgl. Ziff. 7.1) erwähnt – in der Fondsbranche sowieso nicht zu verspüren. Die faktische Unmöglichkeit,

¹⁶² Botschaft, S. 6429, 6444; Imwinkelried (Newsletter), S. 6; Kühne, a.a.O.

¹⁶³ Die eminente Bedeutung der steuerlichen Behandlung für die Entwicklung des schweizerischen Marktes für KK haben auch die gesetzgebenden Behörden erkannt; vgl. Botschaft, S. 6429

¹⁶⁴ Luxemburg wird bisher im Bereich Bewilligungsverfahren, insbesondere hinsichtlich dem Faktor „time to market“, als attraktiver als die Schweiz wahrgenommen.

für die neuen Rechtsformen ein Gesuch einzureichen, hat der Begeisterung sicherlich auch keinen zusätzlichen Auftrieb verliehen.

Für eine abschliessende Gesamtbeurteilung ist es zweifelsohne noch zu früh, zumal es noch geraume Zeit dauern wird, bis der Erfolg (oder Misserfolg) des KAG hinsichtlich Immobilienanlagen effektiv abschätzbar sein wird. Es ist indes zu befürchten, dass das aktuelle KAG aus den genannten Gründen und insbesondere im Lichte der bereits anstehenden Revision des Gesetzes (vgl. Ziff. 7.1) für den Bereich Immobilienanlagen nur wenige materielle Änderungen mit sich bringt.

Verzeichnis des Anhangs

Anhang I: Übersicht der Immobilienanlagevehikel unter dem KAG

Anhang II: Hypothetische Umsetzungsbeispiele

- Praxisbeispiel FCP
- Praxisbeispiel SICAV
- Praxisbeispiel KGK
- Praxisbeispiel (nicht KAG-regulierte) SICAF

Anhang I: Übersicht der Immobilienanlagevehikel unter dem KAG (1)

Rechtsform / Kriterium	Offene kollektive Kapitalanlagen (KAG 8)		Geschlossene kollektive Kapitalanlagen (KAG 9)	
	Vertraglicher Anlagfonds (FCP)	Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV)	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK)	Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF)
gesetzliche Grundlage	KAG 25 ff.	KAG 36 ff. und OR 620 ff.	KAG 98 ff. und OR 594 ff.	KAG 110 ff. und OR 620 ff.
Rechtsform	Kollektivanlagevertrag zwischen Anleger und Fondsleitung/Depotbank (nur Fondsleitung im Handelsregister eingetragen)	Kapitalgesellschaft mit variablem Kapital (Eintrag ins Handelsregister)	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (Eintrag ins Handelsregister)	Kapitalgesellschaft mit festem Kapital (Eintrag ins Handelsregister)
Organe	<ul style="list-style-type: none"> Fondsleitung 	<ul style="list-style-type: none"> Generalversammlung Verwaltungsrat Revisionsstelle 	<ul style="list-style-type: none"> Gesellschafterversammlung Revisionsstelle 	<ul style="list-style-type: none"> Generalversammlung Verwaltungsrat Revisionsstelle
Aufsichtsbehörde	EBK	EBK	EBK	EBK
vorgeschriebene Dokumente	<ul style="list-style-type: none"> Fondsreglement (Fondsvertrag; KAG 8 III/26) Pospekt (KAG 75) Vereinf. Prospekt (KAG 76) 	<ul style="list-style-type: none"> Fondsreglement (Statuten & Anlage-reglement; KAG 8 III/43/44) Pospekt (KAG 75) Vereinf. Prospekt (KAG 76) 	<ul style="list-style-type: none"> Gesellschaftervertrag (Limited Partnership Agreement/LPA, KAG 9 III/12 I) Pospekt (KAG 102 III) 	<ul style="list-style-type: none"> Statuten (KAG 9 IV) Anlagereglement (KAG 9 IV) Pospekt (KAG 116)
Anlegerkreis	Offen	Offen	<ul style="list-style-type: none"> Komplementär (General Partner): AG mit Sitz in der Schweiz (KAG 98 II) Kommanditäre (Limited Partner): qualifizierte Anleger (KAG 98 III), Anzahl mind. 5 (KKV 5 III) 	Nicht qualifizierte Anleger (KAG 110 lit.b)
Mitwirkungs- & Auskunftsrechte	Anleger: nur Auskunftsrechte (KAG 84)	Anleger: <ul style="list-style-type: none"> Teilnahme an GV (KAG 46 II, 50 III i.V.m. OR 689) Stimmrecht: 1 Aktie = 1 Stimme (KAG 47) EinsitzVR (3 - 7 Mitglieder, KAG 51 i.V.m. OR 707) Kontrollrechte (KAG 48 i.V.m. OR 696 f.) Auskunftsrechte (KAG 84) 	Komplementär(e): <ul style="list-style-type: none"> Geschäftsführung (OR 599) Beteiligungsrecht (der geschäftsführenden Personen als Kommanditäre, KKV 119) Kommanditäre: <ul style="list-style-type: none"> Einsichtsrechte und mindestens einmal vierteljährlich Anspruch auf Auskunft über Geschäftsgang (KAG 106) 	Anleger: wie AG gem. OR (KAG 112) <ul style="list-style-type: none"> Teilnahme an GV (OR 689) Stimmrecht (OR 692 ff.) Kontrollrechte Auskunftsrechte
Vermögensrechte	<ul style="list-style-type: none"> Beteiligung an Vermögen/ Ertrag des jeweiligen (Teil-) Vermögens Recht auf Rückgabe der Anteile (Kündigungsfrist: 12 Mte per Ende Rechnungsjahr, KAG 66 II) Klage auf Rückerstattung (KAG 85) Bezugsrecht (KAG 66 I) 	Analog FCP	<ul style="list-style-type: none"> Kein Anspruch auf Rückgabe der Anteile (KAG 9 II) Weitere Vermögensrechte analog OR (KAG 99 i.V.m. OR 598 ff.) 	<ul style="list-style-type: none"> Kein Anspruch auf Rückgabe der Anteile (KAG 9 II) Beteiligung an Vermögen/Ertrag des jeweiligen (Teil-)Vermögens
Zulässige Anlagen	<ul style="list-style-type: none"> Grundstücke, Projekte Beteiligungen/ Forderungen an/gegen IG; IF, kotierte IG, Ausl. Immobilien (KAG 59, KKV 86) 	Analog FCP	Anlagen in Risikokapital (KAG 103 I, KKV 120/121; Unternehmens- und Projektfinanzierung), insbes. Bau- und Immobilienprojekte	Grundsätzlich keine Vorschriften
Anlagepolitische Beschränkungen Immobilienfonds	Risikoverteilung und Anlagebeschränkungen (KAG 62, KKV 67 IV, 87) → mind. 10 Grundstücke, je max. 25% des Fondsvermögens (2 Jahre nach Lancierung)	Analog FCP	Keine Vorschriften betr. Risikoverteilung und Anlagebeschränkungen	Grundsätzlich keine Vorschriften

Anhang I: Übersicht der Immobilienanlagevehikel unter dem KAG (2)

Rechtsform / Kriterium	Offene kollektive Kapitalanlagen (KAG 8)		Geschlossene kollektive Kapitalanlagen (KAG 9)	
	Vertraglicher Anlagefonds (FCP)	Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV)	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK)	Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF)
Mindestvermögen	Nettovermögen: CHF 5 Mio. 1 Jahr nach Lancierung (KKV 35 II)	Nettovermögen: analog FCP Mindesteinlage: • Selbstverw. SICAV: CHF 500'000 (KAG 37/KKV54) • Fremdverw. SICAV: CHF 250'000 (KAG 37/KKV54)	Mindesteinlage Komplementär(e): CHF 100'000 (KKV 118 II)	CHF 100'000 (Aktienkapital, OR 621)
Auflösung	<ul style="list-style-type: none"> • Kündigung der Fondsleitung/Depotbank • Zeitablauf (bei best. Laufzeit) • Verfügung der Aufsichtsbehörde (KAG 96 I) 	<ul style="list-style-type: none"> • Beschluss der Unternehmeraktionäre • Zeitablauf (bei best. Laufzeit) • Verfügung der Aufsichtsbehörde (KAG 96 II) 	<ul style="list-style-type: none"> • Gesellschafterbeschluss • Zeitablauf (bei Befristung) & weitere Gründe gem. LPA • Verfügung der Aufsichtsbehörde (KAG 109) 	<ul style="list-style-type: none"> • Analog AG gem. OR • Statuten • GV-Beschluss • Konkursöffnung • Urteil des Richters aufgrund Klage (KAG 112 i.V.m. OR 736 ff.)
Besteuerung	Transparent, d.h. Fonds ist grundsätzlich kein Steuersubjekt und wird auf der Ebene Fonds nicht besteuert Ausnahme: Immobilienfonds mit direktem Grundbesitz: Gewinn u. Kapitalsteuer, jedoch zu einem reduzierten Steuersatz	Analog FCP	Analog Anlagefonds Komplementär: ordentl. Steuerepflichtig; Körperschaftssteuer da zwingend AG Kommanditär: direkte Steuern: Gewinnsteuer Carried Interest: noch offen (sollte transparent sein)	Wirtschaftliche Doppelbelastung
Vorteile Promotor/Sponsor bzw. Fondsleitung, Komplementär (General Partner)	<ul style="list-style-type: none"> • Bekanntheit als Anlagevehikel • Keine Mitsprache der Anleger, Entscheidungskompetenz alleine bei Fondsleitung 	<ul style="list-style-type: none"> • Mitsprache des Anlegers als Argument bei Einanlegerfonds 	<ul style="list-style-type: none"> • LP mit „swiss quality“ • Geringere Regulierungsdichte betr. Anlagen, Anlagepolitik, Anlagebeschränkungen • Geringerer Aufwand für Vertragsverhandlungen • Risikokapitalanlagen möglich • Keine Rücknahmepflicht der Anteile → geringer Bedarf an Liquidität (keine Reserven für all-fällige Rückzahlungen nötig) 	<ul style="list-style-type: none"> • Keine Rücknahmepflicht der Anteile → geringer Bedarf an Liquidität (keine Reserven für all-fällige Rückzahlungen nötig)
Nachteile Promotor/Sponsor	<ul style="list-style-type: none"> • Rücknahmepflicht der Anteile → Liquiditätsbedarf 	<ul style="list-style-type: none"> • Rücknahmepflicht • Noch keine Erfahrung 	<ul style="list-style-type: none"> • Besteuerung Carried Interest 	<ul style="list-style-type: none"> • Keine Steuertransparenz → steuerliche Doppelbelastung
Vorteile Anleger	<ul style="list-style-type: none"> • Bekanntheit als Anlagevehikel • Liquidität (zwingend börslicher/ausserbörslicher Handel)/ Rückgaberecht • Bezugsrecht 	<ul style="list-style-type: none"> • Mitbestimmungsmöglichkeiten • Liquidität (zwingend börslicher/ausserbörslicher Handel)/ Rückgaberecht • Bezugsrecht 	<ul style="list-style-type: none"> • Reguliertes Vehikel schweizerischen Rechts in der Art des anglo-amerikanischen Limited Partnership • Anlage in Risikokapital → hohe Rendite 	<ul style="list-style-type: none"> • Mitbestimmungsmöglichkeiten analog AG
Nachteile Anleger	<ul style="list-style-type: none"> • Keine Mitbestimmungsmöglichkeiten 	<ul style="list-style-type: none"> • Keine Erfahrung → ev. Unsicherheit 	<ul style="list-style-type: none"> • Verlustrisiko • keine Rückgaberecht 	<ul style="list-style-type: none"> • Steuerliche Doppelbelastung • keine Rückgaberecht

Anhang II: Hypothetische Umsetzungsbeispiele

Praxisbeispiel FCP

<i>Rechtsform</i>	Vertraglicher Anlagefonds (FCP), Kategorie Immobilienfonds
<i>Investment</i>	Wohnen mit Service
<i>Laufzeit</i>	Unbeschränkt
<i>Anlagevolumen</i>	Ca. CHF 500 Mio. (Erstmission)
<i>(Mindest-)Anlage</i>	Anteile à CHF 100
<i>Nettorendite (Ziel)</i>	4 - 5 % p.a.
<i>Handel</i>	Börsenkotiert SWX
<i>Investmentprofil</i>	Core / core-plus
<i>Strategie</i>	<ul style="list-style-type: none">• Investition in moderne Wohnformen mit integrierten Serviceleistungen und neue Wohnbaukonzepte• Erstellung neuer Bausubstanz, Umbau bestehender Liegenschaften, Entwicklung neuer Serviceangebote (Entwicklungsprojekte bis max. 30 %)• Zusammenarbeit mit erfahrenen Betreibergesellschaften
<i>Anlegerkreis</i>	Offen (Publikumsfonds)
<i>Risikoprofil Anleger</i>	Risikoavers
<i>Asset-Allokation</i> <i>Nutzungskonzepte</i>	Einzelinvestitionen, Immobilienportfolios an attraktiven Standorten schweizweit <ul style="list-style-type: none">• Wohnen mit Service- und Betreuungsleistungen• Innovative Wohnformen/Wohnbautrends (neue ökonomische/ökologische Massstäbe)• Seniorenresidenzen/Seniorenheime• Wellness- und Gesundheitsangebote (Hotels, Bäder, Pfleginstitutionen, etc.)
<i>Vorteile allgemein</i>	<ul style="list-style-type: none">• Steuerliche Vorteile (direkter Grundbesitz → keine Doppelbelastung/reduzierter Steuersatz; indirekter Grundbesitz → Steuertransparenz)• Bedeutendes Wertsteigerungspotenzial (neue Konzepte, demografische Entwicklung)
<i>Vorteile Anleger /</i> <i>Verkaufsargumente</i>	<ul style="list-style-type: none">• Geringes Risiko bei relativ attraktiver (nachhaltiger) Rendite• Diversifikation des Fondsportfolios hinsichtlich Nutzungskonzept, Standort und Investitionsvolumen• Prämienfreie Einstiegskonditionen für Erstinvestoren (hohe Agios der bestehenden Immobilienfonds)
<i>Vorteile Promotor/ Investor</i>	<ul style="list-style-type: none">• Geringe Betriebsrisiken dank Partnerschaften mit spezialisierten Betreibern• Erfahrung mit FCP
<i>Alternative(n) bezügl.</i> <i>Rechtsform</i>	SICAV oder SICAV-SIF nach Luxemburger Recht

Anhang II: Hypothetische Umsetzungsbeispiele

Praxisbeispiel SICAV

<i>Rechtsform</i>	Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV), Kategorie Immobilienfonds
<i>Investment</i>	Private Label Fund, Familienfonds
<i>Laufzeit</i>	Unbeschränkt
<i>Handel</i>	Ausserbörslich (theoretisch, da gesetzlich verlangt), jedoch "closely held"
<i>Anlagevolumen</i>	CHF 200 - 400 Mio.
<i>(Mindest-)Anlage</i>	<ul style="list-style-type: none">• CHF 250'000 (gesetzliche Mindesteinlage)• Anlegergruppe/Familie mit Potenzial von Sacheinlagen im Wert von mind. CHF 100 Mio.
<i>Nettorendite (Ziel)</i>	5 - 6 % p.a.
<i>Investmentprofil</i>	Core / core-plus (kundenabhängig)
<i>Strategie</i>	<ul style="list-style-type: none">• Aufbau eines Immobilienportfolios durch Übernahme von Immobilien aus dem Kreis der Anlegerfamilie ("Payment in kind")• U.U. Erweiterung des Portfolios durch Zukäufe; primär Wohn- und sekundär Geschäftsimmobilien; primär Bestandesobjekte und sekundär Entwicklungsprojekte
<i>Anlegerkreis</i>	HNWI / UHNWI
<i>Risikoprofil Anleger</i>	Eher risikoavers
<i>Asset-Allokation</i>	Immobilienportfolio der Anlegerfamilie
<i>Vorteile Anleger / Verkaufsargumente</i>	<ul style="list-style-type: none">• Steuerersparnis dank Reorganisationsruling (hohe einmalige Summe plus laufende Ersparnisse); Kapitalgewinn steuerfrei• Lösung Nachfolgeregelung (Übertragbarkeit der Anteile innerhalb der Familie)• Auslagerung von rechtlichen Risiken• Anonymisierung des Vermögens (Vorteil gegenüber Mietern)
<i>Vorteile Promotor/ Investor</i>	<ul style="list-style-type: none">• Fondslösung ermöglicht enge Beziehung zu (interessantem) Kunden, Möglichkeit der Folgegeschäfte• Hohe Management Fees (mit grossem Aufwand der massgeschneiderten Lösung begründet)
<i>Alternative(n) bezügl. Rechtsform</i>	FCP (Nachteil: keine Mitspracherechte)

Anhang II: Hypothetische Umsetzungsbeispiele

Praxisbeispiel KGK

<i>Rechtsform</i>	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK)
<i>Investment</i>	Fussballstadion
<i>Laufzeit</i>	6 - 9 Jahre
<i>Exit</i>	Verkauf der Gesellschaft (Share Deal), Verkauf des Stadions (Asset Deal)
<i>Anlagevolumen</i>	CHF 500 - 600 Mio.
<i>Handel</i>	Ausserbörslich
<i>(Mindest-)Anlage</i>	General Partner: CHF 100'000 (gesetzliche Mindesteinlage), Limited Partners: CHF 1'000
<i>Nettorendite (Ziel)</i>	7 - 9 % p.a.
<i>Investmentprofil</i>	Value-added / opportunistic
<i>Strategie</i>	<ul style="list-style-type: none">• Verknüpfung von Kernnutzung (Stadionbetrieb) und Mantelnutzungen (Einkaufszentrum, Hotel, Restauration)• Zusammenarbeit mit öffentlicher Hand (PPP, Beteiligung oder Baurecht)
<i>Anlegerkreis (Limited Partners)</i>	<ul style="list-style-type: none">• Institutionelle Anleger (Generierung Anlagevolumen)• HNWI (steuerfreier Kapitalgewinn; Identifikationswert)
<i>Risikoprofil Anleger</i>	Eher risikobewusst
<i>Vorteile allgemein</i>	<ul style="list-style-type: none">• Steuerliche Vorteile (direkter Grundbesitz → keine Doppelbelastung/reduzierter Steuersatz; indirekter Grundbesitz → Steuertransparenz)
<i>Vorteile Anleger / Verkaufsargumente</i>	<ul style="list-style-type: none">• Bedeutung des Projekts/seltene Gelegenheit• Diversifikation dank breitem Nutzungsmix• Immobilien-Knowhow/Track Record des General Partners
<i>Vorteile Investor / General Partner</i>	<ul style="list-style-type: none">• Möglichkeit der Staffelung des Kapitalabrufs („Cash Call“)• Carried Interest (Gewinnanteil, zusätzlich zu Management Fees)• Hoher Leverage möglich• Renommé als Investor
<i>Alternative(n) bezügl. Rechtsform</i>	Kotierte/nicht-kotierte AG, KAG-regulierte SICAF

Anhang II: Hypothetische Umsetzungsbeispiele

Praxisbeispiel (nicht KAG-regulierte) SICAF

<i>Rechtsform</i>	Nicht-kotierte Aktiengesellschaft gemäss OR
<i>Investment</i>	Spezialimmobilie Hotel
<i>Laufzeit</i>	Unbeschränkt
<i>Exit</i>	Verkauf der Gesellschaft (Share Deal), Verkauf der Immobilien (Asset Deal), Kotierung
<i>Handel</i>	Ausserbörslich
<i>Anlagevolumen</i>	CHF 500 - 2'000 Mio. (innerhalb 3 Jahre)
<i>Nennwert Aktien</i>	CHF 1'000
<i>Nettorendite (Ziel)</i>	6 - 9 % p.a.
<i>Ausschüttungen</i>	In Form von aktionärsfreundlichen Nennwertrückzahlungen während der Aufbauphase; Dividendenzahlung erstmals nach 2 - 3 Jahren
<i>Investmentprofil</i>	"Core-plus / Value-added"
<i>Strategie</i>	<ul style="list-style-type: none">• Akquisition, Halten und Entwickeln von ertragsstarken Hotelimmobilien im Luxus-/oberen Hotelindustriesegment• Zusammenarbeit mit international anerkannten Brands und Betreibergesellschaften• Ertragsoptimierung der Immobilien durch erstklassiges Asset Management und Investments in Unterhalt und Weiterentwicklung
<i>Anlegerkreis</i>	<ul style="list-style-type: none">• Institutionelle Anleger (Generierung Anlagevolumen)• HNWI (steuerfreier Kapitalgewinn; Identifikationswert)
<i>Risikoprofil Anleger</i>	Risikobewusst
<i>Asset-Allokation</i>	Ausgewählte Einzelinvestitionen oder Hotelportfolios weltweit diversifiziert
<i>Selektionskriterien</i>	<ul style="list-style-type: none">• Beste Lagen in Grossstädten, Flughafennähe, Tourismusdestinationen• Stadthotels Kategorie 4 und 5 Sterne, Luxusresorts• Internationale Betreiber mit hoher Bonität
<i>Vorteile Anleger / Verkaufsargumente</i>	<ul style="list-style-type: none">• Steueroptimierte, nicht kotierte Immobiliengesellschaft• Relativ hohe Rendite (bei relativ hohem Risiko)• Privatanleger: Spezialkonditionen in ausgewählten Hotels• Diversifikation dank globaler Asset-Allokation und Mix verschiedener Hotelkategorien
<i>Vorteile Promotor/ Investor</i>	<ul style="list-style-type: none">• Wenig reguliertes Vehikel, Flexible Anlagerichtlinien, keine Vorschriften hinsichtlich Risikoverteilung• Hoher Leverage möglich• Unabhängigkeit vom lokalen Immobilienmarkt (Orientierung an der Entwicklung des Tourismusmarktes; Hotelanlagen boomen weltweit)• Themengefäss / Nischenprodukt
<i>Alternative(n) bezügl. Rechtsform</i>	KGK, kotierte AG, FCP (QIF oder Publikumsfonds; Risiko-/Renditeprofil unterschiedlich)

Quellenverzeichnis

Literatur:

- **Abegglen, Sandro:** Kollektivanlagen, in: Neuerungen im Schweizer Wirtschaftsrecht, NFK-Schriftenreihe Band 12, Februar 2007, S. 69 ff. („Abegglen“).
- **Kilchmann, Jörg:** Die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen, in: Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2006/2007, 2007, S. 63 ff. („Kilchmann“).
- **Kühne, Armin / Lengauer, Daniel:** Das neue Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG), in: Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2006/2007, 2007, S. 45 ff. („Kühne / Lengauer“).
- **Kühne, Armin / Epars, Jean-Luc:** Die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV), in: Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2006/2007, 2007, S. 52 ff. („Kühne / Epars“).

Materialien:

- **Bericht der Arbeitsgruppe Oberson:** Revision AFG aus steuerlicher Sicht, Anhang I zum Erläuterungsbericht samt Gesetzesentwurf der vom Eidgenössischen Finanzdepartement eingesetzten Expertenkommission zur Totalrevision des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1994 vom November 2003, S. 257 ff. („Bericht AGR Oberson“).
- **Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements über die Vernehmlassungsergebnisse** zum Erläuterungsbericht inkl. Gesetzesentwurf der Expertenkommission „Totalrevision des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1994“ vom Oktober 2004 („Vernehmlassung“).
- **Botschaft zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen** (Kollektivanlagegesetz) vom 23. September 2005, BBl 2005, S. 6395 ff. („Botschaft“).

- **Erläuterungsbericht samt Gesetzesentwurf** der vom Eidgenössischen Finanzdepartement eingesetzten Expertenkommission zur Totalrevision des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1994 vom November 2003 („Erläuterungsbericht KAG“).
- **Erläuterungsbericht zur Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV)** vom November 2006 („Erläuterungsbericht KKV“).
- **Ernst & Young:** Neue Gesetzgebung über kollektive Kapitalanlagen (Gesetzestexte), Januar 2007 („KAG“, „KKV“, „KKV-EBK“).
- **PricewaterhouseCoopers:** Das Schweizerische Anlagefondsgesetz, 3. Aufl. 2005 („PwC, AFG“).
- **PricewaterhouseCoopers:** Kollektive Kapitalanlagen in der Schweiz, 1. Aufl. 2007 („PwC, KAG“).
- **Swiss Funds Association SFA:** KAG-Atlas, März 2007 („KAG-Atlas“).
- **Swiss Funds Association SFA:** Stellungnahme zum Bericht der Expertenkommission des Eidg. Finanzdepartements betreffend Revision des Anlagefondsgesetzes vom 13. Mai 2004 („Stellungnahme SFA“).

Fachzeitschriften, Zeitungen, Kundenpublikationen:

- **Courvoisier, Matthias / Schmitz, Ronnie:** Grenzfälle kollektiver Kapitalanlagen, in: SZW 2006, S. 407 ff. („Courvoisier / Schmitz“).
- **Forbes, John / Stoschek Uwe:** European REIT update, in: Global Real Estate Now, Kundenpublikation PricewaterhouseCoopers, März 2007, S. 22 ff. („Forbes / Stoschek“).
- **Häfelin, Regula:** Internationale Immobilienanlagefonds: Entwicklungen in der Schweiz im Vergleich mit ausländischen REITs, in: Flash Finanzdienstleistungen, Kundenpublikation PricewaterhouseCoopers, April 2007, S. 33 ff. („Häfelin“).

- **Häfelin, Regula / Meyer, Victor:** Neue Wege für Immobilienanlagen, in: Handelszeitung vom 1. November 2006, S. 80 („Häfelin / Meyer“).
- **Imwinkelried, Michaela:** Das Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen, in: Swiss Financial Services Newsletter KPMG, Februar 2006, S. 2 ff. („Imwinkelried (Newsletter)“).
- **Kühne, Armin:** Spielraum des KAG optimal nutzen, in: Finanz und Wirtschaft (FuW) vom 9. September 2006, S. 49 („Kühne“).
- **Sotelo, Ramon:** Was sind eigentlich REITs?, in: StadtBauwelt, 12/07, S. 34-39 („Sotelo, StadtBauwelt“).

Referate:

- **Bünzli, Michael:** KAG Neuerungen, Referat anlässlich Credit Suisse internem Seminar zum KAG vom 18. Dezember 2006 („Bünzli“).
- **Imwinkelried, Michaela:** Auswirkungen des neuen KAG auf indirekte Immobilienanlagen, Referat anlässlich SwissRe ImmoInvest Forum für institutionelle Anleger „Indirekte Immobilienanlagen im In- und Ausland“ vom 30. November 2006 („Imwinkelried (Referat)“).
- **Meyer, Victor:** Swiss Limited Partnership, Neuerungen durch das Kollektivanlagegesetz, Referat anlässlich SECA-Seminar vom 23. Januar 2007 („Meyer“).
- **Von Felten, Dominic:** Neue Möglichkeiten für innovative Immobilienanlagen, Referat anlässlich Seminar „Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen“ des Institutes für Rechtswissenschaft und Rechtspraxis an der Universität St. Gallen vom 30. November 2006 („von Felten“).
- **Von Wyl, Walter:** Kollektivanlagegesetz (KAG) und Steuern, Referat anlässlich Seminar „Steuern und Wertschriften“ der SBVg vom 20. März 2007 („von Wyl“).

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

**„Innovative Immobilienanlagen unter dem neuen
Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen“**

selbst angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Herrliberg, den 20. Juli 2007

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

**„Innovative Immobilienanlagen unter dem neuen
Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen“**

selbst angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Herrliberg, den 20. Juli 2007

C. Fabian Temp