



**CUREM**

Center for Urban & Real Estate Management – Zurich

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

**Derzeitiger Umgang von qualifizierten Immobilieninvestoren mit den neuen Anlagemöglichkeiten des Bundesgesetzes über kollektive Kapitalanlagen, insbesondere der SICAV, im Kontext der Möglichkeiten in Luxemburg**

Name: Florian Kuprecht  
Adresse: Freihofstrasse 6  
8703 Erlenbach (ZH)  
Eingereicht bei: Lic. iur. Christina Dietrich, Betreuerin  
Prof. Dr. Urs Bertschinger, Koreferent  
Abgabedatum: 18. August 2008

## **Dank**

Mein besonderer Dank geht an meine Betreuerin Frau Christina Dietrich und meinen Koreferenten, Herrn Prof. Dr. Urs Bertschinger, für ihre Bereitschaft, diese Masterthesis zu begleiten

Frau Christian Dietrich, hat mich mit ihrer Thesis, welche sie über innovative Immobilienanlagen unter dem neuen Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen geschrieben hatte, auch massgeblich inspiriert, danach zu forschen, wie es um diese Möglichkeiten 1½ Jahre nach ihrer Einführung in der Praxis steht.

Ein spezieller Dank gilt auch meinen Kolleginnen und Kollegen von CBRE – PI Performance, besonders Herrn Jean Golinelli und Herrn Marc Gutzwiller für die hilfreichen Hinweise.

Herzlich danken möchte ich auch Frau Silvia Kuprecht und Frau Alicia Chapinal für ihre kritische Durchsicht.

Mein grösster Dank aber geht an meine Frau, Barbara Kuprecht, die mir stets ermutigend Rückhalt und Unterstützung gegeben hat.

# Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>III</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>III</b>
<b>1 Einführung</b> .....	<b>1</b>
1.1 Problemstellung .....	1
1.2 Zielsetzung .....	2
1.3 Leithypothese und Fragestellungen .....	2
1.4 Vorgehen .....	3
<b>2 Der Markt für kollektive Kapitalanlagen in der Schweiz und in Luxemburg</b> .....	<b>4</b>
2.1 Die Situation in der Schweiz.....	4
2.2 Die Situation in Luxemburg.....	6
<b>3 Das neue Bundesgesetz über kollektive Kapitalanlagen (KAG)</b> .....	<b>7</b>
3.1 Grundzüge des KAG .....	7
3.1.1 Reformziele des KAG.....	7
3.1.2 Begriff der kollektiven Kapitalanlage .....	8
3.1.3 Formen der kollektiven Kapitalanlage.....	8
3.1.4 Qualifizierte Anleger .....	9
3.1.5 Einanlegerfonds .....	11
3.2 Die SICAV als Anlagegefäss für Immobilieninvestitionen.....	11
3.2.1 Wichtige Charakteristika der SICAV .....	11
3.2.2 Unterschiede zwischen vertraglichem Anlagefonds und SICAV .....	13
3.2.3 Restriktionen des KAG für Immobilien-SICAV .....	15
3.2.4 Steuerliche Implikationen bei der SICAV .....	16
3.3 Exkurs: Die KGK als Anlagegefäss für Immobilieninvestitionen.....	18
3.3.1 Wichtige Charakteristika der KGK .....	18
3.3.2 Steuerliche Implikationen bei der KGK .....	20
3.4 SICAF .....	20
3.5 Einfluss der Lex Koller .....	21
<b>4 Die rechtliche Situation kollektiver Kapitalanlagen in Luxemburg</b> .....	<b>22</b>
4.1 Übergeordnete Einflüsse der EU.....	22
4.2 Die Luxemburger Gesetze für kollektive Kapitalanlagen.....	23
4.2.1 Das Luxemburger Spezialfondsgesetz.....	24
4.2.2 Das Luxemburger SICAR-Gesetz .....	25
4.2.3 Steuerliche Situation in Luxemburg .....	26
<b>5 Empirische Untersuchung – Experteninterviews</b> .....	<b>28</b>
5.1 Methodische Grundlagen .....	28
5.2 Interviewpartner .....	29
5.3 Durchführung .....	30

<b>6 Ergebnisse der Experteninterviews .....</b>	<b>31</b>
6.1 Die Nachfrage nach schweizerischen Immobilien-SICAV für qualifizierte Investoren .....	31
6.2 Einflussfaktoren auf das Angebot von schweizerischen Immobilien-SICAV für qualifizierte Investoren .....	33
6.2.1 Reserviertes Verhalten der Fondspromotoren – die Macht des Bekannten? .....	34
6.2.2 Der Einfluss des KAG auf das Angebot von Immobilien-SICAV im Kontext des Luxemburger Spezialfondsgesetzes .....	35
6.2.2.1 Der Einfluss der Anforderungen an qualifizierte Investoren .....	35
6.2.2.2 Der Einfluss von Mitsprache- und Mitwirkungsrechten .....	36
6.2.2.3 Der Einfluss auf Möglichkeiten der Promotoren .....	37
6.2.2.4 Der Einfluss der Anforderungen an das Anlagekapital.....	38
6.2.2.5 Der Einfluss der Anforderungen an die Administration .....	39
6.2.2.6 Der Einfluss der Anforderungen an Einanlegerfonds .....	40
6.2.2.7 Der Einfluss der Unterscheidung zwischen Unternehmer- und Anlegeraktionären .....	41
6.2.2.8 Der Einfluss von Anforderungen an Rücknahme und Ausgabe von Anteilscheinen.....	42
6.2.2.9 Der Einfluss der Anforderungen an die Portfoliozusammensetzung .....	42
6.2.3 Der Einfluss der Lex Koller.....	43
6.2.4 Steuerliche Implikationen.....	44
6.2.5 Der Einfluss von Regulatoren.....	46
6.2.5.1 Das Gütesiegel EBK.....	46
6.2.5.2 Der Einfluss von Abläufen.....	48
6.3 Bedeutung des Standortes Schweiz für Immobilien-SICAV .....	49
6.4 Die Anziehungskraft von Luxemburg.....	50
6.5 Die künftige Entwicklung von schweizerischen Immobilien-SICAV .....	53
6.6 Exkurs: Nachfrage und Angebot der schweizerischen Immobilien-KGK.....	54
6.6.1 Die Nachfrage nach Immobilien-KGK.....	54
6.6.2 Die Einflussfaktoren auf das Angebot von Immobilien-KGK .....	56
6.6.3 Steuerliche Implikationen bei der Immobilien-KGK .....	57
<b>7 Schlussfolgerungen mit Anpassungsvorschlägen und Ausblick .....</b>	<b>59</b>
7.1 Zusammenfassend: Hindernisse für qualifizierte Immobilieninvestoren im Umgang mit SICAV und -KGK .....	59
7.2 Kriterien zur Belegung des Marktes von Immobilien-SICAV und -KGK .....	61
7.3 Ausblick .....	62
<b>Anhang I: Interviewleitfaden .....</b>	<b>65</b>
<b>Anhang II: Liste der interviewten Personen .....</b>	<b>71</b>
<b>Quellenverzeichnis .....</b>	<b>72</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Übersicht über die kollektiven Kapitalanlagen.....	9
Abbildung 2: Liste der Interviewpartner.....	30

## Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AFG	Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994 (Anlagefondsgesetz)
AFV	AFV Bundesrätliche Verordnung über die Anlagefonds vom 19. Oktober 1994 (Anlagefondsverordnung)
AG	Aktiengesellschaft
ALFI	Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissements; Luxemburgischer Interessensverband der Fondsindustrie
Art.	Artikel
BSV	Bundesamt für Sozialversicherungen
bzw.	beziehungsweise
CHF	Schweizer Franken
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier (de Luxemburg); luxemburgische Finanzaufsichtsbehörde
DBA	Doppelbesteuerungsabkommen
DBG	Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer vom 14. Dezember 1990
dies.	dieselbige
d.h.	das heisst
EBK	Eidgenössische Bankenkommission (Aufsichtsbehörde)
EG	Europäische Gemeinschaft (wichtigstes Standbein der EU)
EFAMA	European Fund and Asset Management Organisation; Europäischer Interessensverband der Fondsindustrie
engl.	englisch
etc.	et cetera (und die übrigen)
usw.	und so weiter
ESTV	Eidgenössische Steuerverwaltung
EU	Europäische Union
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (Vorläufer der EG)
FCP	Fonds Commun de Placement (Vertraglicher Anlagefonds)
FIS	Loi relative aux fonds d'investissement spécialisés
FINMA	Finanzmarktaufsicht des Bundes, die ab 1.1.2009 ihre Tätigkeit aufnimmt
FusG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3. Oktober 2003
gem.	gemäss
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HNWI	High Net Worth Individual(s) (vermögende Privatperson(en))

i. V. m.	in Verbindung mit
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (Kollektivanlagegesetz)
KGK	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen
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
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
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
QI	Qualifizierter Investor/Anleger
SFA	Swiss Funds Association, Schweizerischer Anlagefondsverband (Standesorganisation der Fondsindustrie, Selbstregulierungsbehörde)
SFD	Swiss Funds Data (anerkanntes Publikumsorgan für Fondsinformationsdienstleistungen in der Schweiz)
SICAF	Société d'investissement à capital fixe (Investmentgesellschaft mit festem Kapital)
SICAR	Société d'investissement en capital à risque (Investmentgesellschaft zur Anlage in Risikokapital)
SICAV	Société d'investissement à capital variable (Investmentgesellschaft mit variablem Kapital)
SIF	Special Investment Funds; nach dem Gesetz über spezialisierte Investmentfonds vom 13.2.2007
sog.	so genannt(e)
StG	Bundesgesetz über die Stempelabgaben vom 27. Juni 1973
StHG	Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden vom 14. Dezember 1990
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, OGAW
u.a.	unter anderem
ugs.	umgangssprachlich
v.a.	vor allem
vgl.	vergleiche
vs.	versus
VSt	Verrechnungssteuer
VStG	Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer vom 13. Oktober 1965
z.B.	zum Beispiel
zit.	zitiert
Ziff.	Ziffer

## 1 Einführung

### 1.1 Problemstellung

Am 1. Januar 2007 ist das neue Bundesgesetz über kollektive Kapitalanlagen (KAG) in Kraft getreten. Zu diesem Zeitpunkt war die Schweiz primär ein Vertriebs- und weniger ein Produktionsstandort<sup>1</sup> für kollektive Kapitalanlagen, am stärksten „bedrängt“ durch Luxemburg, dem grössten Fondsproduktionsstandort Europas<sup>2</sup>.

Eines der Hauptziele des neuen KAG war es deshalb, die Wettbewerbsfähigkeit des Fondsproduktionsstandortes Schweiz zu steigern<sup>3</sup>. Zu diesem Zweck wurden neue Rechtsformen der kollektiven Kapitalanlage wie die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (französisch „société d’investissement à capital variable“ – SICAV) und die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK) sowie „qualifizierte Anleger“<sup>4</sup>, denen gesetzliche Erleichterungen und zusätzliche Gestaltungsmöglichkeiten zugesprochen werden, eingeführt<sup>5</sup>.

Praktisch zeitgleich hat Luxemburg am 13. Februar 2007 das sogenannte Spezialfondsgesetz in Kraft gesetzt mit der Absicht, eine neue Gesetzesgrundlage für kollektive Kapitalanlagen mit qualifizierten Investoren zu schaffen. Durch dieses Gesetz hat ein qualifizierter Anleger in Luxemburg die Möglichkeit, mit wenigen Restriktionen in Bezug auf die Anlagepolitik in kollektive Kapitalanlageformen von unterschiedlicher juristischer Natur zu investieren<sup>6</sup>.

Wenn man untersucht, welche Auswirkungen die neu geschaffenen Formen der kollektiven Kapitalanlage des KAG für die Anlageklasse der Immobilien hatte, fällt die Bilanz 1½ Jahre nach Einführung des KAG ernüchternd aus: Bisher wurde keine einzige SICAV mit Grundbesitz gegründet<sup>7</sup>, jedoch eine SICAV nach luxemburgischem Spezialfondsgesetz, welche ausschliesslich in Schweizer Immobilien investiert<sup>8</sup>. Immerhin gibt es neuerdings eine erste KGK, die ein Immobilienprojekt investiert<sup>9</sup>.

In Luxemburg wurden 2007 dagegen 29 und somit sämtliche kollektive Kapitalanlagen, die hauptsächlich in Immobilien investieren, unter dem Spezialfondsgesetz aufgelegt.

---

<sup>1</sup> Ghandchi Schmid S.1

<sup>2</sup> SFA Jahresbericht 2007 S.15f sowie Ziff. 2.2

<sup>3</sup> Abegglen S.70; Botschaft S.6395ff, S.6401

<sup>4</sup> Zur flüssigeren Lesbarkeit des Textes wird bei Personenbezeichnungen die männliche Form verwendet. Selbstverständlich sind damit jeweils beide Geschlechter gemeint.

<sup>5</sup> Botschaft S.6408ff

<sup>6</sup> Vgl. FIS; KPMG SIF 2007 S.3

<sup>7</sup> EBK Liste; EBK Jahresbericht S.127

<sup>8</sup> nämlich Orox Capital

<sup>9</sup> Vgl. EBK Mutationen 02/08

Dies bei einem Nettoemissionsvolumen von € 6.5 Mrd., was praktisch einer Verdoppelung des Gesamtanlagevolumens von Immobilienanlagen in Luxemburg entspricht<sup>10</sup>.

## 1.2 Zielsetzung

Die nachfolgenden Ausführungen sollen erhellen, weshalb die Entwicklung der neuen Anlagemöglichkeiten von kollektiven Kapitalanlagen, im Speziellen für Immobilienanlagen, in der Schweiz vergleichsweise schleppend verläuft.

Dabei soll der derzeitige Umgang von qualifizierten Immobilieninvestoren (QI) als treibende (vgl. Ziff. 2) und neu gesetzlich definierte Marktkräfte (vgl. Ziff. 3.1.4), die zudem im Fokus der Fondsindustrie stehen<sup>11</sup>, mit den neuen Anlagemöglichkeiten des Bundesgesetzes über kollektive Kapitalanlagen (KAG) erforscht werden<sup>12</sup>. Der Fokus wird auf die in Luxemburg populäre SICAV gelegt, die in der Schweiz bisher nicht für Immobilienanlagen verwendet wurde. Die KGK wird unter Exkursziffern in Ergänzung dazu betrachtet. Aus diesem Grund, aber auch um aus dem Vergleich mit dem grössten Fondsplatz in Europa Erkenntnisse zu ziehen, soll die ermittelte Situation im Kontext der Möglichkeiten in Luxemburg gezeigt werden.

Ausgehend von der Beobachtung, dass bisher in der Schweiz keine SICAV mit Immobilienwerten (Immobilien-SICAV) und erst eine KGK für Immobilienprojekte (Immobilien-KGK) gegründet wurden, soll abgeklärt werden, welches die Gründe für diese Zurückhaltung sein könnten und was es bräuchte, damit in der Schweiz (mehr) neue Formen der kollektiven Immobilienanlagen, insbesondere SICAV, aber auch KGK, geschaffen würden. Die Form des vertraglichen Anlagefonds, die schon unter der alten Gesetzgebung existierte und die nur einige Erweiterungen z.B. durch das Konzept des qualifizierten Investors erfuhr, wird dabei nur zu Vergleichszwecken angeführt.

## 1.3 Leithypothese und Fragestellungen

Motivation für diese Untersuchung ist die Hypothese, dass qualifizierte, in der Schweiz aktive Immobilieninvestoren an neuen Formen der kollektiven Immobilienanlage, wie sie das KAG bietet, interessiert wären, die Produktentwicklung aber aufgrund gewisser institutioneller Hürden stockt.

---

<sup>10</sup> CSSF – Annual Report 2007 S.56

<sup>11</sup> SFA Medienmitteilung 2008

<sup>12</sup> Wobei bereits an dieser Stelle angemerkt werden soll, dass die Trennung zwischen qualifizierten und gewöhnlichen Anlegern (vgl. 3.1.4) in im Rahmen dieser Arbeit nicht bei allen Aussagen vollzogen werden kann.

Diese Arbeit soll deshalb folgenden Hauptfragestellungen nachgehen:

- Wie gehen qualifizierte Immobilieninvestoren mit den neuen Anlagemöglichkeiten des KAG, insbesondere der SICAV, um und wie ist dies im Kontext der Möglichkeiten in Luxemburg zu verstehen?
- Welche Faktoren könnten die Entstehung von Immobilien-SICAV (und weiteren KGK) für qualifizierte Investoren aufhalten?

Um diese Hauptfragestellungen zu beantworten, sollen folgende Detailfragestellungen untersucht werden:

- Wer sind mögliche qualifizierte Immobilieninvestoren für die neuen Formen der kollektiven Kapitalanlagen in der Schweiz?
- Wie setzen sie sich mit den neuen Möglichkeiten auseinander?
- Welchen Einfluss haben die Anforderungen von KAG und KKV an Immobilien-SICAV (und -KGK) auf den Umgang qualifizierter Investoren mit diesen Vehikeln?
- Welchen Einfluss haben Fragen aus anderen Legislativen wie dem Steuerrecht oder der Lex Koller?
- Welchen Einfluss haben Regulatoren?
- Welche Bedeutung hat der Standort Schweiz für diese kollektiven Kapitalanlagen für Immobilien und unter welchen Umständen wird eine schweizerische Rechtsform gewählt?
- Wie sind diese Fragen im Vergleich mit Luxemburg zu sehen?
- Was braucht es, damit Immobilien-SICAV (und mehr -KGK) lanciert werden?

## **1.4 Vorgehen**

Zunächst soll ein Einblick in die Märkte der kollektiven Kapitalanlagen für Immobilien in der Schweiz und im Vergleich dazu in Luxemburg gegeben werden als Resultat und Spiegel der bisherigen Entwicklungen und als Ausgangslage für die derzeitigen und möglichen künftigen Entwicklungen im Schweizer Markt. Anschliessend werden die neuen Anlagemöglichkeiten der kollektiven Kapitalanlage, die sich für einen qualifizierten Immobilieninvestor in der Schweiz aufgrund des KAG ergeben, im Vergleich zu den Möglichkeiten in Luxemburg diskutiert. Dabei stehen auch Themen wie spezielle Anforderungen an Immobilienanlagen, Steuern und Lex Koller zur Debatte.

Auf dieser theoretischen Basis wurden mit ausgewählten Spezialisten von Banken und Fondspromotoren sowie von Beratungs- und Auditfirmen oder Kanzleien Interviews geführt, bei denen die Fragen aus Ziffer 1.3 besprochen wurden.

Die Expertenaussagen werden nach Einflussfaktoren auf Nachfrage und Angebot von Immobilien-SICAV (und -KGK) thematisch geordnet, um daraus etwaige Hinderungsgründe für die Verwendung dieser Form(en) der kollektiven Kapitalanlage durch qualifizierten Immobilieninvestoren aufzuzeigen und Anpassungsvorschläge zu formulieren.

## **2 Der Markt für kollektive Kapitalanlagen in der Schweiz und in Luxemburg**

Die Situation der Märkte für kollektive Kapitalanlagen in der Schweiz und in Luxemburg zeigt als Momentaufnahme und Ausgangslage das Ergebnis des bisherigen Umgangs von Investoren mit den neuen Anlagemöglichkeiten in diesen Ländern (KAG und Spezialfondsgesetz). Die besondere Betrachtung der Immobiliensubmärkte offenbart zudem die Anwendung der neuen Möglichkeiten auf Immobilienvehikel. Eine Zustandsanalyse weist zugleich auf die Bedeutung hin, welche qualifizierte Investoren einnehmen. Sie bildet deshalb eine wichtige Grundlage für die Erforschung des jetzigen und des zu erwartenden Verhaltens dieser Anleger.

### **2.1 Die Situation in der Schweiz**

Bei Inkrafttreten des KAG am 31. Dezember 2006 standen in der Schweiz 1'115 zugelassene Fonds aus dem Inland 4'073 zugelassenen kollektiven Kapitalanlagen verschiedener juristischer Formen aus dem Ausland gegenüber, davon rund  $\frac{3}{4}$  aus Luxemburg<sup>13</sup>. Von diesen werden ca.  $\frac{1}{3}$  von Schweizer Promotoren reimportiert<sup>14</sup>, was bedeutet, dass heute etwa gleich viele „schweizerische“ Anlagefonds in Luxemburg wie in der Schweiz domiziliert sind!

Im Jahr 2007 hat sich die Anzahl der in der Schweiz zugelassenen kollektiven Kapitalanlagen um 7.7% auf 1'202 Anlagen erhöht. Darunter war eine SICAV und eine KGK. 72 der 86 Nettozugänge waren für qualifizierte Investoren geschaffen, was deren treibende Marktkraft offenbart. Zeitgleich hat sich die Anzahl der in der Schweiz zugelassenen kollektiven Kapitalanlagen mit Luxemburger Domizil um 13.2% von 2'915 auf 3'300 erhöht<sup>15</sup>.

Ende 2007 waren über Schweizer Vertriebskanäle mehr als CHF 600 Mrd. in bewilligte in- und ausländische kollektive Kapitalanlagen angelegt<sup>16</sup>. Der Anteil der Fonds nach schweizerischem Recht ist dabei von rund 25% im Jahr 2004 über 37% im Jahr 2006 auf die zuletzt gemessenen 42% gestiegen<sup>17</sup>. Als Treiber für diese Entwicklung nennt

---

<sup>13</sup> Jahresbericht EBK 2007, S.127ff

<sup>14</sup> Botschaft S.6405

<sup>15</sup> EBK Jahresbericht 2007 S.127ff

<sup>16</sup> Die genaue Zahl ist nicht statistisch erfasst, weil das anerkannte Publikationsorgan, die Swiss Funds Data AG, Ende 2007 „erst“ rund 90% des Volumens von kollektiven Kapitalanlagen erfasst hatte. Vgl. SFA Jahresbericht 2007 S.34.

<sup>17</sup> SFA Jahresbericht 2007 S.10

die SFA die vermehrt in der Schweiz lancierten Fonds für qualifizierte Anleger<sup>18</sup> und für alternative Anlagen<sup>19</sup>.

Aus diesen gegenläufigen Entwicklungen Schlüsse für den Schweizer Markt für kollektive Kapitalanlagen zu ziehen, bleibt schwierig, insbesondere weil die Entwicklung und die anteiligen Anlagesummen bei den Volumenzahlen in einzelnen Märkten eine wichtige Rolle spielen. Sie zeigen aber die bedeutende Rolle von qualifizierten Investoren.

Im Teilmarkt der Immobilien gab es in der Schweiz Ende 2007 30 zugelassene vertragliche Anlagefonds. Davon waren neun für qualifizierte Anleger<sup>20</sup>. Das Nettoanlagevolumen wurde bisher nicht publiziert, es wird hier aber auf CHF 23-25 Mrd. geschätzt<sup>21</sup>, was einem Anteil von knapp 4% des Gesamtmarktes für kollektive Kapitalanlagen entspricht. Auch zu den genauen Wachstumsraten ist wenig Genaues bekannt. Die Botschaft spricht aber von einer Verdoppelung des Anlagevolumens für die Zeit zwischen 1995 und 2005<sup>22</sup>.

Insgesamt gab es 2007 vier neue vertragliche Anlagefonds im Immobilienbereich, zwei davon wurden für qualifizierte Investoren aufgelegt. Weil auch zwei liquidiert bzw. vereinigt wurden, betrug die Netto-Zunahme zwei Anlagen<sup>23</sup>.

2008 ist erstmals eine Immobilien-KGK gegründet worden, eine Immobilien-SICAV existiert weiterhin nicht<sup>24</sup>. Von einer Stärkung der Standortes Schweiz aufgrund der regen Anwendung der neu möglichen Gesellschaftsformen ist auch bei der Betrachtung des Immobilienmarktes für kollektive Kapitalanlagen 1½ Jahre nach Inkrafttreten des KAG aufgrund dieser Zahlen also noch nicht viel spürbar, allenfalls hat das Konzept des qualifizierten Investors einen gewissen Einfluss.

---

<sup>18</sup> Bereits die AFV kannte in Art. 2 Fonds für institutionelle Anleger, vgl. Botschaft S.6429 sowie EBK Jahresbericht S.127

<sup>19</sup> SFA Jahresbericht 2007 S.10ff

<sup>20</sup> EBK Jahresbericht S.127f

<sup>21</sup> Basierend auf dem für den Dezember 2007 veröffentlichten Volumen von CHF 16.6 Milliarden von SFD, (welches 22 Immobilienvehikel in sich vereint,) dem NAV der 19 kotierten Publikumsimmobilienfonds von rund CHF 18 Mrd. per 31.1.2008 (gem. Immobilienbusiness vom März 2008, S.62) und der Liste der genehmigten Kapitalanlagen der EBK vom Mai 2008.

<sup>22</sup> Botschaft, S.6405f

<sup>23</sup> EBK Jahresbericht S.127

<sup>24</sup> EBK Liste; EBK Mutationen 02/08; EBK Mutationen 07/08.

## 2.2 Die Situation in Luxemburg

In Luxemburg waren Ende 2007 € 2'059 Mrd. in kollektive Kapitalanlagen des Landes angelegt, rund 13-mal mehr als die Schweiz. Dies entspricht einem erstrangigen europäischen Marktanteil von 26% gegenüber der Schweiz mit 2% (Rang 8). In den letzten 10 Jahren konnte Luxemburg sein Fondsvolumen mehr als vervierfachen, die Schweizer Fonds wuchsen dagegen um rund 250% und somit knapp unter dem gesamteuropäischen Durchschnitt von 270%<sup>25</sup>.

2007 entstanden in Luxemburg netto 630 neue kollektive Kapitalanlagen, davon 355 nach dem Spezialfondsgesetz (vgl. Ziff. 4.2.1), etwa die Hälfte als SICAV<sup>26</sup>.

Von den rund 2'900 rechtlichen Einheiten (mehrheitlich Umbrella-Strukturen, die hier einfach gezählt werden) haben sich über 40% als SICAV etabliert, die allerdings rund 2/3 der Vermögen verwalten<sup>27</sup>.

Bei der Herkunft der Luxemburger Promotoren rangiert die Schweiz bereits auf dem dritten Platz. Sie schaffen 18% des Luxemburger Fondsvolumens<sup>28</sup> und damit praktisch nochmals so viel wie in der Schweiz selber (vgl. Ziff. 2.1).

Der Submarkt der kollektiven Kapitalanlagen für Immobilien ist mit einem Volumen von € 15.5 Mrd. NAV derzeit ähnlich gross wie derjenige der Schweiz – in Proportion zum Gesamtmarkt sogar deutlich kleiner. Beeindruckend sind hier aber die Wachstumsraten: Der NAV der Immobilienvehikel hat sich innert vier Jahren verfünffacht und 2007 fast verdoppelt (+92%)<sup>29</sup>. Dieses Wachstum basiert vorwiegend auf Neuemissionen, die allein 2007 € 6.5 Mrd. betrug<sup>30</sup> und Luxemburg zum führenden Standort für paneuropäische Immobilienfonds werden liess<sup>31</sup>.

Für sämtliche der 29 (!) im letzten Jahr neu aufgelegten Vehikel wurde entschieden, sie dem Spezialfondsgesetz zu unterstellen und somit sachkundigen Investoren vorzubehalten. Insgesamt gibt es nun 104 kollektive Kapitalanlagen für Immobilien<sup>32</sup>.

---

<sup>25</sup> ALFI Annual Report S.17,19; SFA Jahresbericht 2007 S.10

<sup>26</sup> ALFI Annual Report S.23ff

<sup>27</sup> ALFI Annual Report S.25; CSSF Annual Report S.45

<sup>28</sup> ALFI Annual Report S.26

<sup>29</sup> CSSF – Annual Report 2007 S.56f; In Europa waren basierend auf den verfügbaren Daten laut EFA-MA Fact Book 2006 S.22 Wachstumsraten von ca. 10-15% üblich (2003-2005).

<sup>30</sup> CSSF – Annual Report 2007 S.56f

<sup>31</sup> Real Estate Investor Guide 2007/2008 S.367

<sup>32</sup> CSSF – Annual Report 2007 S.56f

### **3 Das neue Bundesgesetz über kollektive Kapitalanlagen (KAG)**

Als weitere Grundlage zur Diskussion der einleitenden Fragestellungen soll in diesem Kapitel ein Überblick über die neuen Anlagemöglichkeiten für Immobilieninvestoren, welche durch das KAG in der Schweiz entstanden sind, gegeben werden.

Um zu klären, wie das KAG kollektive Kapitalanlagen für Immobilien beeinflusst, sollen zunächst gewisse Grundzüge des Gesetzes angesprochen werden. Denn einerseits umranden sie die grundlegenden Möglichkeiten solcher Strukturen und andererseits werden gewisse Immobilienspezifika im Kontext der Grundzüge besser verständlich.

#### **3.1 Grundzüge des KAG**

##### **3.1.1 Reformziele des KAG**

Das KAG ist am 1.1.2007 in Kraft getreten und hat damit das Anlagefondsgesetz (AFG) von 1994 abgelöst. Die Detailbestimmungen zu diesem Rahmengesetz werden in der flankierenden Verordnung über kollektive Kapitalanlagen (KKV) und in der Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV-EBK) geregelt. Dazu haben die Selbstregulierungsvorschriften der Branchenorganisation der Swiss Funds Association SFA eine grosse Bedeutung<sup>33</sup>, die als Folge der neuen Gesetzgebung überarbeitet werden (mussten)<sup>34</sup>.

Reformziele waren die:

- Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit des Fondsplatzes Schweiz (als Fondsvertriebs- und Fondsproduktionsstandort), namentlich durch die Schaffung neuer Rechtsformen für die kollektive Kapitalanlage;
- Schaffung einer umfassenden Gesetzgebung bzw. Erweiterung des Geltungsbereichs;
- Liberalisierung der gesetzlichen Bestimmungen unter Beibehaltung eines wirksamen Anlegerschutzes;
- Verbesserung des Anlegerschutzes durch erhöhte Transparenz;
- Wahrung der Europakompatibilität<sup>35</sup>.

Spezifisch auf Immobilienanlagen gab es keine gesetzgeberischen Zielsetzungen, allerdings war auch diese Anlagekategorie von Neuerungen betroffen, wie in der Folge (unter Ziff. 3.2.3) gezeigt wird<sup>36</sup>.

---

<sup>33</sup> Vgl. Ziff 6.2.5.2

<sup>34</sup> Kühne / Lengnauer S.45; SFA Roadmap

<sup>35</sup> Abegglen S. 70 und Imwinkelried S.5 in Anlehnung an Dietrich Taufer S.3

### 3.1.2 Begriff der kollektiven Kapitalanlage

Zunächst soll aber der Begriff der kollektiven Kapitalanlage geklärt werden: Das Gesetz spricht gem. Art. 7 KAG Abs. 1 von einer kollektiven Kapitalanlage, wenn es sich um Vermögen handelt, das von Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht wird und dieses auf Rechnung der Anleger (fremd) verwaltet wird, wobei deren Anlagebedürfnisse gleichmässig befriedigt werden müssen<sup>37</sup>.

### 3.1.3 Formen der kollektiven Kapitalanlage

Im Sinne der Zielsetzung der Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit und als hauptsächliche Neuerung gilt nach dem KAG nun der Grundsatz „same business, same risks, same rules“, d.h. eine umfassende Regulierung aller zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebrachten Vermögen. Zu diesem Zweck werden neben den bisherigen vertraglichen Anlagefonds – in Erweiterung des Numerus clausus der schweizerischen Gesellschaftsformen – körperliche bzw. gesellschaftliche kollektive Kapitalanlagestrukturen geschaffen: die schweizerische Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV), die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK) und die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF). Dieser Regulierungsansatz führt dazu, dass nicht nur offene (sog. „open-end“) Strukturen, d.h. solche, bei denen der Anleger gegenüber der Struktur ein Recht auf Rücknahme und Auszahlung seines Anteils zum Nettoinventarwert (engl. Net Asset Value „NAV“) im Primärmarkt (Art. 8 Abs. 2 KAG) hat, dem Gesetz unterstellt sind, sondern auch geschlossene (sog. „closed-end“) Vehikel, bei welchen es dieses Rückgaberecht nicht oder nur am Ende der Laufzeit gibt (Art. 9 Abs. 2 KAG)<sup>38</sup>.

Zur Kategorie der offenen kollektiven Kapitalanlagen gehören gemäss KAG vertragliche Anlagefonds und SICAV. Zu den geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen werden KGK und SICAF gezählt. Wer solche Vehikel verwaltet oder aufbewahrt, braucht eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde (Art. 13 KAG), also der Eidgenössischen Bankkommission (EBK). Zu den Bewilligungsvoraussetzungen gehört, dass die für die Verwaltung und Geschäftsführung verantwortlichen Personen einen guten Ruf haben, Ge-

---

<sup>36</sup> Dietrich Taufer S.3

<sup>37</sup> Vgl. dazu auch Botschaft S. 6416: Um Verwechslungen vorzubeugen, wird der Begriff in dieser Arbeit (nach Möglichkeit) synonym für „Fonds“ verwendet, wie er in Luxemburg mit praktisch identischer Bedeutung Anwendung findet. In der Schweiz kann so zudem die Verwechslungsgefahr mit dem vertraglichen Anlagefonds als eine Ausprägung der kollektiven Kapitalanlagen verringert werden.

<sup>38</sup> Abegglen S. 70f

währ für einwandfreie Geschäftsführung bieten und über die erforderlichen fachlichen Qualifikationen verfügen (Art. 14 Abs. 1 KAG).

Dem Grundsatz, dass sämtliche Formen der kollektiven Kapitalanlagen, unabhängig von ihrer Rechtsform, dem Gesetz unterstellt und von der gleichen Behörde (EBK) beaufsichtigt werden<sup>39</sup>, widerspricht die Tatsache, dass die bei indirekten Immobilienanlagen wichtigen Anlagestiftungen als offene Anlageform – in einem Negativkatalog mit weiteren Ausnahmen<sup>40</sup> – dem Anwendungsbereich des KAG entzogen wurden und als Institutionen im Bereich der beruflichen Vorsorge weiterhin der Aufsicht des Bundesamtes für Sozialversicherung (BSV) unterstellt sind<sup>41</sup>.

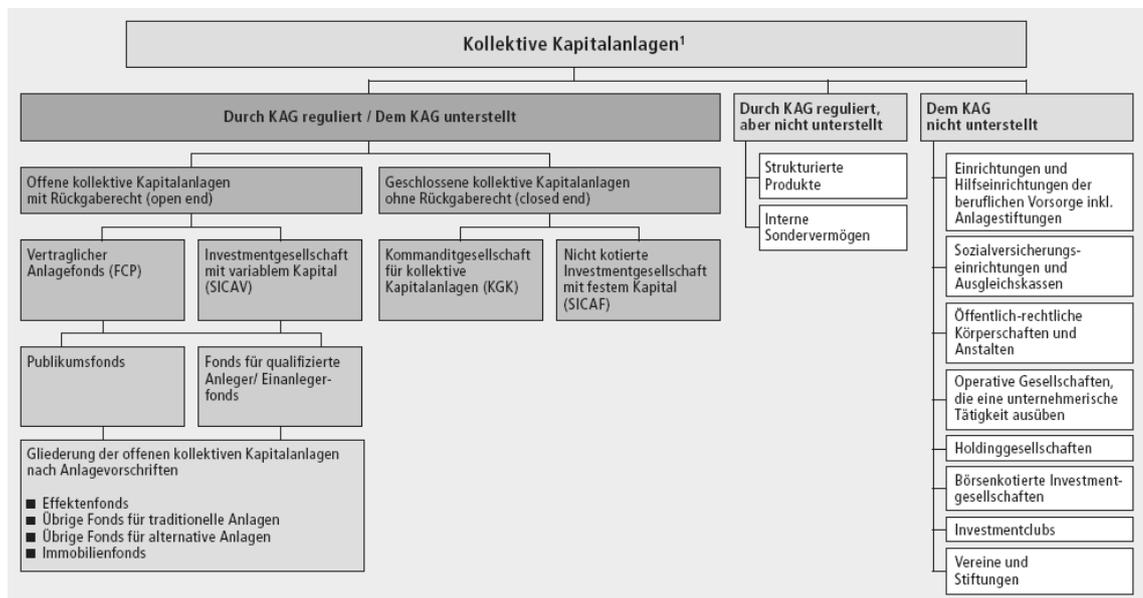


Abbildung 1: Übersicht über die kollektiven Kapitalanlagen

Quelle: KAG-Atlas SFA S.3

### 3.1.4 Qualifizierte Anleger

Mit dem KAG wird erstmals zwischen gewöhnlichen (sog. „Retail-“) und qualifizierten Anlegern unterschieden und der Anlegerschutz entsprechend abgestuft. Kollektive Kapitalanlagen stehen grundsätzlich allen Anlegern offen, sofern Gesetz, Statuten oder Fondsreglement den Kreis der Investoren nicht auf qualifizierte Anleger beschränken (Art. 10 Abs. 2 KAG)<sup>42</sup>.

<sup>39</sup> Botschaft, S.6413

<sup>40</sup> Art. 2 Abs. 2 KAG; Vgl. Ghandchi Schmid S.5

<sup>41</sup> Botschaft, S. 6409, 6411; Das Eidgenössischen Finanzdepartement prüft gemäss SFA-Jahresbericht 2007 S.19 und SFA Newsletter 2/08 S.12 eine Unterstellung der Anlagestiftung unter das KAG. Diese Untersuchung wurde sistiert, bis sich die vorberatende Kommission des Parlaments dazu geäußert hat.

<sup>42</sup> Abegglen S.77

Als qualifizierter Anleger (auch qualifizierter Investor: „QI“) können gemäss der Auflistung in Art. 10 Abs. 3 KAG zusammenfassend professionelle Anleger (institutionelle Anleger<sup>43</sup> mit professioneller Tresorerie), Anleger mit schriftlichem Vermögensverwaltungsvertrag sowie vermögende Privatpersonen (High Net Worth Individuals: „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) bezeichnet werden<sup>44</sup>.

Mit der Einführung des qualifizierten Investors sollte es dem Fondsstandort Schweiz ermöglicht werden, prudenziell regulierte kollektive Kapitalanlagen mit erhöhten Risiken für Personen auflegen zu können, die bloss ein reduziertes Anlegerschutzbedürfnis haben. Die umfassendere Definition des Begriffs qualifizierter Anleger soll der Schweiz helfen, ihre Position in diesem Nischenmarkt beizubehalten und künftig sogar noch auszubauen<sup>45</sup>.

Die Aufsichtsbehörde kann kollektive Kapitalanlagen für qualifizierte Investoren ganz oder teilweise von gewissen gesetzlichen Vorschriften entbinden<sup>46</sup>, sofern dadurch der Schutzzweck des Gesetzes nicht beeinträchtigt wird (Art. 10 Abs. 5 KAG). Im Unterschied zu Luxemburg (vgl. Ziff. 4.2) setzt die Schweiz bei Vehikeln für qualifizierte Anleger aber grundsätzlich die für den gewöhnlichen Vertrieb gültigen Anlagevorschriften voraus.

Das Gesetz sieht in Art. 17 i.V.m Art. 17 KKV mit der Möglichkeit eines vereinfachten Genehmigungsverfahrens weitere Erleichterungen bei der Zulassung von Produkten vor (vgl. Ziff. 3.2.3).

Dem qualifizierten Investor kommt weiter eine grosse Bedeutung im Produktvertrieb zu: Gemäss Art. 3 KAG gilt Werbung nicht als öffentlich, wenn sie sich – mit entsprechenden Werbemitteln – ausschliesslich an qualifizierte Anleger richtet. Da der Vertrieb ausländischer Kollektivanlagen nur dann bewilligungspflichtig ist, wenn er öffentlich erfolgt (Art. 120 Abs. 1 KAG), bedeutet dies, dass qualifizierten Investoren durch das KAG alle ausländischen Anlagen bewilligungsfrei angeboten werden dürfen<sup>47</sup>.

---

<sup>43</sup> Zwar kannte auch die vormalige Anlagfondsverordnung (AFV) die Kategorie des institutionellen Anlegers, der auf Gesetzesstufe neu kodifizierte Begriff des qualifizierten Anlegers geht aber deutlich weiter, vgl. Botschaft S.6428.

<sup>44</sup> Dietrich Tauffer S.13; Erläuterungsbericht S.8

<sup>45</sup> Abegglen S.77; Botschaft S.6428f; Zur Bedeutung der qualifizierten Investoren in der Schweiz und Luxemburg vgl. Ziffer 2.

<sup>46</sup> Als Beispiele führt das KAG die Aushändigung von Anteilscheinen, die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts, die Pflicht zur Erstellung eines Halbjahresberichts, die Pflicht, den Anlegern das Recht auf jederzeitige Kündigung einzuräumen, die Pflicht zur Ausgabe und Rücknahme der Anteile in bar und die Risikoverteilung auf.

<sup>47</sup> Abegglen S.77f

### **3.1.5 Eianlegerfonds**

In Art. 5 KKV wird erstmals der Eianlegerfonds gesetzlich festgehalten. Diese kollektive Kapitalanlage (als vertraglicher Anlagefonds oder SICAV ausgestaltet) ist allerdings nur für die Einrichtung oder Hilfseinrichtung der beruflichen Vorsorge oder für eine im Lebensbereich tätige Versicherung zulässig, die für eine Mehrzahl natürlicher oder juristischer Personen als Endbegünstigte Gelder zusammenlegt und im betreffenden Fonds investiert. Das wird mit der Destinärstheorie begründet, nach welcher die Anleger als Endbegünstigte gelten und nicht diejenigen Personen, welche rechtlich die Anlegerstellung innehaben<sup>48</sup>.

Die Aufsichtsbehörde kann gestützt auf Art. 5 Abs. 2 KKV einerseits die Bewilligung von zusätzlichen Bedingungen abhängig machen, andererseits aber auch den Anwendungsbereich erweitern, womit man auf künftige Entwicklungen reagieren will<sup>49</sup>.

## **3.2 Die SICAV als Anlagegefäss für Immobilieninvestitionen**

### **3.2.1 Wichtige Charakteristika der SICAV**

Die SICAV ist die international am weitesten verbreitete Rechtsform für kollektive Kapitalanlagen und deshalb ausländischen Anbietern und Investoren bestens vertraut. Somit war es zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit des Fondsplatzes unerlässlich, die SICAV einzuführen<sup>50</sup>. In ihrer Ausgestaltung orientiert sie sich an den Bestimmungen der luxemburgischen Gesetzgebung und wird in der Botschaft zum KAG (dennoch) als „eine der innovativsten Schöpfungen des KAG“ gepriesen<sup>51</sup>.

Der ausschliessliche Zweck der SICAV ist die kollektive Kapitalanlage (Art. 36 Abs. 1 lit. d KAG i.v.m. Art. 52 KKV), d.h. sie kann jeweils nur für ein Fondsprodukt (inkl. Umbrella-Funds, siehe unten) eingesetzt werden<sup>52</sup>.

Die SICAV verfügt über dieselben Organe wie eine Aktiengesellschaft nach OR, nämlich eine Generalversammlung als oberstes Organ, einen Verwaltungsrat sowie eine Revisionsstelle. Der Verwaltungsrat ist aus drei bis sieben Mitgliedern zusammengesetzt und kann die Aufgaben des Verwaltungsrates, die Festlegung der Anlagepolitik und die

---

<sup>48</sup> Botschaft, S.6418; Unter diesem Aspekt hat die Aufsichtsbehörde bereits unter dem AFG Anlagefonds für eine einzige Pensionskasse zugelassen.

<sup>49</sup> Erläuterungsbericht KKV, S.7

<sup>50</sup> Hasenböhler S.90

<sup>51</sup> Ghandchi Schmid S.7; Botschaft S.6420

<sup>52</sup> Ghandchi Schmid S.14

Bezeichnung der Depotbank nicht delegieren (Art. 64 KAG). Für die Gesellschaftsverbindlichkeiten haftet das Gesellschaftsvermögen (Art. 36 Abs. 1 lit. c KAG)<sup>53</sup>.

Das Gesetz unterscheidet zwischen selbst- und fremdverwalteten SICAV. Die selbstverwaltete SICAV führt die Administration selber (Art. 51 Abs.1 KKV), die fremdverwaltete delegiert sie an eine bewilligte Fondsleitung (Art. 51 Abs. 5 KAG i.V.m. Art. 28ff KAG). Durch die Delegation muss die SICAV keine weiteren organisatorischen Voraussetzungen erfüllen und kein Personal aufweisen. Dies eröffnet Promotoren, die kollektive Kapitalanlagen für ihre Klientel anbieten, oder Privatpersonen, die ihre Immobilien zusammenlegen möchten, ohne jedoch über die notwendigen Ressourcen finanzieller, personeller und organisatorischer Natur zu verfügen, die Möglichkeit, ein Anlageinstrument zur Verfügung zu stellen und die ganze administrative Arbeit an eine spezialisierte Bank oder Fondsleitung auszulagern (sog. „Private Labelling“)<sup>54</sup>. So können die Vermögensverwalter die verwalteten Anlagen direkt kontrollieren, was ihnen eine stärkere Position verschafft als beim vertraglichen Anlagefonds, der für sie durch einen Private-Label-Fund-Anbieter aufgesetzt und verwaltet wird<sup>55</sup>.

Das Kapital und die Anzahl Aktien der SICAV ist nicht im Voraus bestimmt. Allerdings muss die SICAV ein Jahr nach der Lancierung über ein Nettovermögen von mindestens fünf Millionen Franken verfügen (Art. 25 Abs. 3 KAG i.V.m. Art. 35 Abs. 2 KKV). Dazu sind die Aktien vollständig in bar zu liberieren (Art. 40 Abs. 2 KAG), wobei die Aufsichtsbehörde die SICAV von dieser Pflicht befreien und somit Sachein- und -auslagen zulassen kann (Art. 78 Abs. 2 KAG)<sup>56</sup>. Art. 37 KAG i.V.m. Art. 54 KVV sieht bei der Gründung dauernd einzuhaltende Mindesteinlagen von CHF 250'000 bzw. CHF 500'000 bei selbst- respektive fremdverwalteten SICAV vor. Dazu wird die Einhaltung der Mindesteinlagevorschriften (Art 31. Abs. 1 KAG i.V.m Art 48 KKV), die mit dem Anlagevermögen korrespondieren und bis zu CHF 20 Mio. betragen können, vorgeschrieben. Damit entsteht faktisch eine Nachschusspflicht der Unternehmensaktionäre<sup>57</sup>.

Grundsätzlich bestehen zwei Kategorien von Aktien, nämlich Unternehmeraktien und Anlegeraktien, wobei Unternehmeraktien auf den Namen lauten müssen. Den Unternehmeraktionären [und damit zumeist den Promotoren] ist es vorbehalten, die SICAV oder Teilvermögen davon zu gründen und deren Auflösung zu beschliessen (Art. 41 KAG). Diese besondere Stellung des Sponsors wird damit gerechtfertigt, dass er die

---

<sup>53</sup> Ghandchi Schmid S.10,

<sup>54</sup> Ghandchi Schmid S.10; Botschaft S.6421; Seiler S.40

<sup>55</sup> Abegglen S.85

<sup>56</sup> Hasenböhler S.82

<sup>57</sup> Erläuterungsbericht KKV S.21

SICAV auflegt und für deren Verwaltung verantwortlich ist. Sie entspricht materiell dem alleinigen Recht der Fondsleitung zur Auflösung des vertraglichen Anlagefonds. Darüber hinaus bestehen keine Vorrechte der Unternehmeraktionäre<sup>58</sup>.

Zusätzlich können die Statuten verschiedene Kategorien von Aktien vorsehen, denen unterschiedliche Rechte zukommen (Art. 40 Abs. 4 KAG). Damit wird die Schaffung eines sog. Umbrella-Funds mit Teilvermögen zugelassen (Art. 92ff KAG). Dies erlaubt, die SICAV als offene kollektive Kapitalanlage mit Teilvermögen auszugestalten (Art. 93 KAG i.V.m. Art. 91 KKV), bei denen die Aktienkategorien unterschiedliche Anlageziele verfolgen und auf die Teilvermögen zugeschnittene Vermögens- und Mitgliedschaftsrechte gewähren können. Die Aktien sind grundsätzlich frei übertragbar. Vinkulierungen sind nur bei nicht-kotierten SICAV möglich, wobei diese nur zu einer Beschränkung des Anlegerkreises auf qualifizierte Anleger im Sinne von Art. 10 Abs. KAG führen<sup>59</sup>.

Die SICAV kann nach Art. 42 Abs. 1 KAG (und im Unterschied zu einer Aktiengesellschaft) jederzeit neue Aktien zum NAV aus- oder zurückgeben und somit die Aktienzahl variieren, ohne dass dies im Handelsregister anzupassen wäre (sog. „SICAV-Prinzip“). Doch ausgerechnet für offene kollektive Kapitalanlagen in Immobilien wurde dieses Prinzip mit der Gewährung eines Bezugsrechts für bisherige Anleger ausser Kraft gesetzt und eine gewichtige Ausnahme (Art. 66 Abs. 1 KAG) statuiert<sup>60</sup>.

Den Anlegern von SICAV stehen (im Unterschied zum vertraglichen Anlagefonds) nicht nur Auskunftsrechte (Art. 84 KAG), sondern auch Kontrollrechte gemäss OR (Art. 48 KAG i.V.m. Art. 696f OR) und insbesondere verschiedene Mitwirkungsrechte zu. Diese umfassen die Teilnahme an der GV (Art. 46 Abs. 2 KAG), das Stimmrecht (Art. 47 KAG) und den Einsitz im Verwaltungsrat (Art. 51 KAG i.V.m. Art. 707 OR)<sup>61</sup>.

### **3.2.2 Unterschiede zwischen vertraglichem Anlagefonds und SICAV**

Der vertragliche Anlagefonds (abgekürzt oft FCP von „Fonds commun de placement“) verliert mit dem neuen KAG seine Monopolstellung und ist „nur“ noch eine von grundsätzlich vier verschiedenen Rechtsformen der kollektiven Kapitalanlage nach KAG.

---

<sup>58</sup> Ghandchi Schmid S.9; Botschaft S.6421: Die grundsätzliche Gleichbehandlung der Anleger drückt sich vor allem dadurch aus, dass jede Aktie eine Stimme (Art. 47 KAG) hat und die Ausgabe von Partizipationsscheinen, Genussscheinen oder Vorzugsaktien untersagt ist.

<sup>59</sup> Ghandchi Schmid S. 9; Botschaft S. 6421

<sup>60</sup> Dietrich Taufer S.21; Anlagestiftungen mit Immobilienanlagen kennen diese Einschränkung dagegen nicht; dies.

<sup>61</sup> Dietrich Taufer S.22

Weil er als Anlageinstrument keine Neuerung darstellt und somit nicht Thema dieser Arbeit ist, wird seine rechtliche Struktur auch nicht näher thematisiert<sup>62</sup>: Es soll jedoch an dieser Stelle auf die wichtigsten Differenzen der SICAV gegenüber dieser anderen Anlageform der offenen Kapitalanlage eingegangen werden, weil der empirische Teil dieser Arbeit (ab Ziff. 5) immer wieder Folgen, die aus den Unterschieden zwischen SICAV und dem vertraglichen Anlagefonds resultieren, thematisiert.

Als wesentlicher Faktor ist zunächst die unterschiedliche Grundstruktur von FCP und SICAV zu nennen: der FCP ist ein vertragliches, die SICAV ein gesellschaftsrechtliches Konstrukt. Weitere zentrale Differenzen sind in vielen Fällen eine Folge davon<sup>63</sup>:

- Der Anleger einer SICAV hat im Unterschied zu demjenigen des FCP nicht nur die Auskunftsrechte, sondern, wie in Kapitel 3.2.1 beschrieben, zusätzlich die Kontrollrechte gemäss OR und insbesondere verschiedene Mitwirkungsrechte.
- Gegenüber dem FCP wird die grundsätzliche Gleichbehandlung der Anleger der kollektiven Kapitalanlagen nicht nur durch die mögliche Schaffung von Teilvermögen durchbrochen (sog. Umbrella-Fonds), sondern zusätzlich durch die Aufteilung in die Anlegerkategorien Unternehmer- bzw. Anlegeraktien<sup>64</sup>.
- Basierend auf dieser Unterscheidung beziehen sich die Vorschriften zu den eigenen Mitteln beim vertraglichen Anlagefonds 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)<sup>65</sup>.
- Der Zweck der SICAV ist wie erwähnt auf die Verwaltung des eigenen Vermögens beschränkt. Die SICAV ist damit immer nur ein einzelnes Fondsprodukt in Gesellschaftsform<sup>66</sup>. Damit unterscheidet sie sich von der Fondsleitung, die unter dem KAG in Anlehnung an die EU-Dienstleistungsrichtlinie<sup>67</sup> neu auch andere Dienstleistungen als die Ausübung des Fondsgeschäfts erbringen kann wie zum Beispiel die Vermögensverwaltung, die Anlageberatung, die Aufbewahrung und die technische Verwaltung kollektiver Kapitalanlagen (Art. 19 KAG). Diese Nebengeschäfte sind einer SICAV verwehrt<sup>68</sup>.

---

<sup>62</sup> Vgl. Hasenböhler S.70ff, wo die Charakteristiken ausführlich beschrieben sind

<sup>63</sup> Dietrich Taufer S.22

<sup>64</sup> Kühne / Epars, S.53; Dietrich Taufer S.22

<sup>65</sup> Dietrich Taufer S.23

<sup>66</sup> Botschaft S.6420; Dietrich Taufer S.23

<sup>67</sup> Richtlinie 2006/123/EG des Europäischen Parlaments und des Rats vom 12. Dezember 2006 über Dienstleistungen im Binnenmarkt

<sup>68</sup> Ghandchi Schmid S.7,14; Botschaft S.6420

### 3.2.3 Restriktionen des KAG für Immobilien-SICAV

Das KAG definiert verschiedene Anlagerestriktionen für Immobilien-SICAV<sup>69</sup>, die im Folgenden aufgezeigt werden:

- Die Immobilien-SICAV legt ihre Mittel in Immobilienwerte an (Art. 58ff KAG und Art. 86 ff KKV). Diese umfassen Grundstücke im Sinne von Art. 86 Abs. 2 KKV Schuldbriefe, Beteiligungen an und Forderungen gegen Immobiliengesellschaften (sofern mindestens 2/3 des Kapitals und der Stimmen gehalten werden), Anteile an anderen Immobilienfonds (einschliesslich Real Estate Investment Trusts) und börsenkotierte Immobiliengesellschaften (bis maximal 25% des Fondsvermögens) sowie ausländische Immobilienwerte (Art 59 Abs. 1 KAG.), deren Wert hinreichend beurteilt werden kann. Miteigentum ist zulässig, sofern ein beherrschender Einfluss ausgeübt werden kann (Art 59 Abs. 2 KAG.).
- Die Anlagen der Immobilien-SICAV müssen nach Objekten, Nutzungsart, Alter, Bausubstanz und Lage diversifiziert werden (Art. 62 KAG)<sup>70</sup>.
- Zur Absicherung von Zins-, Währungs- und Marktrisiken sind Derivate zulässig (Art. 91 KKV) und zur Sicherstellung der Verbindlichkeiten (aus dem Geschäftsgang und gekündigten Anteilen) muss ein angemessener Teil des Fondsvermögens in kurzfristig verfügbaren Mitteln gehalten werden (Art. 60 KAG i.V.m. Art. 89 KKV).
- Um Liquiditätsengpässe zu vermeiden, sieht das Schweizer Recht gemäss Art. 66 Abs. 2 KAG für offene Immobilienstrukturen eine Kündigungsfrist von zwölf Monaten auf das Ende des Geschäftsjahres vor<sup>71</sup>. So wird in diesem Zusammenhang auch von „ökonomisch geschlossenen“ Anlagen gesprochen<sup>72</sup>. Diese Einschränkung des Open-End-Prinzips führt dazu, dass ein Anleger im schlechtesten Fall fast zwei Jahre auf die Rückzahlung seiner Anteile warten muss. Allerdings wird sie dadurch relativiert, dass für Immobilien-SICAV ein regelmässiger Handel sichergestellt werden muss (Art. 67 KAG). Die SICAV kann überdies die gekündigten Anteile be-

---

<sup>69</sup> Diese gelten gleichermaßen auch für vertragliche Anlagefonds

<sup>70</sup> D.h. nach Art. 62 KAG i.V.m. Art. 82 KKV die Anlagen müssen auf mindestens zehn Grundstücke verteilt werden, wobei Siedlungen, die nach den gleichen baulichen Grundsätzen erstellt worden sind, sowie aneinander grenzende Parzellen als ein einziges Grundstück gelten. Der Verkehrswert eines Grundstückes darf dazu nicht mehr als 25 % des Fondsvermögens betragen. Weitere Einschränkungen betreffen Bauland, einschliesslich Abbruchobjekte, und angefangene Bauten (höchstens 30% des Fondsvermögens), Baurechtsgrundstücke (20% - zusammen mit den Projekten nicht mehr als 30%), Schuldbriefe (10 %), Anteile an Immobilienfonds und -investmentgesellschaften (25%).

<sup>71</sup> Dies z.B. im Unterschied zu den deutschen offenen Immobilienfonds, bei welchem Anteile jederzeit zurückgegeben werden können

<sup>72</sup> Hasenböhler S.125; Dietrich Taufer S.11; Gemäss von Felten S. 14 stellen im schweizerischen Anlagenuiversum einzig die Anlagestiftungen offene indirekte Immobilienanlagen dar.

reits vorzeitig zurückzahlen kann, sofern dies verlangt wurde und wenn alle Ansprüche befriedigt werden können (Art. 98 KKV)<sup>73</sup>.

- Bei Erwerb oder Veräusserung von Grundstücken im Fondsvermögen sowie auf den Abschluss jedes Rechnungsjahres muss der Verkehrswert der Grundstücke im Fondsvermögen durch unabhängige und qualifizierte Schätzungsexperten geprüft werden (Art. 92f KKV), wobei diese von der Aufsichtsbehörde genehmigt werden müssen<sup>74</sup>.
- Grundstücke von Immobilien-SICAV dürfen verpfändet werden, sofern die Belastung 50% des Portfolioverkehrswerts nicht übersteigt (Art. 65 Abs. 2 KAG i.v.m. Art. 96 Abs. 2).
- Immobilien-SICAV dürften von ihren Unternehmeraktionären oder ihnen nahe stehenden Personen keine Immobilien erwerben oder ihnen abtreten (Art. 63 Abs. 2 KAG)<sup>75</sup>.

Die Aufsichtsbehörde EBK kann, gestützt auf Art. 10 Abs. 5 KAG, SICAV für qualifizierte Anleger von bestimmten gesetzlichen Vorschriften entbinden (vgl. Ziff. 3.1.4). Dies gilt insbesondere für die Risikoverteilung, die in lit. f dieses Artikels namentlich erwähnt wird.

Wenn die EBK die Vorlage eines Instituts oder einer Branchenorganisation (z. B. SFA) als Mindeststandard oder den Standard eines einzelnen Instituts als verbindlich anerkannt hat, gilt ein vereinfachtes Genehmigungsverfahren mit kurzen Fristen (Art. 17–18 KKV). Das heisst für Immobilien-SICAV für qualifizierte Anleger, dass sie nach Bestätigung des Gesuchseingangs unmittelbar als genehmigt gelten, wobei die EBK innert dreier Monate Änderungen der Dokumente verlangen kann<sup>76</sup>.

### **3.2.4 Steuerliche Implikationen bei der SICAV**

Auf der Ebene der SICAV fallen bei indirektem Grundbesitz weder Kapital- noch Gewinnsteuern an, die SICAV ist steuertransparent.

Auf der Anlegerstufe unterliegen die ausgeschütteten Vermögenserträge der Einkommenssteuer. Soweit Kapitalgewinne gesondert ausgewiesen werden, sind sie für Privatpersonen in der Schweiz steuerfrei<sup>77</sup>.

---

<sup>73</sup> Hasenböhler S.68

<sup>74</sup> Mindestens zwei juristische oder eine natürliche Person.

<sup>75</sup> Vgl. Hasenböhler S.107

<sup>76</sup> KAG-Atlas S.12; Bei Immobilien-SICAV für das Publikum gilt stattdessen eine Genehmigungsfrist von 6 Wochen.

<sup>77</sup> Abegglen S.82,85; Vgl. auch Ghandchi S.17; Meyer S.23

SICAV mit indirektem Grundbesitz unterliegen somit einer steuerlichen Doppelbelastung, da zusätzlich zu den Anteilsinhabern auch die die Immobilien haltende Investmentgesellschaft am Ort der Liegenschaft ordentlich besteuert wird<sup>78</sup>.

SICAV mit direktem Grundbesitz sind dagegen Steuersubjekte, auch hier werden die Immobilienerträge am Ort der Liegenschaft besteuert. Auf der Stufe des Anlegers sind nur allenfalls auf der Ebene der SICAV noch nicht versteuerte Vermögenserträge steuerbar, womit zumindest für inländische Privatpersonen keine steuerliche Doppelbelastung entsteht<sup>79</sup>. Durch das KAG und die Änderung des Steuerharmonisierungsgesetzes (StHG) werden die Kantone neu gezwungen, die Regelung gemäss Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer (Art. 49 Abs. 2 DBG), wonach kollektive Kapitalanlagen mit direktem Grundbesitz vom reduzierten Steuersatz für übrige juristische Personen profitieren, zu übernehmen<sup>80</sup>, was allerdings noch nicht überall umgesetzt wurde<sup>81</sup>.

Wenn Privatpersonen Anteilsscheine an- und verkaufen, stellt sich zudem die Frage, ob sie von den Steuerbehörden als gewerbsmässige Wertschriftenhändler qualifiziert werden und somit die Kapitalgewinne zu versteuern sind. Dies wird in der Botschaft negiert<sup>82</sup>. Es bleibt aber abzuwarten, ob dies auch die Steuerverwaltungen so sehen<sup>83</sup>.

Ausschüttungen von kollektiven Kapitalanlagen unterliegen grundsätzlich der schweizerischen Verrechnungssteuer<sup>84</sup>, nicht aber Kapitalgewinne und Erträge aus direktem Grundbesitz (Art. 4f VStG)<sup>85</sup>.

Offene kollektive Kapitalanlagen werden einheitlich besteuert, d.h. die eingangs dieses Abschnittes beschriebene Besteuerung gilt auch für die vertraglichen Anlagefonds, womit die SICAV in steuerlicher Hinsicht keine Vorzüge gegenüber dem vertraglichen Anlagefonds bietet. Ohne Anpassung im Steuerrecht hätte die SICAV allerdings wie eine Aktiengesellschaft besteuert werden müssen, mit der Konsequenz der Doppelbelastung auch bei direkten Anlagen<sup>86</sup>.

---

<sup>78</sup> Meyer S.23

<sup>79</sup> Meyer S.21

<sup>80</sup> Häfelin / Meyer

<sup>81</sup> Vgl. Seiler S.31; Furrer / Kumschick / Wyss S.192

<sup>82</sup> Botschaft S.6430

<sup>83</sup> Ghandchi S.17

<sup>84</sup> Ausländische Anleger sind affidavitfähig, d.h. die Verrechnungssteuer entfällt, sofern die ausländischen Erträge über 80 % ausmachen: Vgl. Schopper S.12; Dietrich Taufer S.27

<sup>85</sup> Hasenböhler S.360

<sup>86</sup> Botschaft S.6429

Aus den Berechnungen von Seiler<sup>87</sup> geht hervor, dass sich der Immobilienfonds und somit gemäss vorherigem Abschnitt auch SICAV mit direktem Grundbesitz zwar in vielen Konstellationen, aber nicht in jedem Fall interessanter erweisen. Denn einerseits bestehen zwischen den Kantonen aufgrund der Steuertarifautonomie trotz StHG grosse Unterschiede<sup>88</sup>, andererseits spielt die Klassifizierung der Anleger eine wichtige Rolle. Am interessantesten erweist sich der direkt investierte Immobilienfonds für natürliche Personen - bei juristischen Personen fallen ungefähr die gleichen Gesamtsteuerlasten an. Für ausländische Anleger wirken sich Investitionen in Anlagen mit direktem Grundbesitz aber zumeist nachteilig aus. Denn trotz wegfallender Verrechnungssteuer wird ein solcher Anleger neben der vollen Besteuerung der Erträge auf Ebene der Schweizer SICAV im Ausland oft noch einmal besteuert. Der ausländische Anleger wird deshalb nur dann von den Vorteilen profitieren können, wenn er über eine schweizerische Gesellschaft investiert und die Ausschüttung ins Ausland über eine steuerneutrale Struktur erfolgen kann. Die Ausgabe von Anteilen an kollektiven Kapitalanlagen unterliegt ferner nicht der Emissionsabgabe (Art. 6 Abs. 1 lit. i StG), der Handel von Anteilen unterliegt jedoch der Umsatzabgabe (Art. 13 lit. a Ziff. 3 StG)<sup>89</sup>.

### **3.3 Exkurs: Die KGK als Anlagegefäss für Immobilieninvestitionen**

#### **3.3.1 Wichtige Charakteristika der KGK**

Neben der SICAV ist die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK) die zweite neue Rechtsform des KAG. Die KGK lehnt sich zwar stark an die traditionelle Kommanditgesellschaft (Art. 594ff OR) an, ist aber wegen der Spezialbestimmungen dennoch als eigene Gesellschaftsform zu betrachten<sup>90</sup>. Die Besonderheit besteht darin, dass der Gesellschaftszweck ausschliesslich die kollektive Kapitalanlage ist (Art. 98 KAG)<sup>91</sup>. Die KGK tätigt Investitionen in Risikokapital oder andere Anlagen wie namentlich Bau- und Immobilienprojekte (Art. 103 KAG i.V.m. Art. 121 KKV).

Mit der Einführung eines dem angelsächsischen Limited Partnership („LP“) vergleichbaren Vehikels will sich die Schweiz in dieser Anlageklasse an der europäischen Spitze positionieren, statt die Initiative Konkurrenten wie den Kanalinseln oder Luxemburg,

---

<sup>87</sup> Seiler S.31f

<sup>88</sup> Ein Teil der Kantone besteuert Anlagefonds (noch) nach den Steuersätzen für natürliche Personen, deren Sätze relativ hoch sind. Bei den übrigen Kantonen wird in der Regel der gleiche Steuersatz wie bei den Kapitalgesellschaften verwendet. Teilweise besteht jedoch für die übrigen juristischen Personen eine differenzierende Steuerbelastung, welche z.B. im Kanton Zürich tief liegt.

<sup>89</sup> Abegglen S.82

<sup>90</sup> Abegglen S.80

<sup>91</sup> Dietrich Tauffer S.23

das seit 2004 die vergleichbare SICAR „Société d’investissement à capital risque“ eingeführt hat, zu überlassen<sup>92</sup>.

Die KGK hat zwei Gesellschafterkategorien; ein (oder mehrere) unbeschränkt haftende(r)<sup>93</sup> Komplementär(e) und die bis zu einer bestimmten Vermögenseinlage beschränkt haftenden Kommanditäre (Art. 98 Abs. 1 KAG).

Der Komplementär muss eine Aktiengesellschaft mit Sitz in der Schweiz sein und darf sich nur an einer KGK beteiligen (Art. 98 Abs. 2 KAG). Sie ist für die Geschäftsführung verantwortlich, wobei Teilaufgaben an Dritte mit entsprechenden Qualifikationen delegiert werden können (Art. 599 OR i. V. m. Art. 119 KKV). Im Weiteren muss das Gesamtkapital der Komplementäre CHF 100'000 betragen (Art. 118 Abs. 2 KKV).

An der KGK müssen innert eines Jahres mindestens fünf Kommanditäre beteiligt sein (Art. 5 Abs. 3 KKV). Damit soll zum einen verhindert werden, dass die Kommanditäre einen zu grossen Einfluss auf die Geschäftsführung des Komplementärs ausüben können, zum anderen, dass die KGK von Privaten aus rein steuerlichen Gründen für eigene Zwecke missbraucht und nicht im Sinne einer kollektiven Kapitalanlage eingesetzt wird. Es könnte in der Tat für vermögende Investoren steuerlich interessant sein, eine KGK mit direktem Grundbesitz aufzubauen<sup>94</sup>.

Das Haftungssubstrat entspricht der Kommanditsumme. Für Kommanditäre bestehen keine Mindestanlagevorschriften und kein Konkurrenzverbot, sofern etwaige 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 müssen die Kommanditäre die Möglichkeit haben, den Komplementär abzusetzen (z.B. durch Regelung im Gesellschaftsvertrag) oder die Gesellschaft durch Gesellschafterbeschluss aufzulösen (Art. 109 Abs. 1 lit. a KAG)<sup>95</sup>. Aufgrund der Anlage in Risikokapital kommen als Kommanditäre nur qualifizierte Anleger in Frage (Art. 98 Abs. 3 KAG)<sup>96</sup>.

Wie bei den SICAV ist der Vertrieb ausländischer Limited Partnerships an qualifizierte Anleger bewilligungsfrei möglich. Allerdings sind diese – im Unterschied zur SICAV – in den Heimatländern prudenziell nicht reguliert, während schweizerische KGK, die genau denselben qualifizierten Investoren zur Verfügung stehen, einer Zulassung bedürfen und der Aufsicht der EBK unterstellt sind, was eine Inländerdiskriminierung bedeutet<sup>97</sup>.

---

<sup>92</sup> Botschaft S.6422f

<sup>93</sup> Vgl. hierzu Dietrich Taufer S.24: Die Haftung ist faktisch auf das Gesellschaftsvermögen beschränkt.

<sup>94</sup> Botschaft S.6425; Seiler S.50

<sup>95</sup> Botschaft, S.6423; Dietrich Taufer S.24

<sup>96</sup> Vgl. Seiler S.50

<sup>97</sup> Abegglen S.83f

### 3.3.2 Steuerliche Implikationen bei der KGK

Die KGK wird steuerlich wie die SICAV behandelt (vgl. Ziff. 3.2.4), d.h. solange kein direkter Grundbesitz gehalten wird, gilt der Grundsatz der steuerlichen Transparenz<sup>98</sup>. Es ist davon auszugehen, dass beim indirekten Halten von Liegenschaften – wie bei der SICAV – auch die Investmentgesellschaft, welche die Immobilien hält, besteuert wird<sup>99</sup>. Aufgrund unklarer Formulierungen im Steuergesetz ist es auslegungsbedürftig, ob die KGK mit direkten Anlagen steuerlich den „übrigen Kapitalanlagen“ mit den entsprechenden vorteilhaften Steuersätzen gleichgesetzt wird<sup>100</sup>.

Eine weitere Unsicherheit besteht in der Besteuerung des sogenannten carried interest. Damit erhalten Promotoren als Gegenleistung zu ihrem Engagement eine wirtschaftliche Beteiligung an einem eventuellen Gewinn. Steuerfrei wäre carried interest, wenn er als Kapitalgewinn im Privatvermögen verstanden werden könnte. Es spricht gemäss Seiler aber einiges dafür, dass es sich um eine Extra-Gebühr handelt, welche die Leistung des Managers abgelten soll. Damit würde er analog zur Erfolgsbeteiligung des Verwaltungsrats der Besteuerung unterliegen<sup>101</sup>.

Immer noch ausstehend ist die Konkretisierung dieser Fragen durch die ESTV. Sie wird, wie es scheint, auch aus dem Kreisschreiben der ESTV zur Besteuerung von kollektiven Kapitalanlagen und ihrer Anleger, welches seit 22. Mai 2008 als Entwurf vorliegt, nicht vorgenommen.

Auf der Stufe der Anleger wird die KGK auch wie offene kollektive Kapitalanlagen (vgl. Ziff. 3.2.4) besteuert<sup>102</sup>.

### 3.4 SICAF

Leider wurde die angestrebte steuerliche Gleichbehandlung (vgl. Ziff. 2.1.3) aller kollektiven Kapitalanlagen nicht konsequent realisiert. Auf die Steuertransparenz der Rechtsform der SICAF wurde vorwiegend aus Angst vor Steuerausfällen verzichtet<sup>103</sup>. SICAF sind somit einer Doppelbesteuerung unterworfen, indem wie bei einer normalen Aktiengesellschaft einerseits die Gesellschaft und andererseits die Ausschüttungen beim Anleger besteuert werden. Aufgrund dieses Nachteils wird die Attraktivität dieses Vehikels als gering eingeschätzt<sup>104</sup> und im Rahmen dieser Arbeit nicht weiterverfolgt.

---

<sup>98</sup> Botschaft S.6429; Abegglen S.82

<sup>99</sup> Dietrich Taufer S.28

<sup>100</sup> Seiler S.52

<sup>101</sup> Seiler S.53

<sup>102</sup> Botschaft S.6429; Abegglen S. 82

<sup>103</sup> Botschaft S.6411

<sup>104</sup> Abegglen S. 88f; Botschaft S. 6429 f; Dietrich Taufer S.25

### 3.5 Einfluss der Lex Koller

Im Zusammenhang mit den neuen Anlagemöglichkeiten für Immobilien in der Schweiz spielt auch der Einfluss des Bundesgesetzes über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland (BewG – ugs. „Lex Koller“) eine Rolle:

Bei SICAV, die nicht kotiert sind und (je nach Kanton) mehr als 20-30% bewilligungspflichtige Immobilien<sup>105</sup> besitzen, benötigen Personen im Ausland<sup>106</sup> bereits beim Kauf eines einzigen Anteils eine Bewilligung<sup>107</sup>, selbst bei Fremdverwaltung. Wenn die SICAV kotiert wird, gilt keine Bewilligungspflicht, solange die SICAV nicht ausländisch beherrscht<sup>108</sup> wird<sup>109</sup>.

In Abweichung davon kann beim Immobilienanlagefonds argumentiert werden, dass Personen im Ausland beliebig Anteile von regelmässig gehandelten<sup>110</sup>, vertraglichen Anlagefonds kaufen können, ohne dass sie bewilligungspflichtig werden, solange das Vehikel eine schweizerische Fondsleitung hat<sup>111</sup>. Denn letztere ist der rechtliche Eigentümer der Immobilien<sup>112</sup>.

Die KGK wiederum hat keine Rechtspersönlichkeit und kann deshalb nicht Eigentümerin der Vermögenswerte sein. Die einzelnen Anleger sind die Rechtsträger<sup>113</sup>. Deshalb sind KGK für Bau- und Immobilienprojekte wahrscheinlich ähnlich zu behandeln wie nicht regelmässig gehandelte, offene Kapitalanlagen, d.h. sie sind für Personen im Ausland unzulässig (resp. bewilligungspflichtig)<sup>114</sup>. Eine interessante Ausnahme für KGK dürften allerdings Projekte sein, auf welchen innert Jahresfrist mit der Erstellung einer bewilligungsfreien Baute begonnen wird<sup>115</sup>.

---

<sup>105</sup> Der Einfachheit halber wird hier von Wohnliegenschaften als wichtigste Gruppe der bewilligungspflichtigen (bzw. nicht von Bewilligungspflicht ausgenommenen) Liegenschaften gesprochen. Vgl. hierzu Furrer / Kumschick / Wyss S.41f

<sup>106</sup> Gem. Art.5 / BewG

<sup>107</sup> Furrer / Kumschick / Wyss S.45 i.V.m. S.43

<sup>108</sup> Gem. Art. 6 BewG; Vermutung der Beherrschung, wenn mehr als 1/3 der Stimmen oder des Kapitals durch Personen im Ausland beherrscht werden oder eine massgebliche Fremdfinanzierung durch Ausländer erfolgt.

<sup>109</sup> Vgl. Furrer / Kumschick / Wyss S 45 i.V.m. S.43f; Vögeli S.25

<sup>110</sup> Als regelmässig gehandelt gelten Anteile, die an der Börse kotiert sind oder für die ein anderer regelmässiger, institutioneller Markt besteht. Vgl. Mühlebach / Geissmann S.36 zitiert in Vögeli

<sup>111</sup> Furrer / Kumschick / Wyss S.45

<sup>112</sup> Hasenböhler S.24

<sup>113</sup> Hasenböhler S.25

<sup>114</sup> Reamy S.15

<sup>115</sup> Merkblatt BJ S.5

## 4 Die rechtliche Situation kollektiver Kapitalanlagen in Luxemburg

Nach diesem Überblick über die neuen Anlagevehikel für Immobilien in der Schweiz soll nun die Situation mit Luxemburg als grösstem Fondsstandort und Konkurrenten der Schweiz im internationalen Standortwettbewerb verglichen werden. Weil die dortige – mehr noch als die Schweizer – Situation auch im Kontext von europäischen Richtlinien zu verstehen ist, bedarf es zunächst eines Exkurses in diese Thematik.

### 4.1 Übergeordnete Einflüsse der EU

1985 erliess die damalige EWG die Richtlinie 85/611/EWG, welche Mindeststandards<sup>116</sup> betreffend Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW<sup>117</sup>) festlegt.

Sie bezweckt den Schutz der Anleger, gleichwertige Wettbewerbsbedingungen und den erleichterten Vertrieb in anderen Mitgliedstaaten, womit die Schaffung des Europäischen Kapitalmarktes gefördert werden soll. Die OGAW-Richtlinie basiert auf der Anerkennung der Rechtsvorschriften jedes Mitgliedstaates und ausschliesslichen Aufsicht durch das Ursprungsland. So können die OGAW-Anteile ohne Zulassungsverfahren in anderen Mitgliedsländern vertrieben werden (Einheitslizenz - oft „EU- Pass“ genannt)<sup>118</sup>. Der Anwendungsbereich beschränkt sich auf offene kollektive Kapitalanlagen, vorwiegend im Effektenbereich<sup>119</sup>.

Heute wird im Rahmen der vierten Erweiterung<sup>120</sup> des Regelwerks (OGAW-IV) geprüft, einen Binnenmarktrahmen für den grenzübergreifenden Vertrieb einiger nicht-harmonisierter OGAW-Arten wie Immobilienvehikel, die bisher nicht einheitlich reguliert (und somit noch ohne EU-Pass) sind, zu ermöglichen<sup>121</sup>. Eine Umsetzung wird auf 2011 geplant<sup>122</sup>.

Trotz des autonomen Nachvollzugs dieser Richtlinien im KAG zumindest für Effektenfonds (Art. 53 KAG) ist die Zulassung von schweizerischen Fonds im Ausland immer noch mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden, weil die Schweiz als EU-

---

<sup>116</sup> z.B. in Bezug auf Zulassung, Aufsicht, Anlagepolitik und Informationspflichten

<sup>117</sup> Engl. UCITS „Undertakings for Collective Investments“

<sup>118</sup> Hasenböhler S.18ff

<sup>119</sup> Richtlinie 85/611/EWG Art. 1,19,36

<sup>120</sup> Zuletzt wurde das Regelwerk 2002 mit den OGAW-III-Richtlinien ergänzt, bei denen u.a. die Einheitslizenz auf Verwaltungsgesellschaften ausdehnt wurde.

<sup>121</sup> Weissbuch S.3ff, ALFI Report S.4

<sup>122</sup> SFA Jahresbericht 2007 S.37

Nichtmitglied nicht vom EU-Pass profitieren kann<sup>123</sup>. Mit der OGAW-IV-Richtlinie wird diese Problematik auf Immobilienanlagen ausgeweitet.

## 4.2 Die Luxemburger Gesetze für kollektive Kapitalanlagen

Anders als die Schweiz hat Luxemburg mehrere Gesetze, welche Investmentfondsstrukturen behandeln.

- Es existiert zunächst das Gesetz vom 20.12.2002 über die Organismen für gemeinschaftliche Anlagen. Dieses umfasst einerseits die OGAW (gem. den EG-Richtlinien vgl. Ziff. 4.1) für den öffentlichen Vertrieb, die in Teil I des Gesetzes verankert sind, und andererseits die übrigen OGA, die in Teil II des Gesetzes geregelt werden und in deren Rahmen auch kollektive Kapitalanlagen für Immobilien möglich sind.
- Seit 2004 gibt es zudem das Gesetz für Investmentgesellschaften zur Anlage in Risikokapital (SICAR), die mit der schweizerischen KGK vergleichbar sind und im Kapitel 4.2.2 beschrieben werden.
- Schliesslich gibt es seit 13.2.2007 das Spezialfondsgesetz („FIS“)<sup>124</sup>. Dieses neue Gesetz bildet einen Rahmen für alle in Luxemburg angesiedelten Investmentfonds, die nach dem Prinzip der Risikodiversifikation arbeiten und deren Anleger sachkundig („averti“) sind. Dadurch wird eine klare Abgrenzung zu den kollektiven Kapitalanlagen im öffentlichen Vertrieb erreicht<sup>125</sup>. Sowohl OGA(W) als auch Spezialfonds können als FCP, SICAV oder SICAF strukturiert werden.

Mit dem Konzept des sachkundigen Anlegers („investisseur averti“), welches bereits im SICAR-Gesetz von 2004 Anwendung fand, sollte der Anlegerkreis für Spezialfonds erweitert und der Fondsstandort Luxemburg attraktiver gemacht werden.

Weil sich diese Arbeit mit qualifizierten/sachkundigen Anlegern beschäftigt und, wie in Kapitel 2.2 beschrieben wurde, das Wachstum bei kollektiven Kapitalanlagen für Immobilien vorwiegend im Bereich des Spezialfondsgesetzes stattfindet, soll darauf in den folgenden Ausführungen der Hauptfokus liegen. Die Luxemburger Gesetze der kollektiven Kapitalanlage kennen – sofern sie Immobilienanlagen zulassen - keine speziellen Vorschriften ausschliesslich für Immobilien.

---

<sup>123</sup> Hasenböhler S.18

<sup>124</sup> Luxemburg kannte bereits zuvor ein Gesetz (von 1991) über die Organismen für gemeinschaftliche Anlagen, deren Anteile nicht der Öffentlichkeit angeboten werden dürfen. Es musste aber ausser Kraft gesetzt werden, da es auf ein Gesetz von 1988 über Organismen für gemeinschaftliche Anlagen verwies, welches als Folge der neuen OGAW-III Richtlinien aufgehoben werden musste.

<sup>125</sup> KPMG Spezialfonds S.2

## 4.2.1 Das Luxemburger Spezialfondsgesetz

Das Spezialfondsgesetz zeichnet sich im Wesentlichen durch grosse Flexibilität hinsichtlich der Anlagepolitik und einem erleichterten aufsichtsrechtlichen Regime aus.

In Sinne des Gesetzes sind sachkundige Anleger institutionelle und professionelle, aber auch „gut informierte“ Anleger, soweit diese schriftlich ihren Status als erfahrene Anleger erklärt haben und mindestens € 125'000 in einen Spezialfonds investieren oder eine Beurteilung eines Finanzinstitutes vorliegt, welches die für die Anlage notwendigen Erfahrungen und Kenntnisse des Kunden bescheinigt (Art. 2 FIS). Dies ermöglicht es auch Beispielsweise Privatpersonen, unter bestimmten Bedingungen in einen Spezialfonds zu investieren<sup>126</sup>.

Ein Spezialfonds muss den Grundsatz der Risikodiversifikation einhalten. Laut Rundschreiben der CSSF bedeutet dies, dass mit einem Spezialfonds in der Regel nicht mehr als 30% der Aktiva oder Zeichnungsverbindlichkeiten in Wertpapiere desselben Typs investiert werden dürfen, die zudem vom gleichen Emittenten ausgegeben worden sind<sup>127</sup>. Auf Immobilienanlagen appliziert heisst dies, dass er ohne begründete Ausnahme nicht mehr als 30% des Vermögens in eine Anlage investieren darf. Darüber hinaus bestehen aber keine Beschränkungen hinsichtlich der erwerbzbaren Vermögensgegenstände oder des Investment-Stils<sup>128</sup>.

Spezialfonds benötigen zur Geschäftsaufnahme eine Genehmigung der CSSF, welche aber erst im Monat nach der Gründung beantragt werden muss (Art. 43 FIS). Damit sollen Fondspromotoren sehr rasch auf neue Marktanforderungen reagieren können.

Beim Spezialfonds verlangt die CSSF weder einen speziellen Promotor, noch wird der Status oder die finanzielle Position des Investment Managers, welchem allfällige Anlageentscheidungen übertragen werden, kontrolliert, so dass dies letztlich der Prüfung des Investors unterliegt. Allerdings müssen die Leiter der Spezialfonds (Mitglieder des Verwaltungsrates oder Geschäftsleiter) eine ausreichende Beleumdung und Erfahrung hinsichtlich der Art des Spezialfonds nachweisen (Art. 42 Abs. 3)<sup>129</sup>.

---

<sup>126</sup> KPMG Spezialfonds S.3

<sup>127</sup> CSSF Circulaire S.2

<sup>128</sup> KPMG Spezialfonds S.3

<sup>129</sup> Ein Spezialfonds in Form eines FCP ist dazu durch eine Verwaltungsgesellschaft nach Teil IV des Gesetzes über OGA vom 2002 zu verwalten. Dies Teil IV macht auch Vorschriften betr. der Mindestkapitalisierung dieser Gesellschaft (mindestens € 125'000 (Art. 6 FIS i.V.M. Art. 78 und Art. 91 OGA).

Wie schon erwähnt, kann ein Spezialfonds als FCP, SICAV oder SICAF<sup>130</sup> strukturiert werden, aber anders als in der Schweiz kommen für die SICAV neben der AG auch die Rechtsformen der GmbH, Aktienkommanditgesellschaft oder der Genossenschaft in Form der Aktiengesellschaft in Frage (Art. 25 FIS)<sup>131</sup>.

Wie kollektive Kapitalanlagen unter dem KAG (vgl. Ziff. 3.2.1) können Spezialfonds als Umbrellafonds mit mehreren Teilfonds und verschiedenen Anteilklassen gegründet werden (Art. 71 FIS). Einlegerfonds dagegen sind für alle sachkundigen Anleger vorgesehen (Art 4 FIS)<sup>132</sup>.

Spätestens zwölf Monate nach Genehmigung des Spezialfonds durch die CSSF muss das Fondsvermögen mindestens € 1'250'000 betragen. Im Fall der SICAV müssen die ausgegebenen Aktien voll gezeichnet sein, aber nur 5% des gezeichneten Kapitals bar oder durch Sacheinlage erbracht werden (Art. 27f FIS).

Der Spezialfonds hat einen Verkaufsprospekt, der nicht zwingend publiziert werden muss, und einen Jahresbericht zu erstellen (Art. 52 FIS). Die Verpflichtung zur Erstellung eines Halbjahresberichtes entfällt ebenso wie eine etwaige Konsolidierung der Gesellschaften und die Veröffentlichung eines NAV.

Dazu erlaubt das Spezialfondsgesetz eine sehr flexible Handhabung hinsichtlich der Ausgabe und Rücknahme von Anteilen, soweit das im Emissionsdokument festgehalten wird. Man kann sogar vorsehen, dass NAV und Emissionspreis nicht identisch sind<sup>133</sup>.

#### **4.2.2 Das Luxemburger SICAR-Gesetz**

Durch die mit dem Gesetz vom 15. Juni 2004 geschaffene „Investmentgesellschaft zur Anlage in Risikokapital“ (SICAR) sollte ein Investmentvehikel geschaffen werden, das flexibler ist als die herkömmlichen Investmentfonds, aber der Aufsicht der CSSF unterliegt und an der Börse kotiert werden kann. Anlagerestriktionen gibt es keine, ausser dass die gesammelten Mittel in Risikokapital investiert werden müssen (Art. 1 Abs. 2 SICAR)<sup>134</sup>.

Anders als die vergleichbare KGK in der Schweiz kommen für die SICAR neben der Kommanditgesellschaft auch die Rechtsformen der AG, GmbH, Aktienkommanditgesellschaft oder Genossenschaften in Form der Aktiengesellschaft in Frage (Art. 1 Abs. 1

---

<sup>130</sup> Die SICAF sind in Luxemburg ähnlich unbedeutend wie in der Schweiz; Vgl. CSSF Annual Report 2007 S. 44

<sup>131</sup> KPMG Spezialfonds S.5

<sup>132</sup> In Luxemburg scheint sich das Kollektiv mehr auf die Anleger als auf die Anlagen zu beziehen.

<sup>133</sup> KPMG Spezialfonds S.7

<sup>134</sup> Picard S.2

SICAR). In SICAR dürfen aber wie bei der KGK lediglich sachkundige Anleger (Art. 2 SICAR, vgl. Ziff. 4.2.1) investieren.

Das Gesellschaftskapital der SICAR hat mindestens € 1'000'000 zu betragen, die innerhalb einer Frist von zwölf Monaten ab Gründung der Gesellschaft voll gezeichnet sein müssen (Art. 4 SICAR). Nur 5 % jedes Anteils dieses gezeichneten Gesellschaftskapitals ist tatsächlich voll einzuzahlen (Art. 5 SICAR). Das Kapital einer Kommanditgesellschaft muss festgesetzt werden, während es bei den anderen Gesellschaftsformen variabel sein kann<sup>135</sup>.

Die SICAR muss ihre Gründungsdokumente von der CSSF genehmigen lassen, dazu prüft die CSSF die beruflichen Qualifikationen und den Leumund der Führungskräfte der SICAR (Art. 12 SICAR). Wie Spezialfonds unterliegen SICAR keiner Verpflichtung zur Erstellung von Konzernabschlüssen. Im Unterschied zum Spezialfonds müssen SICAR ihre Anleger auf Verlangen mindestens alle sechs Monate kostenfrei über den Nettoinventarwert ihrer Wertpapiere informieren (Art. 30 SICAR). Ebenso ist ein Prospekt und ein Jahresbericht zu erstellen (Art. 28 SICAR).

### 4.2.3 Steuerliche Situation in Luxemburg

Der Spezialfonds und die OGA profitieren grundsätzlich von den gleichen steuerlichen Vorteilen, d.h. die Fonds begründen in Luxemburg keine Gewinn- oder Kapitalsteuerpflicht und sind somit steuerlich transparent<sup>136</sup>. Dazu erhebt Luxemburg normalerweise keine Quellensteuern auf kollektive Kapitalanlagen. Aufgrund der starken Position im Markt scheint es sich Luxemburg erlauben zu können, einer Zeichnungssteuer von jährlich 0.01% des NAV bei Spezialfonds (Art.68 FIS) und 0.05% des NAV für viele OGA-Vehikel zu erheben (Art.129 OGA). Bei allen Vehikeln fällt dazu eine einmalige Emissionsgebühr von € 1250 an<sup>137</sup>.

Die Besteuerung der SICAR hängt von der gewählten Rechtsform ab: Für eine als Kapitalgesellschaft gegründete SICAR stellen Einkünfte aus Mitteln, die als Risikokapital investiert werden sollen, keine steuerpflichtigen Einkünfte dar. Ansonsten ist die SICAR gewerbesteuerpflichtig, aber von der Vermögensteuer befreit. Eine als Kommanditgesellschaft gegründete SICAR dagegen ist ebenfalls steuerlich transparent<sup>138</sup>. Wie

---

<sup>135</sup> Experta S.1f

<sup>136</sup> KPMG Spezialfonds S.7f

<sup>137</sup> Vgl. hierzu Botschaft S.6496 und KPMG Luxemburg S.33

<sup>138</sup> Experta S.2f

bei den Spezialfonds wird auf Erträgen der SICAR keine Quellensteuer erhoben<sup>139</sup>, es fallen aber die einmalige Emissionsgebühr und Zeichnungssteuer an<sup>140</sup>.

Wenn man anstelle der Ebene der Anlagevehikel die Ebene der einzelnen Immobilien betrachtet, so unterliegen die Erträge dieser Liegenschaften gemäss dem Doppelbesteuerungsabkommen zwischen der Schweiz und Luxemburg (DBA Art. 6) dem Belegenheitsprinzip. Dies bedeutet, dass sie in demjenigen Land besteuert werden, in dem sie stehen (Belegenheitsland). Aus diesem Grund ändert sich bei den Luxemburger Strukturen hinsichtlich der Besteuerung von Immobilien in der Schweiz nichts<sup>141</sup>.

Auf der Ebene der Anleger unterliegen Einkünfte aus Luxemburger-SICAV in der Schweiz wie diejenigen aus Schweizer-SICAV mit indirektem Grundbesitz der Besteuerung, Kapitalgewinne dagegen nicht. Dazu qualifizieren die Luxemburger SICAV-Anteile ebenfalls für die Umsatzabgabe<sup>142</sup>.

Gestützt auf Steuervereinbarungen („Rulings“) mit Bund und verschiedenen Kantonen wird eine luxemburgische SICAV mit direktem Grundbesitz ausschliesslich in der Schweiz steuerlich gleich behandelt wie eine SICAV nach KAG. Sie ist deshalb auch in der Schweiz steuerpflichtig (vgl. Ziff. 3.2.4). Es ist folglich davon auszugehen, dass Privatpersonen in der Schweiz solche Erträge auch nicht versteuern müssen<sup>143</sup>.

---

<sup>139</sup> KPMG Luxemburg S.33; Vgl. auch Schopper S.13;

<sup>140</sup> KPMG Luxemburg S.33

<sup>141</sup> DBA S.5

<sup>142</sup> Kreisschreiben ESTV Nr. 10

<sup>143</sup> Eine vertrauliche Übersicht dieser Rulings liegt vor

## 5 Empirische Untersuchung – Experteninterviews

### 5.1 Methodische Grundlagen

Die Fragestellung dieser Arbeit bezieht sich auf den Umgang von Investoren der kollektiven Kapitalanlagen mit institutionellen Rahmenbedingungen, weshalb sich soziologische Erhebungsmethoden zu deren Erforschung aufdrängen. Weil sich Beobachtungen oder Experimente aufgrund der internationalen Zusammenhänge nur schwer umsetzen liessen, bot sich rasch das Interview zur Erforschung dieser Prozesse an.<sup>144</sup> Es wurden schliesslich Leitfadeninterviews mit Experten durchgeführt, die sich immer dann empfehlen, wenn in einem Interview mehrere unterschiedliche Themen behandelt werden müssen, die durch das Ziel der Untersuchung und nicht durch die Antworten des Interviewpartners bestimmt werden<sup>145</sup>.

Bei Leitfadeninterviews wird mit vorgegebenen Themen und einer Frageliste, dem Leitfaden, gearbeitet. Dieser enthält die Fragen, die im Interview beantwortet werden sollen. Allerdings sind weder die Frageformulierung noch die Reihenfolge verbindlich. Um das Interview so weit wie möglich an einen natürlichen Gesprächsverlauf anzunähern, können Fragen aus dem Interviewleitfaden auch ausserhalb der Reihe gestellt werden, wenn die Interviewpartner auf ein bestimmtes Thema zu sprechen kommen<sup>146</sup>.

Bei diesen teilstrukturierten Befragungen werden die Informationen mündlich erhoben. Durch die offene Gesprächsführung wird erstens der Bezugsrahmen des Befragten bei der Beantwortung der Fragen miterfasst und ein Einblick in die Relevanzstrukturen und Erfahrungshintergründe des Befragten erlangt. Zweitens erlaubt die Struktur des Leitfadeninterviews, gewisse Fragen in jedem Interview zu stellen und andere nur eventuell zu tangieren<sup>147</sup>. Dank der so geschaffenen Flexibilität konnte auch auf die Heterogenität der Interviewpartner (vgl. Ziff. 5.2) eingegangen werden: Einerseits kam es nicht in jedem Fall zur Besprechung aller Fragen, andererseits wurden für bestimmte Teilnehmer spezifische Punkte hinzugefügt (vgl. Anhang I).

Insgesamt gestattet es diese Art des Experteninterviews, qualitativ-explorative Informationen zu gewinnen, welche tiefer gehen als die Erkenntnisse quantitativer Methoden. Der Forscher kann mittels Nachfragen bestimmte Punkte vertiefen und somit Sinnzusammenhänge in ihren Strukturen deutlich werden lassen<sup>148</sup>.

---

<sup>144</sup> Vgl. Gläser / Laudel S.26, 39

<sup>145</sup> Gläser / Laudel S.107

<sup>146</sup> Gläser / Laudel S.39f

<sup>147</sup> Kollmair / Thieme S.5f

<sup>148</sup> Atteslander S.174f

Diesen praktischen Vorzügen gegenüber stehen Zeit- und Dokumentationsaufwand, die schwierige Abgrenzung des Themenbereichs, die geringe Vergleichbarkeit der Ergebnisse und die benötigte Bereitschaft der Befragten, auf der alles beruht<sup>149</sup>.

Inhaltlich stützt sich der Leitfaden (vgl. Anhang I) auf die Fragen der Einführung (vgl. Ziff. 1.3) und nimmt zugleich Bezug auf die ökonomischen und rechtlichen Rahmenbedingungen (vgl. Ziff. 2-4), auf die diskutierten Problemstellungen in der Literatur, sowie auf die Anregungen von Fachleuten.

## 5.2 Interviewpartner

Die Auswahl der Interviewpartner<sup>150</sup> erfolgte zunächst unter dem Gesichtspunkt einer möglichst breiten Repräsentanz von qualifizierten Investoren in kollektive Kapitalanlagen für Immobilien. Dazu bieten sich insbesondere Spezialisten von Banken und Fondspromotoren, von Beratungs- und Auditfirmen oder Kanzleien an, weil sie entweder viele solche Immobilieninvestoren vertreten oder selber als solche agieren. Dazu sollten ebenso Leute in Luxemburg, die auch mit dem Schweizer Markt für kollektive Kapitalanlagen in Immobilien vertraut sind, zu Wort kommen.

Im Weiteren sollten Vertreter der SFA als Branchenorganisation der kollektiven Kapitalanlagen mit einem Fachausschuss für Immobilien sowie der EBK als Regulator der öffentlichen Hand befragt werden.

Die Interviewpartner wurden aufgrund von Referaten, Recherchen, Literaturhinweisen oder Empfehlung der Betreuerin ausgewählt. Bis auf die empfohlene Person bei der EBK haben alle Personen sofort zugesagt und zeigten sich am Thema interessiert<sup>151</sup>. Da die angefragten Experten zumeist verschiedene Gruppen von qualifizierten Investoren vertreten, seien es institutionelle oder HNWI, verfügen sie oft über detaillierte Kenntnisse der Materie und eine grössere Marktabdeckung als die Endinvestoren selber, weshalb auf die Befragung der letzteren verzichtet wurde. Durch die verschiedenen Tätigkeitsfelder der Experten sollte zudem eine grössere Unabhängigkeit der Aussagen gewährleistet werden. Die Interviewpartner werden in folgender Übersicht aufgelistet (mehr dazu unter Anhang II).

---

<sup>149</sup> Kollmair / Thieme S.6

<sup>150</sup> Auch in den folgenden Ausführungen wird nur die männliche Form verwendet, um nicht die interviewte Frau allein kenntlich zu machen (vgl. Fussnote 4).

<sup>151</sup> Von der EBK erhielt ich nach längerem die Auskunft, dass sie grundsätzlich nur produktspezifisch Auskünfte erteilen und allgemeine Aussagen besonders bei Produkten für qualifizierte Investoren mit allfälligen Derogationen vermeiden, um keine Präjudizien zu schaffen. Ich konnte aber während eines kurzen Telefongesprächs mit Raffaele Rosetti vom 4.8.2008 wenige Punkte besprechen.

Derzeitiger Umgang von qualifizierten Immobilieninvestoren mit den neuen Anlagemöglichkeiten des KAG, insbesondere der SICAV, im Kontext der Möglichkeiten in Luxemburg

Name	Position	Unternehmen
Sebastian Best	Director and Counsel	Credit Suisse Asset Management Fund Service (Luxemburg) S.A.
Gaston Brandes	Executive Director - Real Estate Continental Europe	UBS AG
Dr. Gregor Bucher	Director	Credit Suisse Asset Management
Christophe Lanz	Deputy Vice President	Banque Privée Edmond de Rothschild Europe
Dr. Matthäus Den Otter	Director General	Swiss Funds Association
Dr. Martin Furrer	Rechtsanwalt - Member Real Estate Transaction Group	Baker & McKenzie
Michaela Imwinkelried	Executive Director - Head Legal and Products	UBS Fund Services (Luxemburg) S.A.
Victor Meyer	Leiter Financial Services, Steuer- und Rechtsberatung Schweiz	PWC
Markus Schunk	Partner	KPMG
Hans Tschäni	Stellvertretender Geschäftsführer, Mitglied Fachausschuss Immobilien	Swiss Funds Association
Dr. Alexander Wyss	Fürsprecher - Member Real Estate Transaction Group	Baker & McKenzie

Abbildung 2: Liste der Interviewpartner

### 5.3 Durchführung

Der Rekrutierungsprozess bestand aus zwei Schritten.

1. Anfrage für ein Interview per E-mail, mit der Ankündigung, dass ohne negativen Gegenbericht eine telefonische Kontaktaufnahme erfolge.
2. Telefonische Kontaktaufnahme, Vorinformation per Telefon und Vereinbarung eines Termins.

Die anschliessenden Interviews fanden gewöhnlich am Arbeitsplatz der befragten Personen statt und dauerten im Durchschnitt 70 Minuten. Die kürzeste Unterredung dauerte 20 Minuten, die längste 100 Minuten.

Die Gespräche verliefen ausnahmslos sehr angeregt. Teilweise mussten auch aufgrund von zeitlichen Restriktionen gewisse Punkte oder Themenbereiche des Leitfadens übersprungen werden. Gelegentlich erwies es sich als schwierig, streng beim Thema Immobilien zu bleiben, weil einige der angesprochenen Problemstellungen auch andere Anlagebereiche der kollektiven Kapitalanlagen betreffen. Umgekehrt liessen sich vermutlich einige Erkenntnisse dieser Arbeit auch auf andere Typen der kollektiven Kapitalanlagen übertragen, was aber nicht näher untersucht wurde.

Sämtliche Befragungen wurden jeweils mit einem Diktiergerät aufgezeichnet, um die spätere Auswertung zu erleichtern. Die Aussagen wurden grundsätzlich anonymisiert, wo Rückschlüsse auf die Tätigkeit der Experten von Nutzen sind, wurde diese teilweise angezeigt.

## 6 Ergebnisse der Experteninterviews

Nachdem Kapitel 5 der Durchführung der Experteninterviews gewidmet war, folgt nun die Besprechung der Resultate dieser Befragungen. Dabei gilt das Augenmerk zunächst denjenigen Aspekten, welche gemäss den Befragten die Nachfrage von qualifizierten Investoren nach schweizerischen Immobilien-SICAV<sup>152</sup> beeinflussen, gefolgt von den Faktoren, welche auf das Angebot einwirken. Auf dieser Basis wird die Bedeutung des Standortes Schweiz für solche Produkte im Vergleich zum Markt in Luxemburg erörtert und die Frage aufgegriffen, wie sich Immobilien-SICAV in der Schweiz entwickeln dürften. In einem Exkurs sollen abschliessend die Einflussfaktoren von Angebot und Nachfrage bei Immobilien-KGK diskutiert werden.

### 6.1 Die Nachfrage nach schweizerischen Immobilien-SICAV für qualifizierte Investoren

Bei der Diskussion von möglichen Nachfragern der schweizerischen Immobilien-SICAV gehen einige der Experten davon aus, dass bei qualifizierten Investoren der Kreis der Interessenten den bisherigen Nachfragern auf dem (Anlagefonds-)Markt ähnelt und besonders institutionelle Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen aus der Schweiz, speziell auch für deren Private-Labeling-Bedürfnisse, als Anleger zu erwarten sind.

Dabei kommt ihnen entgegen, dass sich besonders Pensionskassen verstärkt den Immobilienanlagen zuwenden dürften, wie ein Experte überzeugt ist. Dies, weil der technische Zinssatz hier eigentlich immer erreicht werde. Innerhalb der Investitionsmöglichkeiten in Immobilien würden sich die Pensionskassen aufgrund der besseren Handelbarkeit dazu immer mehr indirekten Anlagen zuwenden, was die Nachfrage zusätzlich begünstige, wie weiter berichtet wird.

Anlagestiftungen würden die SICAV bei Institutionen der beruflichen Vorsorge allerdings ernsthaft konkurrenzieren, weil sie ein offenes Gefäss bildeten, das täglich neue Anteilsscheine ausgeben und zurücknehmen könne, die SICAV dafür aber ein Verfahren vorsehe, welches man auch mit Ausnahmegewilligung der EBK für qualifizierte Investoren wohl nicht täglich durchführen könne, wie ein Experte betont. Für die SICAV spreche dagegen die klarere Struktur (die Anlagestiftung ist nicht gesetzlich geregelt) und die Tatsache, dass keine Fondsleitung ihre beherrschende Stellung geltend

---

<sup>152</sup> Wird im folgenden nichts anderes vermerkt oder wird nicht ausdrücklich von Luxemburg gesprochen, ist von *schweizerischen* SICAV, KGK und Anlagefonds nach KAG die Rede, auch wenn zur flüssigeren Lesbarkeit auf diese Attributierung verzichtet wird.

macht<sup>153</sup>, erläutert einer der Befragten unter Verweis auf Bächle<sup>154</sup>. Letzteres grenze sie zugleich von den vertraglichen Anlagefonds ab. Treten nur steuerbefreite Institutionen der beruflichen Vorsorge als Anleger auf, sollte die SICAV mit direktem Grundbesitz wie die Anlagestiftung steuerfrei werden.

Hinzu kommen HNWI als potentielle Nachfrager, welche ebenfalls als qualifizierte Investoren agieren können. Deren Interesse an Immobilien-SICAV scheint laut Experten deshalb vorhanden zu sein, weil sich vor allem reiche Familien aus steuerlichen (vgl. Ziff. 3.2.4) oder erbrechtlichen Gründen Gedanken über ihr Immobilienportfolio machen oder weil man mit Immobilientransaktionen im Direktbesitz als gewerbmässiger Immobilienhändler taxiert werden könnte.

Im Gegensatz zu den vertraglichen Anlagefonds, bei denen reiche Familien ihr Immobilienportefeuille bisher aus den Händen geben mussten, wenn sie einen eigenen Fonds schaffen wollten (da die Fondsleitung neue Besitzerin der Liegenschaften wurde, auch wenn der Familie die Anteile gehörten), bleibt bei der SICAV das Portfolio im Eigenbesitz und die Familienmitglieder können sich etwa im Verwaltungsrat vertreten lassen, wird ausgeführt<sup>155</sup>. Über die Statuten könne man verankern, dass dies auch so bleibe. Allerdings erfordere eine SICAV eine relativ kostspielige Organisation, welche sich erst ab einem kritischen Volumen von mindestens CHF 50 Mio., wenn nicht eher ab CHF 100-250 Mio., rechtfertige, sind sich die Experten einig (vgl. Ziff. 6.2.2.5).

Für Nachlassprobleme werde die SICAV geprüft, weil erbrechtliches Distribuieren von Anteilen viel einfacher ist, als Immobilien den Nachkommen zuzuordnen. Gerade bei qualifizierten Investoren sei es oft so, dass sie selber oder Nachkommen Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Immobilien entfalten möchten, etwa als Verwaltungsrat. Immobilienanlagen seien mehr als anderes mit Emotionen verbunden und das Loslassen falle oft schwer. Dies begünstige die grundsätzliche Nachfrage nach SICAV, verlangsame zugleich aber den Lancierungsprozess, was einer der Gründe sein könnte, weshalb noch nicht mehr SICAV am Start seien.

---

<sup>153</sup> Die Stifter haben die Möglichkeit, die Stellung der Unternehmeraktionäre einzunehmen, um die SICAV zu gründen und zu liquidieren; vgl. Ausführungen im übernächsten Abschnitt.

<sup>154</sup> Bächle S.22, den ich aufgrund einer Auszeit leider nicht befragen konnte. Erkenntnisse aus seiner Doktorarbeit mit dem Arbeitstitel „Die Mitwirkungsrechte in der SICAV unter Corporate Governance-Aspekten – Vorteile für Anleger und Anwendungsmöglichkeiten für Anleger und Anwendungsmöglichkeiten in der Praxis“, konnten in dieser Arbeit nicht berücksichtigt werden, da sie bisher nicht publiziert wurden.

<sup>155</sup> Wenn eine Mindestanzahl Personen nicht erreicht wird (vgl. Ziff. 6.2.2.6), muss man sich mit anderen qualifizierten Investoren zusammenschliessen.

Wenn sich die Nachkommen allerdings nicht mehr um Immobilien kümmern möchten, scheint der vertragliche Anlagefonds beliebter zu sein, meint ein Experte, weil hier die potentielle Beteiligung kleiner sei als bei der SICAV.

Andere wenden dagegen ein, dass beim vertraglichen Anlagefonds die Fondsleitung Träger des Produktes sei und theoretisch den Vertrag mit den Anlegern kündigen und das Produkt liquidieren könne, sogar gegen den Willen der Anleger<sup>156</sup>. Dies ist besonders störend, wenn der Anleger auch Promotor ist.

Einige Experten weisen darauf hin, dass diese Problematik ein grosses Plus für die SICAV und ein wichtiger Grund für deren Förderung sei, weil auf diese Weise das Private Labelling unterstützt werden könne. Deshalb sind auch Promotoren als wichtige Katalysatoren der Nachfrage an dieser Stelle zu erwähnen (vgl. auch Ziff. 6.2.2.3).

Im Bezug auf die Immobilien an sich sei der Schweizer Markt deshalb interessant, weil er im Vergleich zum Ausland zwar nicht sehr hohe Renditen erziele, aber sehr stabil sei, so ein Experte. Ausserdem weise er im Vergleich zu anderen Anlagen niedrige Schwankungsbreiten auf. Diese Tatsache lasse den hiesigen Immobilienmarkt auch für viele ausländische Investoren – als Beimischung zu anderen Anlagen - attraktiv erscheinen und könnte auch eine gewisse Nachfrage nach der in vielen Ländern bekannten SICAV generieren.

Dass erwägt werde, für bestehende vertragliche Anlagefonds mit einer funktionierenden Struktur in SICAV umzuwandeln, glauben die Experten aufgrund der Aufwendungen und der Verwandtschaft dieser offenen Kapitalanlageformen nicht.

Grundsätzlich besteht demnach eine Nachfrage nach Immobilien-SICAV besonders dort, wo man versucht, massgeschneiderte Produkte für Investoren zu lancieren, also bei qualifizierten Investoren und wo es um eine gewisse Mitsprache geht<sup>157</sup>.

## **6.2 Einflussfaktoren auf das Angebot von schweizerischen Immobilien-SICAV für qualifizierte Investoren**

Im Folgenden soll dargelegt werden, auf welche angebotsseitigen Faktoren die (potentielle) Nachfrage nach Immobilien-SICAV in der Schweiz trifft, um daraus die Auswirkungen auf den Markt zu begreifen.

---

<sup>156</sup> Ausgleichend wirken weitere Argumente dieser Diskussion, etwa, dass beim vertraglichen Anlagefonds die Kündigung durch die Fondsleitung allenfalls durch vertragliche Abreden verhindert und auch bei der SICAV z.B. Verwaltungsräte ohne entsprechende Abreden abgewählt werden könnten.

<sup>157</sup> Für gewöhnliche Anleger wurde keine namhafte Nachfrage erwähnt (vgl. Ziff. 6.2.2.2 und 6.2.2.8).

### **6.2.1 Reserviertes Verhalten der Fondspromotoren – die Macht des Bekannten?**

Ein erster ökonomischer Grund, weshalb sich trotz festgestellter Nachfrage bisher noch keine Immobilien-SICAV nach KAG gebildet haben, sehen mehrere Befragte darin, dass viele (gerade grössere) Promotoren den Aufwand scheuen, für SICAV eine so umfangreiche „Maschinerie“ aufzubauen, wie sie für vertragliche Anlagefonds schon funktioniert und rentiert. Bei Letzteren habe man langjährige Erfahrung und dank dem KAG auch für qualifizierte Investoren eine gewisse Flexibilität. Bei der SICAV fürchte man zusätzlichen Aufwand durch die Organe (wie Generalversammlung oder Verwaltungsrat) mit ihren Abläufen und die inhärente Individualität. Solange der Druck, dies zu ändern, nicht genügend gross sei, werde man den bisherigen Weg weiterverfolgen, bis mit der SICAV gewisse Erfahrungen im Markt gemacht, Know-how und Sicherheit gewonnen und Prozesse schneller und flexibler geworden seien. Man erhoffe sich dadurch Erkenntnisse, welche wesentlichen Vorteile tatsächlich existieren. Bester Beleg für diese Entwicklung seien die jüngsten Neulancierungen von offenen Immobilienvehikeln als vertragliche Anlagefonds. Im Übrigen würden SICAV-Interessenten oft nicht nachfragen, wenn man ihnen ein vertraglicher Anlagefonds ohne Alternative vorlege, wird berichtet. Eine der befragten Personen erwähnte zudem, gewisse etablierte Fondspromotoren würden besonders in selbstverwalteten SICAV als eigene Gesellschaft eine Konkurrenz sehen.

Diese Aussagen kontrastieren zwar mit einzelnen Expertenaussagen, aus denen hervorgeht, dass verschiedene Privatbanken Immobilien-SICAV für ihre HNWI-Kunden prüften und auch Grossbanken auf der Suche nach neuen Möglichkeiten seien. Dennoch deuten sie darauf hin, dass bei SICAV wohl auf gewisse (kleinere) Promotoren pioniere gewartet wird – wobei diese durchaus auch aus anderen Anlagebereichen kommen könnten<sup>158</sup>.

Ein Problem, das sich bei den neuen Anlageformen des KAG stelle, sei deren Unbekanntheit in der Schweiz. Wie mehrere Experten berichten, kam es beispielsweise vor, dass Handelregisterämter eine neue Gesellschaftsform nicht kannten, deshalb als inexistent erklärten und nicht eintragen wollten<sup>159</sup>. Vertragliche Anlagefonds seien deshalb auch aufgrund bestehender Abläufe den Anlegern sehr viel schneller zuzuführen. In den

---

<sup>158</sup> Wie die SICAV aus dem Umfeld einer Privatbank und von einem Pensionskassendienstleister, welche im Sommer 2008 lanciert wurden, aber während den Interviews noch nicht publiziert waren.

<sup>159</sup> Es gab gemäss Expertenberichten Verzögerungen bei der Anpassung der Handelsregisterverordnung („HRegV“) und der dazugehörigen Instruktion der Registerführer.

ersten Jahren dürfte es aus diesen Gründen schwierig werden, eine SICAV zu lancieren, meinen diverse Experten. Doch nach einer gewissen Zeit gewöhne man sich wohl an die neuen Prozesse. Ein Experte meint pointiert, die Lancierung von SICAV in der Schweiz werde dadurch gebremst, dass die vertraglichen Anlagefonds so bekannt seien.

## **6.2.2 Der Einfluss des KAG auf das Angebot von Immobilien-SICAV im Kontext des Luxemburger Spezialfondsgesetzes**

Bevor auf die einzelnen Anforderungen des KAG an Immobilien-SICAV und deren Konsequenzen eingegangen wird, soll eine grundlegende Kritik in den Fokus rücken, die von verschiedenen Seiten angesprochen wurde: Eine revidierte und umfassende Regelung der kollektiven Kapitalanlagen in der Schweiz wird von Experten zwar begrüsst, das KAG sei aber von den zuständigen Gremien „durchgeboxt“ worden, ohne das Gesetz breit abzustützen und die Konformität mit anderen Rechtsgebieten sicherzustellen. Deshalb fehle nun in gewissen Fragen die Rechtssicherheit und Anpassungen erfolgten erst mit Verzögerung.

Ferner meinen gerade interviewte Juristen, dass das Gesetz falsch aufgebaut sei. Man gehe von den europäischen Richtlinien aus und wolle dann alles in einem Gesetz regeln und schliesslich für qualifizierte Investoren gewisse Ausnahmen machen. Stattdessen hätte man für gewisse Anlegergruppen zusätzliche Schutzbestimmungen erlassen sollen. Jetzt stellt sich für Promotoren von Anlagen für qualifizierte Investoren das Problem, dass sie zuerst daran arbeiten müssten, „schlanke“ Anlagen ohne unnötige Bestimmungen zu schaffen. Viele Forderungen, die das KAG der SICAV stellt, könne man für qualifizierte Investoren wegverhandeln, das Problem sei nur, dass die Grenzen und Spielräume im Gesetz nicht immer deutlich seien und sich auch noch keine verlässliche Praxis eingespielt habe.

Einen Schritt weiter seien hier die Luxemburger, meint ein Experte, weil sie im Bewusstsein dieser Problematik ein eigenes, schlankes Gesetz für qualifizierte Investoren kreiert hätten. Deren Einführung belege zudem, wie rasch man den Markt für kollektive Kapitalanlagen ohne lange Umsetzungsfristen attraktiver werden lassen kann (vgl. Ziff. 2.2). Allerdings wird zugegeben, dass in Luxemburg der Gesetzgeber auf vorhandene Strukturen zurückgreifen konnte.

### **6.2.2.1 Der Einfluss der Anforderungen an qualifizierte Investoren**

Die Unterscheidung zwischen gewöhnlichen und qualifizierten Anlegern wird allgemein begrüsst und führt im Sinne der Ausführungen unter Ziffer 6.1 durch die Berücksichti-

gung von wohlhabenden Privatpersonen im Zusammenhang mit neuen Formen der kollektiven Kapitalanlagen zu einer Steigerung des Marktpotentials.

Die Luxemburger seien mit ihrer Definition vom qualifizierten [respektive sachkundigen] Investor durchaus „lascher“, denn wenn eine Bank bestätige, Anleger X könne aufgrund seiner Vermögenssituation zwar nicht die geforderten € 125'000 in ein Vehikel investieren, habe aber Erfahrungen und Kenntnisse im Umgang mit solchen Produkten, kann er als qualifizierter Investor agieren.

Ein Experte rät ausdrücklich davon ab, dies zu bedauern, denn einerseits rechne es sich für einen grossen Finanzplatz wie die Schweiz nicht, für solche Anleger Strukturen aufzubauen, und zweitens seien die damit einhergehenden Reputationsrisiken viel zu hoch. In Bezug auf die Definition der qualifizierten Anleger nach KAG hat auch niemand Verbesserungsvorschläge geäussert.

#### **6.2.2.2 Der Einfluss von Mitsprache- und Mitwirkungsrechten**

Wie bereits unter Ziffer 6.1 angetönt, sind aus Sicht der Experten Mitwirkungsrechte der SICAV besonders bei HNWI von entscheidender Bedeutung, weil man so bei Immobilien über deren Entwicklung (mit-)bestimmen kann. Man gebe die technische Abwicklung und allenfalls die Vermögensverwaltung ab, behalte aber die wichtigen Entscheidungen über die Organe der SICAV „en famille“. In solchen Fällen spielen auch die Aufbau- und Betriebskosten der Organisation, die aufgrund der Gesellschaftsstruktur höher eingeschätzt werden als beim vertraglichen Anlagefonds (vgl. Ziff. 6.2.2.5), weniger eine Rolle. So könne man Probleme des Nachlasses, der Steuern und Diversifikation lösen und den Prozess selber steuern. Dies funktioniere jedoch nur, solange nicht zu viele Leute mitwirken, fügt ein Experte an. Ein anderer meint, eine gewisse Mitsprache sei beim vertraglichen Anlagefonds auch über einen Beirat möglich.

Gewöhnlichen Anlegern nütze Mitsprache dagegen kaum etwas und bedeute deshalb vorwiegend Aufwand, meinen mehrere Befragte. Infolgedessen und aufgrund der gewohnten vertraglichen Anlagestruktur dürfte es wohl nicht so rasch zu Immobilien-SICAV im Retailbereich kommen.

Wie die Luxemburger Experten berichten, zeige die Erfahrung dort, dass die Mitsprache von Anlegern bei SICAV - auch bei Grossinstituten als Promotoren und bei Retail-Produkten - keine Problem darstelle. Entsprechende Bedenken könnten demnach abgeschwächt werden. Man komme zumeist ohne Aktionärbindungsverträge aus, zumal die Teilnahme an den Generalversammlungen in der Regel gering bis nicht existent sei. Allerdings müssten die ganzen administrativen Abläufe geregelt werden.

### 6.2.2.3 Der Einfluss auf Möglichkeiten der Promotoren

Bei diesem Thema kam es zu sehr angeregten Diskussionen mit verschiedenen Fachleuten. Einige betonen, die SICAV sei in der Tat interessant für Vermögensverwalter, Private Banquiers oder Immobilienberater, die oft nicht genügend Kapital, aber Know-how in einen Immobilien-SICAV einbringen und so mit oder zu Handen ihrer Klientel etwas aufbauen könnten. Fondsleitungen und Depotbanken wären genügend vorhanden, ergänzt einer. Entscheidend für Promotoren sei dabei, dass sie bei der EBK Akzeptanz erlangen können, um die notwendige Bewilligung zu erhalten. Über die Höhe dieser Hürde gehen die Meinungen auseinander. Wenn es aber gelinge, sie zu überwinden, könne man effektiv mit relativ wenig Kapital Vehikel aufbauen. Man kann sich auch vorstellen, dass HNWI und Vertreter der beruflichen Vorsorge vermehrt selber als Promotoren aktiv werden (vgl. Ziff.6.5).

Allerdings brauche es dazu ein gewisses Anlagevolumen (unter Ziffer 6.1 ist von CHF 50-250 Mio. die Rede), um die Administrationskosten zu rechtfertigen, sind sich die Experten einig.

Bei fremdverwalteten SICAV müsse man etwa die Kosten für die Fondsleitung bezahlen. Ob sich für SICAV mit Grundbesitz, wie bei entsprechenden vertraglichen Anlagefonds, aber je ein Markt entwickeln werde, auf dem man solche Dienstleistungen zu attraktiven Konditionen anbieten würde, wird aufgrund der individuellen Wünsche der Nachfrager bezweifelt.

Gewisse Befragte glauben deshalb, Immobilien-SICAV würden sich vor allem selbstverwaltet rechnen. Normalerweise müsse eine selbstverwaltete SICAV mindestens drei Leute mit der nötigen Erfahrung und Praxis bei der EBK angeben. Ob sich diese alle 100%-ig der SICAV widmen müssten, sei diskutierbar, meinen Experten.

Deshalb seien insbesondere Mehrpersonenbetriebe aus der Immobilienbranche als Selbstverwalter (und somit Promotoren) geeignet. Sie können bei einem Gesuch oft mehr als drei erfahrene Leute, welche die SICAV führen und verwalten, bezeichnen, die aber nicht alle voll damit beschäftigt sein müssen.

Mit diesem Vorgehen blieben die Aufsetzungs- und Betriebskosten einer SICAV zwar bestehen, aber es gäbe vergleichsweise tiefe Verwaltungskosten, weil die Fixkosten des Betriebs und einige der Mitarbeiterlöhne sowieso zu bezahlen wären. Wenn eine Firma dagegen extra für eine SICAV drei Spezialisten anheuern müsste, könnte es sich dadurch nicht mehr lohnen. Die hier zitierten Experten attestieren der EBK Kooperationsbereitschaft in solchen Fragen.

Einige Experten denken, dass gerade die Aktivitäten solcher Promotoren Raum schaffen für neue strategische Partnerschaften etwa zwischen Banken, Immobilienspezialisten und Kanzleien. Dabei würden die Funktionen einer SICAV, welche man nicht ausführen wolle oder könne, ausgelagert, im Sinne einer Aufgliederung der Wertschöpfungskette. Das Einräumen von Mitwirkungsrechten (vgl. Ziff. 3.2.1) könnte dabei zu einer Interessensabgleichung zwischen den jeweiligen strategischen Partnern führen. Besonders für SICAV mit weniger standardisierten Produkten oder Entwicklungen, wie sie für qualifizierte Investoren wahrscheinlich seien, könne man sich solche Paarungen vorstellen. Entsprechende Anfragen ständen im Raum, bestätigten mehrere Befragte.

Man könne Promotoreneideen, die eine eigene Struktur nicht rechtfertigen, auch mittels einer Umbrella-Struktur bündeln, sinniert ein Experte weiter. Diese umfasse verschiedene Teilvermögen, die man dem Markt als Paket anbiete.

Als Schwierigkeit könnten sich dabei die Kontrollbedürfnisse und Bedenken bezüglich Reputationsrisiken einer Bank gegenüber dem Bedürfnis von Einflussnahme und Selbststeuerung von Immobilienspezialisten erweisen, gibt ein Bankenvertreter zu bedenken. Die Mitsprache sei hier zugleich Bedingung und Stolperstein, und wie der Markt zeige, sei es [in der Schweiz] bisher nicht gelungen, eine Balance im Rahmen einer Immobilien-SICAV zu finden. Als weitere Schwierigkeit werden zudem Abgrenzungs- und Haftungsprobleme genannt.

Vermutlich würden deshalb auch hier kleine und allenfalls ausländische Banken als Pioniere zu solchen Partnerschaften Hand bieten, die neben Kenntnis allerdings auch einen gewissen finanziellen Schnauf bräuchten.

#### **6.2.2.4 Der Einfluss der Anforderungen an das Anlagekapital**

Das KAG stellt, wie Kapitel 3.2.1 aufzeigt, verschiedene Anforderungen an das Anlagekapital. Betreffend der Vorgabe, dass SICAV maximal 50% Fremdkapital aufnehmen könnten, deuten die Aussagen der Experten daraufhin, dass man dies bei Immobilien-Gefässen für qualifizierte Investoren im Gespräch mit der EBK im Rahmen der gesetzlich vorgesehenen Befreiungen problemlos auf 70-80% erhöhen könne und so bis hin zu sogenannten „Opportunity-Funds“, [die mit hohen Fremdkapitalquoten in riskantere Anlagen investieren,] Möglichkeiten bestünden<sup>160</sup>.

In Bezug auf den im KAG geforderten, regelmässigen Handel betonen die Experten, dass es gerade bei einem Konstrukt für qualifizierte Anleger schwierig sei, die in der

---

<sup>160</sup> Die EBK will gemäss Interview mit R.Rosetti vom 4.8.2008 zu diesem und den folgenden Punkten unter Ziffer 6 keine (präjudizierende) allgemeinen Aussagen machen.

Praxis von der EBK geforderten 50 Transaktionen zu machen, weshalb diese Forderung wohl meistens wegbedungen werden müsse und könne.

Als der Lancierung eher hinderlich werden die von den Unternehmensaktionären geforderten Eigenmittelvorschriften und die damit verbundene potentielle Nachschusspflicht erachtet. Ausnahmeregelungen werden hier von den Experten als unwahrscheinlich bezeichnet.

Das Spezialfondsgesetz fordere dagegen gar keine Eigenmittel. Es erlaube so unzähligen kleineren Promotoren Zugang zum Markt, die nun nicht mehr wie unter dem OGAW-Gesetz einen grossen Co-Promotor brauchen, der zwar das Kapital vorweisen konnte, sich aber für das übernommene Risiko entschädigen liess. Dies sei ein wichtiger Grund für den Auftrieb der kollektiven Immobilienanlagen in Luxemburg, meint ein ortansässiger Experte und betont, dass so auch immer mehr länderspezifische Anlagen in Angriff genommen werden.

Die Regelung, dass für einen SICAV nach einem Jahr CHF 5 Mio. Anlagekapital vorhanden sein muss, hat dagegen kein Experte explizit kritisiert, auch wenn in Luxemburg die Hürden noch deutlich tiefer liegen. Die Begründung liegt wohl darin, dass die Schwelle, bis ein Immobilien-SICAV sich rechnet, mindestens 10-mal so hoch sein muss, so dass das Mindestanlagekapital kaum ins Gewicht fällt.

Ebenfalls nicht beklagt wurde, dass das Aktienkapital grundsätzlich bar liberiert werden muss, es scheint implizit angenommen zu werden, dass die EBK Abweichungen davon zulässt, wie die Ausführungen unter Ziff. 6.2.4 zeigen.

Was teilweise als Vorteil der Immobilien-SICAV speziell gegenüber der -KGK besprochen wurde, ist, dass man sie an der Börse kotieren und dazu erfahrungsgemäss schöne Agio-Gewinne realisieren könne. Bei SICAV für qualifizierte Investoren würde dies allerdings bedeuten, dass man Statuten und Prospekt oft komplett überarbeiten müsste und Ausnahmen nicht mehr gelten würden. Ob das die Immobilien-SICAV noch attraktiv bleiben liesse, wird hinterfragt.

#### **6.2.2.5 Der Einfluss der Anforderungen an die Administration**

Angesprochen auf die Anforderungen des KAG an die Administration, namentlich an Bewilligung, Revision, Bewertung, Verwaltung und Management, führten die Experten hauptsächlich die Kosten auf, welche das generiere. Experten, die sich konkret dazu äusserten, rechnen mit einigen CHF 100'000 Administrationsaufwendungen pro Jahr.

Zwar sei der administrative Aufwand für eine SICAV höher als bei einem vertraglichen Anlagefonds, wie einige der Befragten bestätigen, aber die Kosten beschränken sich

vorwiegend auf die Zusatzumtriebe durch die Gesellschaftsorgane. Ein Experte meint dazu, wenn sich interessante Möglichkeiten böten, dürften diese Kosten – wie bereits beim vertraglichen Anlagefonds – kaum der Verhinderungsgrund von SICAV werden.

Allerdings beeinflussen die Administrationskosten das minimale Anlagevolumen einer Immobilien-SICAV massgeblich (vgl. Ziff. 6.1, wo von einem kritischen Volumen von mindestens CHF 50 Mio., wenn nicht eher CHF 100-250 Mio. die Rede ist). Für HNWI-Familien mit kleineren Immobilienportfolios, die sich überlegen, diese in eine eigene SICAV einzubringen, dürfte die Nachfrage aufgrund der Administrationskosten erlöschen.

In Bereich der Administrationskosten wurde Luxemburg für einmal nicht als Konkurrenz erwähnt, es scheint, als würden hier ähnliche Bedingungen gelten<sup>161</sup>.

Dass die SICAV im Unterschied zum Anlagefonds nicht auch weitere Dienstleistungen wie Anlageberatung oder Vermögensverwaltung erbringen darf, wurde von keinem der Experten als Problem genannt.

#### **6.2.2.6 Der Einfluss der Anforderungen an Einanlegerfonds**

Mehr zu reden gaben die Einanlegerfonds: Grundsätzlich wird bedauert, dass Einanlegerfonds in der Schweiz nur für Einrichtungen der beruflichen Vorsorge und für Versicherungen im Lebensbereich zulässig sind, obschon ein Potential in weiteren Anwendungsbereichen (wie bei HNWI) vorhanden wäre (vgl. Ziff. 6.1).

Obwohl das Gesetz in Art. 5 Abs. 2 lit. a KKV eine Hintertür offen lässt, dass die Aufsichtsbehörde den Kreis der möglichen Einanleger erweitern kann, glauben die Befragten nicht, dass sie dies für private qualifizierte Investoren tun würde. Hinzu käme, dass, selbst wenn sie es guthiesse, dies auch die Steuerverwaltung noch billigen müsste, was ebenso unwahrscheinlich sei (vgl. Ziff. 3.3.1).

Das Gesetz gibt aber für die SICAV im Unterschied zur KGK keine Mindestanzahl Anleger vor. Die Mehrheit der Interviewten glaubt, man bräuchte wie bei der KGK fünf Anleger, um noch eine Zulassung zu erhalten. Allgemein gelte, je weniger Leute man habe, desto eher würden die EBK, Steuerämter und auch Bewilligungsstellen für den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland misstrauisch, etwa wegen Steuerumgehung. Die Experten glauben auch nicht, dass etwa ein Vater unter Verweis auf die Destinärstheorie (vgl. Ziff. 3.1.5) seine Familie im Rahmen einer kollektiven Kapitalanlage vertreten könne.

---

<sup>161</sup> Dies wurde im Rahmen dieser Arbeit nicht im Detail recherchiert.

Wenn man im kleinen Kreis eine SICAV gründe oder wenn eine SICAV riskiere, weniger als fünf Anleger zu haben, empfehlen gewisse Experten aufgrund der rechtlichen Grauzone dringend Klarheit in Form von Vereinbarungen bei den Behörden zu schaffen. Dasselbe gelte, wenn ein Anleger eine dominante Stellung im SICAV inne habe. Weitere sind überzeugt, dass spätestens mit weniger als fünf Anlegern die Guillotine für die SICAV falle.

In Luxemburg sind Einanlegerfonds für qualifizierte Investoren grundsätzlich möglich. Wenn man die Kosten nicht scheut, kann man mit den notwendigen Bescheinigungen ab € 125'000 ein eigenes Vehikel lancieren (vgl. Ziff. 4.2.1). Ein Experte führt aus, Einanlegerfonds seien zwar selten, aber sie würden gerade auch zur Vermögensstrukturierung von HNWI verwendet.

Uneins sind sich die Experten, wie gross das Problem für die Interessenten und der Wettbewerbsnachteil für die Schweiz sei. Angedeutete Bestrebungen von Institutionen, die derzeitige Praxis zu lockern, weisen aber darauf hin, dass sie nicht unerheblich sind. Unbestritten ist, dass die Möglichkeit, den Anwendungsbereich zu lockern, wie es Art. 5 KVV vorsieht, noch nicht ausgenutzt wurde.

#### **6.2.2.7 Der Einfluss der Unterscheidung zwischen Unternehmer- und Anlegeraktionären**

Ein gewichtiges Handicap der Schweizer SICAV sei die Unterscheidung in Unternehmer- und Anlegeraktionäre und die damit zusammenhängenden eigenen Mittel sowie die Mittel des „Fonds“, erklärten Juristen aus beiden Ländern. In der Schweiz entstehe so eine Verwaltungsgesellschaft, die über der eigentlichen Gesellschaftsstruktur einen unabhängigen Fonds abbilde.

Dabei stellen sich verschiedene Probleme in der praktischen Ausgestaltung. Etwa: Wie kann man die Gesellschaften buchhalterisch sauber trennen? Wer hat welche Rechte beim Abstimmen? Was, wenn die Gruppen verschiedener Meinung sind? Wer hat welche Verantwortung?

Dazu wird angenommen, dass Unternehmeraktien schwerer übertragbar sein dürften [wegen Eigenmittelanforderungen, Namenaktien, etc.], was auch zu Schwierigkeiten führen könne.

Dass der Unternehmensaktionär als Gründer die SICAV als einziger auflösen kann, wird dagegen von niemandem beklagt, schliesslich erhielten die anderen Anleger den Gegenwart<sup>162</sup>. Ebenso wurde die Tatsache, dass der Unternehmensaktionär keine Trans-

---

<sup>162</sup> [und die Unternehmensaktionäre werden nachrangig befriedigt (Art. 97 Abs. 3 KAG)].

aktionen mit Nahestehenden durchführen darf, nicht ausdrücklich als Nachteil genannt, weil mit Derogationen bei Vehikeln für qualifizierte Investoren gerechnet wird.

In Luxemburg gibt es diese Unterscheidung der Anleger und der Mittel nicht, der Initiator der SICAV ist den anderen Anlegern völlig gleichgestellt.

#### **6.2.2.8 Der Einfluss von Anforderungen an Rücknahme und Ausgabe von Anteilscheinen**

Für qualifizierte Anleger haben die Experten weniger Bedenken gegenüber dem unter Ziffer 3.2.1 angesprochenen aussergewöhnlichen Bezugsrecht der Altaktionäre beim Immobilien-SICAV geäussert. Denn für diese könne das Bezugsrecht der Altaktionäre bei der EBK wahrscheinlich wegbedungen werden. Ebenso könne die vorgegebene zwölfmonatige Kündungsfrist wohl verhandelt werden.

Allerdings sei die Thematik für Publikumsanleger relevant, wurde aus Gesprächen deutlich. Denn eine stark vereinfachte Rückgabe von Anteilen, als ursprüngliches Charakteristikum der SICAV, würde dem Bedürfnis vieler Investoren in indirekte Immobilienstrukturen entsprechen. Sie könnten damit die Kapitalmarktschwankungen der kotierten Anlagen vermeiden und hätten nur die Wertveränderungen der Immobilienanlagen bei gleichzeitig guter Liquidität<sup>163</sup> durch ihre Anteilscheine abgebildet. So würde die Immobilien-SICAV mehr Akzeptanz und Publizität gewinnen, was auch die qualifizierten Investoren positiv beeinflussen könnte.

#### **6.2.2.9 Der Einfluss der Anforderungen an die Portfoliozusammensetzung**

Wie Ziffer 3.2.3 zeigt, geben KAG und KKV einen Wust von Vorgaben bezüglich der Anlagemöglichkeiten und der Risikoverteilung innerhalb des Portfolios.

Überraschenderweise wird von den Experten, die sich hierzu äusserten, nur moniert, dass fraglich sei, wie Investitionen in ausländische Anlagen beurteilt würden (vgl. Ziff. 3.2.3 und Ziff. 6.6.2). Ansonsten scheint man zuversichtlich, dass in Bezug auf Immobilien-SICAV für qualifizierte Anleger bei Bedarf viele dieser Vorschriften gelockert würden. Die EBK habe grossen Ermessensspielraum, meinen einige. Einer berichtet, gemäss seinen Abklärungen dürften z.B. fünf anstelle von mindestens zehn verschiedene Objekte akzeptiert werden. Auch der prozentuale Wertanteil von Entwicklungsprojekten könne erhöht werden, z.B. um riskantere Anlagestrategien umzusetzen. Solche

---

<sup>163</sup> Im Gegensatz zu weniger liquiden direkten Immobilienanlagen

Ausnahmeregelungen dürften gewisse Produkte für qualifizierte Investoren erst interessant werden lassen, meinen Experten, und eine wichtige Differenzierung gegenüber Publikumsanleger-SICAV darstellen.

Luxemburg schreibt bei FIS-SICAV im Unterschied zur SICAV nach KAG nur vor, dass maximal 30% des Investments auf ein Objekt verwendet werden dürfen. Das heisst, ein SICAV für qualifizierte Investoren mit 30% in einer Immobilienanlage, 30% in Aktien, 30% in Eisenerzzertifikate und 10% in Wein wäre denkbar, wie ein Experte erläutert. Dank dieser Regel müsse die CSSF üblicherweise nur schauen, ob das Gesetz eingehalten wird, und nicht noch abwägen, ob man gewisse Abweichungen für qualifizierte Investoren zulassen könne<sup>164</sup>. Diese Flexibilität bei der Gestaltung der Anlagepolitik sei das wichtigste Argument für Luxemburger Spezialfonds, meint er weiter. Vielleicht wird diesem Punkt in der Schweiz zu wenig Beachtung geschenkt.

### 6.2.3 Der Einfluss der Lex Koller

Die Lex Koller begrenzt die Lancierung von SICAV mit bewilligungspflichtigen Liegenschaften wie Wohnimmobilien erheblich, meinen Experten<sup>165</sup>:

Wie Ziffer 6.1 zeigt und die Befragten weiter ausführen, ist im Ausland aufgrund der stabilen Erträge und dennoch attraktiven Renditen eine gewisse Nachfrage nach Schweizer Wohnimmobilienanlagen feststellbar. Dabei werden gerade nicht-kotierte Strukturen gesucht, um einflussenden Kapitalmarktschwankungen auszuweichen.

Nun benötigen Personen im Ausland für den Anteilserwerb an einer nicht-kotierten SICAV (und das müssen solche für qualifizierte Investoren sein<sup>166</sup>), die, je nach Kanton, mehr als einen kleinen Prozentsatz bewilligungspflichtiger Liegenschaften direkt hält, eine Bewilligung, was Personen im Ausland faktisch von der Beteiligung an solchen Anlagen ausschliesst.

Doch damit nicht genug: Auch für eine SICAV, die sich nicht zwingend an ausländische Anleger richtet, könne diese Tatsache zu ernsthaften Problemen führen, wie ein Experte betont, wenn gewisse bewilligungspflichtige Anleger sich unbemerkt an einer SICAV beteiligen<sup>167</sup>.

---

<sup>164</sup> Allerdings können von dieser Regel gemäss Rundschreiben 07/309 („Circulaire CSSF“) begründete Ausnahmen zugelassen werden.

<sup>165</sup> Obschon die Schweiz aufgrund der Lex Koller für kollektive Kapitalanlagen mit bewilligungspflichtigen Immobilien faktisch ein Monopol hat.

<sup>166</sup> Da bei der Kotierung die Begrenzung auf einen beschränkten Anlegerkreis wegfällt (vgl. Ziff. 3.1.4).

<sup>167</sup> Nur Unternehmeraktien müssen laut Art 40 Abs. 1 auf den Namen lauten.

Beim vertraglichen Anlagefonds dagegen könnten Personen im Ausland beliebig Anteile von regelmässig gehandelten<sup>168</sup> Fonds kaufen, solange eine schweizerische Fondsleitung als rechtliche Eigentümerin der Immobilien existiert (vgl. Ziff. 3.5).

#### 6.2.4 Steuerliche Implikationen

Steuerlich<sup>169</sup> sei die SICAV besonders für Schweizer Anleger attraktiv, berichten die meisten Experten, namentlich bei Investitionen in Strukturen mit direktem Grundbesitz, wo die SICAV vom reduzierten Steuersatz für „übrige juristische Personen“ profitieren kann und der Anleger anschliessend die Ausschüttungen nicht besteuern muss (vgl. Ziff. 3.2.4). So hätten die Anleger meist weniger Steuern als im Direktbesitz oder mit Anteilen von indirekten Anlagen [wo sie einer Doppelbesteuerung unterliegen] und Aktiengesellschaften zu bezahlen<sup>170</sup>, wobei es grosse kantonale Unterschiede gäbe<sup>171</sup>. Allerdings teilt die SICAV diese steuerlichen Vorzüge mit dem vertraglichen Anlagefonds, wo sie von gewissen Produkten schon ausgenützt werden.

Einer der Befragten gibt zu bedenken, dass es noch eine Weile dauern könne, bis der Steuersatz für übrige juristische Personen und die Steuerausnahme bei Anlegererträgen in allen Kantonen und Gemeinden umgesetzt und akzeptiert seien.

Für ausländische Anleger mutiert die SICAV mit direktem Grundbesitz oft zum Nachteil, weil man dort zumeist als Anleger und deshalb doppelt besteuert wird, wie Experten bestätigen<sup>172</sup>. Weil die Immobilien selber vor Ort besteuert werden, sei über indirekte Strukturen in einem internationalen Kontext vieles besser optimierbar, führt ein Steuerexperte dazu aus, weshalb praktisch alle internationalen Immoanlagefonds indirekt investieren würden.

Ausschüttungen aus direktem Grundbesitz unterliegen bei kollektiven Kapitalanlagen als einzige nicht der Verrechnungssteuer (vgl. Ziff. 3.2.4). Dies könne der Lancierung von Immobilienanlagen in der Schweiz einen bestimmten Schwung verleihen, wird erhofft. Für ausländische Anlagen steht dies aber in Kontrast zur obigen Problematik der Besteuerung von kollektiven Kapitalanlagen im Direktbesitz.

---

<sup>168</sup> Laut Experten hat sich hier eine Praxis von 50 Transaktionen pro Jahr bei der EBK eingebürgert.

<sup>169</sup> Aus den folgenden Ausführungen wie auch denjenigen unter Ziff. 6.6.3 wird nicht der Anspruch erhoben, die neuen Formen der kollektiven Kapitalanlagen mit Liegenschaftsbesitz steuerlich umfassend zu besprechen, sondern es sollen diejenigen Argumente aufgezeigt werden, welche die Experten als bedeutsam für den Umgang von Investoren mit diesen Vehikeln erwähnten.

<sup>170</sup> Vgl. hierzu Seiler S.31ff, der dies umfassend diskutiert.

<sup>171</sup> Eine allfällige Qualifikation von Privatanlegern der neuen Anlageformen als gewerbsmässige Werteschriftenhändler (gem. Kapitel 3.2.4) wurde nicht explizit als Problem angesprochen.

<sup>172</sup> Seiler S.32 schloss dies bereits aus exemplarischen Berechnungen.

Kollektive Kapitalanlagen mit indirektem Grundbesitz (sofern nicht 80% der Anlagen im Ausland angelegt werden und das Vehikel damit affidavitfähig ist) könnten ausländischen Anlegern dagegen aufgrund der Verrechnungssteuerpflicht teuer zu stehen kommen, wird deutlich.

Im Vergleichsland Luxemburg wird gar keine Verrechnungssteuer erhoben und die dortigen Zeichnungssteuern, die im Unterschied zur Schweiz verlangt werden, fallen bei 0.01% Steuer auf dem NAV pro Jahr gemäss den befragten Fachleuten kaum ins Gewicht.

Konfrontiert mit der Tatsache, dass eine luxemburgische SICAV mit direktem Grundbesitz, die ausschliesslich in Schweizer Immobilien investiert, aufgrund von Rulings von Bund und Kantonen steuerlich gleich behandelt würde wie eine Schweizer SICAV und deshalb davon ausgegangen werden kann, dass natürliche Personen in der Schweiz die Erträge nicht versteuern müssen (vgl. Ziff. 4.2.3), betrachten dies einige Experten als ernst zu nehmende Alternative für die inländische Nachfrage (vgl. auch Ziffer 6.4).

Eine steuerliche Hürde könne zudem die Einbringung sein, betonen viele der Experten, weil sie meistens zu einer steuersystematischen Realisation mit entsprechenden Steuerfolgen (wie je nach Kanton und Personenart Grundstückgewinnsteuer oder Handänderungssteuer) führen dürfte<sup>173</sup>. Aufgrund der ungeklärten Fragen in diesem Bereich seien Rulings von involvierten Steuerbehörden aller Verwaltungsebenen unerlässlich. Um Mühen zu sparen, könne man sich auf wenige Kantone fokussieren oder versuchen, über die schweizerische Steuerkonferenz eine Praxis auf alle Kantone auszudehnen.

In dieser Sache brauche es Geduld, meint einer der Befragten, weil die Steuerbehörden Ängste vor Ausfällen und Eingriffen in die Steuerautonomie umtreiben würden.

Insofern könne es also ein bedeutsamer Unterschied sein, ob man versuche, eine SICAV mit einem neuen Portfolio zu konzipieren oder eine SICAV mittels Einbringung eines bestehenden Portfolios anstrebe<sup>174</sup>. Das dürfe gewisse Interessenten mit existierenden Beständen abschrecken, nicht aber Nachfrager, welche neue Portfolios aufbauen wollen und von diesen Unsicherheiten nicht betroffen seien<sup>175</sup>.

---

<sup>173</sup> Bei [eingetragenen] Gesellschaften könne man von Vermögensübertrag gemäss Fusionsgesetz (Art. 69ff FusG) sprechen, welche keine Grundstückgewinnsteuer auslösen sollte. Die Frage, sei, ob die Steuerbehörden zu einem solchen Wechsel Hand böten. Denn aufgrund der Besteuerung der SICAV als „übrige juristische Person“ müsse man deutlich weniger Steuern zahlen.

<sup>174</sup> Vereinzelt löst auch steuersystematische Realisation bei der Einbringung kaum Steuern aus, wie kurz nach einer Transaktion oder wo der Wert von Immobilien kaum änderte oder sogar sank. Allfällige Handänderungs- sowie Grundbuch- und Notariatsgebühren sind aber trotzdem fällig, was z.B. in Genf immer noch prohibitiv sein könne, wird erwähnt.

<sup>175</sup> Auf die Diskussion der steuerlichen Folgen der Auflösung oder des Vermögensübertrags einer SICAV wird hier verzichtet, weil das nicht der grundsätzlichen Idee einer unbefristeten SICAV entspricht und latente Steuern einkalkuliert werden sollten.

Die steuerliche Komplexität und der Föderalismus wirken als starker Bremsklotz für Immobilienanlagen in der Schweiz, schelten einige der Befragten. (Ungeklärte) Steuerfragen seien ein Hauptgrund dafür, dass die Lancierung von SICAV (und KGK siehe Ziff. 6.6.3) ins Stocken geraten sei. Für deren Belebung wäre es laut Experten deshalb wünschbar, dass die Einbringung steuerneutral erfolgen könnte, denn hier werde der SICAV-Prüfprozess sehr oft abgebrochen.

## **6.2.5 Der Einfluss von Regulatoren**

Der Kontakt zwischen Promotoren und den zuständigen Behörden ist aufgrund der bisher besprochenen Unklarheiten und der Derogationen für qualifizierte Investoren ein entscheidender Faktor bei der Lancierung von neuen Anlagen, da sind sich die Experten einig.

Viele halten die eidgenössische Bankenkommission als Aufsichtsbehörde grundsätzlich für hilfsbereit. Sie bemühe sich, die Lancierung von Gefässen zu unterstützen, und insofern sei sie auch flexibel. Die Prozesse seien aber, gestützt auf bisherige Erfahrungen (auch mit vertraglichen Anlagefonds), nicht immer problemlos:

In Bezug auf qualifizierte Investoren ist natürlich der relativ grosse Ermessensspielraum, welcher die EBK über die Derogationen hat, entscheidend. Weil die Auflagen der SICAV – im Unterschied zu Luxemburg (vgl. Ziff. 6.2.2.9) - jedes Mal neu verhandelt werden, spiele die Reputation und die Erfahrung der Fondspromotoren eine wichtige Rolle, wie ein Experte berichtet. Denn die EBK sei zwar flexibel, aber sie wolle und brauche (vgl. Ziff. 3.1.3) auf der Gegenseite Personen und Institutionen, die auch für die EBK-Zulassung bürgen. Dabei könne es zu Auslegungen und Entscheiden kommen, die teilweise willkürlich wirken, wird berichtet, wobei solche Schwierigkeiten bei der Ausgestaltung des KAG mit Ausnahmeregelungen geradezu vorgegeben seien.

### **6.2.5.1 Das Gütesiegel EBK**

Die befragten Schweizer Experten glauben durchaus, dass die EBK den kollektiven Kapitalanlagen ein Gütesiegel verleihe, mit welchem auch Vertrauen geschaffen werde, und Vertrauen sei für gewisse Anleger ein entscheidendes Kriterium der Standortwahl.

Allerdings habe auch Luxemburg keinen schlechten Namen und sei als Standort für kollektive Kapitalanlagen viel bekannter, führen einige Gesprächsteilnehmer weiter aus.

Dazu würden vor allem Namen von bekannten Promotoren ein gewisses Vertrauen schaffen, weshalb die Strukturen so weniger auf Länder mit akzeptierten Aufsichten angewiesen seien, erläutert ein Befragter.

In der Schweiz spüre man oft, dass die CSSF als weniger seriös betrachtet würde, nämlich als Institution, die alles akzeptiere und deshalb nicht immer als valables Pendant empfunden werde, wird aus Luxemburg vernommen. Aber erstens scheinen die Marktstatistiken eine andere Sprache zu sprechen und zweitens dürfe man nicht die gelockerten Zulassungsbedingungen eines Spezialfonds mit der Behörde verwechseln, wird erinnert.

Umgekehrt stehen die Luxemburger Experten der EBK weniger positiv gegenüber: Einer meint pointiert, eine EBK-Zulassung sei derzeit kein Gütesiegel. Es werden Befürchtungen geäußert, dass man teilweise heikle Anträge bewilligen und sich umgekehrt mit immateriellen Fragen aufhalte.

Verschiedentlich werden Fluktuationen bei der EBK mit einhergehendem Know-how-Verlust gerade im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen bedauert. Dies könne fatale Folgen haben, wenn man eine Praxis im Umgang mit den Neuerungen des KAG und deren Derogationen für qualifizierten Investoren aufbauen wolle, meint ein Experte, denn um solche Prozesse möglichst reibungslos zu etablieren, seien Leute mit viel Praxisbezug, interner Historie und Erfahrung wichtig.

Begründet werden die Wechsel einerseits mit der Anreizstruktur der EBK, mit der es oft nicht gelänge, Fachleute zu halten<sup>176</sup>. Andererseits befinde sich die EBK in einer Transitionsphase, denn ab 1.1.2009 werde die neue Finanzmarktaufsichtsbehörde („FINMA“) ihre Tätigkeit aufnehmen, unter deren Dach die EBK, das Bundesamt für Privatversicherungen und die Kontrollstelle für Geldwäscherei zusammengefasst werden und welche die Aufgaben der EBK übernimmt<sup>177</sup>.

So bildet nicht nur die Einführung des KAG, sondern auch diese Umstrukturierung Ressourcen und führt zu Unsicherheiten, die sich auch in zögerlichen Abläufen ausdrücken könnten, wie ein Befragter meint.

---

<sup>176</sup> Die CSSF dagegen sei einer der beliebtesten und mit über 2000 Mitarbeitern grössten Arbeitgeber von Luxemburg und habe genügend Mittel, beste Finanzfachleute von Banken anzulocken.

<sup>177</sup> SFA Jahresbericht 2007, S.20

### 6.2.5.2 Der Einfluss von Abläufen

Wie in Kapitel 3.2.3 ausgeführt wurde, hätten Immobilien-SICAV für qualifizierte Anleger grundsätzlich die Möglichkeit eines vereinfachten Genehmigungsverfahrens mit der unmittelbaren Bewilligung bei Gesuchseingang. Dies bedingt aber Musterdokumente und kein Abweichen davon.

Kollektive Kapitalanlagen für qualifizierte Investoren seien aber typischerweise sehr spezifisch und bedingten üblicherweise Derogationen. Dies bedeute den faktischen Tod des vereinfachten Genehmigungsverfahrens für qualifizierte Investoren, selbst wenn in Kürze Musterdokumente für Immobilien-SICAV erscheinen<sup>178</sup>, bedauern viele der Experten.

Die Frage, die bleibt, ist, wie rasch eine Bewilligung stattdessen zu erhalten sei. Die Diskussionen zeigten, dass die Geschwindigkeit, ein Vehikel lancieren zu können („time-to-market“), selbst bei Institutionellen immer wichtiger werde.

Ein Befragter meint dazu zwar beschwichtigend, im Immobilienbereich müsse man sowieso mit mehrmonatigen Ausgestaltungsprozessen rechnen, was die Bewilligungsfrist fast irrelevant werden lasse, und ein anderer erklärt, wenn die EBK einem kenne und ihm vertraue, helfe dies, rascher vorwärts zu kommen.

Damit bleiben allerdings die Unsicherheiten und es beruhigt aus Sicht des internationalen Standortwettbewerbs wenig, wenn berichtet wird, dass die CSSF ein Standardprodukt innert drei Stunden über einen Online-Prozess bewilligen könne und für speziellere Produkte mit Bearbeitungsfristen von rund einer Woche gerechnet werde. Die Möglichkeit, Spezialfonds erst nachträglich bewilligen zu lassen, wie das die Luxemburger Gesetzgebung vorsieht, sei allerdings Theorie geblieben, weil es ein zu grosses Risiko sei, Anlegern Anpassungen erklären zu müssen. Weil auch die KKV (Art. 18) beim vereinfachten Genehmigungsverfahren für kollektive Kapitalanlagen bis drei Monate nach Genehmigung Änderungen der Dokumente verlangen kann, ist dies in der Schweiz wohl ein zusätzliches Anwendungshindernis des vereinfachten Bewilligungsverfahrens.

Als viel komplizierter als die EBK werden allerdings die Steuerbehörden von den Experten wahrgenommen, dort lägen in Bezug auf die neuen Anlagemöglichkeiten grosse inhaltliche, aber auch zeitliche Unsicherheiten (vgl. dazu Ziff. 6.2.4). Davon können ausländische Promotoren kollektiver Kapitalanlagen aufgrund der Belegenheitsbesteuerung bei Immobilien aber teilweise ebenso tangiert werden.

---

<sup>178</sup> Denn diese sind aufgrund der darin enthaltenen Optionen nicht direkt genehmigungsfähig. Vgl. auch SFA Roadmap S.11

### 6.3 Bedeutung des Standortes Schweiz für Immobilien-SICAV

Bei der Diskussion über die Bedeutung des Schweizer SICAV-Marktes zeigte sich, auch als Konsequenz der bisherigen Ausführungen, dass die Schweiz zunächst ein wichtiger Standort für qualifizierte Schweizer Investoren und Promotoren werden könne, welche etwas in der Schweiz, mit Schweizer Immobilien und oft auch für andere Schweizer Investoren tun wollen.

Einige Experten führten aus, dass hunderte Personen oft Millionenvermögen im zersplitterten Schweizer Immobilienmarkt erwirtschaften konnten und dafür nach guten Strukturen suchten. Solche HNWI seien aber meist nicht an (komplexen) ausländischen Vehikeln interessiert. Dabei spiele eine emotionale Bindung an die Schweiz, die beim Immobiliensektor besonders ausgeprägt sei, eine gewisse Rolle: Man wolle wissen, wer mit „seinen“ Immobilien agiere, dieselbe Sprache sprechen und ein eventuelles Lebenswerk höchstens Personen und Firmen anvertrauen, die man kenne und schätze. Für diese Investoren sei, gemäss der Mehrheit der Schweizer Experten, auch das Argument der „Schweizer Qualität“ bedeutsam (vgl. Ziff. 6.2.5.1) und es gebe sogar solche, die für den Standort Schweiz gewisse Nachteile in Kauf nehmen würden<sup>179</sup>. Im Übrigen seien für sie oft auch keine steuerlichen Vorzüge im Ausland auszumachen (vgl. Ziff. 6.2.4). Wenn es solchen Leuten gelinge, erfolgreich Immobilien-SICAV zu lancieren, würden allenfalls auch ausländische Investoren finanzielle Mittel einbringen wollen, führen gewisse Interviewpartner weiter aus.

Auch bei Pensionskassen sind laut Expertenäusserungen kaum Tendenzen festzustellen, Immobiliengefässe im Ausland zu bevorzugen, es sei denn, es würden klare Gründe gegen die Schweiz sprechen.

Die Schweiz scheint aufgrund der Expertenaussagen besonders bei Immobilienanlagen einen lokal verankerten Heimmarkt zu besitzen, der auch für SICAV ein Potential biete. Die Luxemburger Experten teilen diese Einschätzung des Heimmarktes und sprechen der Schweiz deshalb Chancen als „Nischenmarkt“ zu<sup>180</sup>.

Etliche der Fachleute weisen aber daraufhin, dass das Potential für solche „Boutique-Produkte“ rasch umgesetzt werden müsse, damit man nicht noch mehr Zeit gegenüber schnell agierenden anderen Fondsstandorten wie Luxemburg verliere. Einer meint, dass

---

<sup>179</sup> Aber die erläuternden Experten sind sich einig, dass es nicht reicht, auf diese Investoren abzustützen.

<sup>180</sup> Dagegen will die SFA zum bedeutenden Spezialfondsmarkt avancieren. Vgl. SFA Informationsveranstaltung S.6

auch Schweizer Investoren mit Luxemburger Vehikeln immer vertrauter werden und positive Erfahrungen sammeln.

Für internationale Immobilienanlagestrukturen, die auch für ausländische Investoren von der Schweiz aus ins Ausland investieren, wie es in Luxemburg geschieht, sehen die meisten Experten kaum Chancen. Dies wird aus den folgenden Aussagen zum grossen Konkurrenten Luxemburg deutlich.

#### **6.4 Die Anziehungskraft von Luxemburg**

Zunächst bestätigten die Expertenaussagen, dass Luxemburg international eine grosse Akzeptanz und Bekanntheit als Standort für kollektive Kapitalanlagen und namentlich SICAV geniesst; dies auch im Bereich der Nicht-OGAW-Anlagen, zu denen die Immobilien gehören. In diesem Sektor [und wie unter Ziffer 2.2 dargelegt wurde, gerade bei qualifizierten Investoren] konnte sich Luxemburg in den letzten Jahren besonders bei Strukturen, die international diversifizieren, durchsetzen, wie die lokalen Experten ausführen. Der Immobilienbereich werde derzeit von der ALFI auch gefördert, nicht nur für internationale, sondern auch für länderspezifische Vehikel, weil die OGAW langsam „durchgekauft“ seien und nicht mehr so hohe Margen versprechen wie eben Kollektivanlagen in Immobilien.

Dabei gingen Luxemburger Promotoren oft (über Aussenbüros) in die verschiedenen Länder, analysierten die steuerrechtlichen Rahmenbedingungen und überlegten, welche Struktur sich eigne, um die Luxemburger Regularien am besten an die jeweilige nationale Gesetzgebung anzupassen. Oft würden spezielle Gesellschaften zwischengeschaltet (so genannte Special Purpose Vehicles - SPV), um steuerlich zu optimieren. So komme es zu komplizierten Gesellschaftsstrukturen, die aus Sicht eines Luxemburger Experten in der Schweiz wohl unweigerlich zu Diskussionen mit den Steuerämtern führen würde.

Zwar gibt es im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen für Immobilien noch keinen EU-Pass<sup>181</sup>, insofern ist Luxemburg der Schweiz hier gleichgestellt. Wie aber Experten bestätigen, ist Luxemburg im Rahmen der obigen Ausführungen sehr bemüht, die OGAW-IV-Richtlinien in Kraft treten zu lassen, so dass kollektive Kapitalanlagen mittels EU-Pass harmonisiert und vereinfacht zugelassen werden. Dadurch könne vieles zentralisiert und Luxemburg für Immobilienanlagen noch attraktiver werden.

Im Gegensatz dazu, betont ein Experte, leide der Fondsstandort Schweiz darunter, dass hier kein nennenswerter Auslandvertrieb existiere und er deshalb international weniger

---

<sup>181</sup> Bereits heute können Fonds, die in Immobilienaktien investieren (REIT-Funds oder Fund-of-Funds), den Europa-Pass erlangen, wie ein Experte erläuterte.

bekannt sei, was wiederum dazu führe, dass er seltener als Domizil für ausländische Anlagen in Betracht gezogen werde.

Gemäss diversen Expertenaussagen werden grosse internationale Fondsanbieter weiter und im Falle von Schweizer Grossbanken sogar vermehrt für internationale Immobilienanlagen nach Luxemburg gehen, denn es reiche nicht nur, dass die Schweiz gegenüber Luxemburg keine materiellen Nachteile hätte: wenn Prozesse in Luxemburg schneller liefen und mehr Flexibilität bestehe (vgl. Ziff. 6.2.2 mit Unterpunkten), spräche für diese Investoren(-vertreter) nicht viel für die Schweiz, da auch steuerrechtlich keine Vorteile geltend gemacht werden könnten (vgl. Ziff. 6.2.4). So seien auch keine Luxemburger SICAV oder andere Formen der kollektiven Kapitalanlage bekannt, die aufgrund des KAG in die Schweiz dislozieren würden.

Allerdings bedürfe es, um in Luxemburg Vehikel aufzulegen, eines Geschäftssitzes in Luxemburg, wie Experten erinnern. Denn als Schweizer Investor und Promotor müsse man bei ausländischen Vehikeln glaubhaft darlegen können, dass sie vom ausländischen Standort aus verwaltet und geleitet werden, um nicht aus steuerlicher Sicht der Umgehung bezichtigt zu werden. Wenn dies nicht möglich sei, komme die Schweiz als Standort wieder in Frage oder ein anderer Anbieter könne im Rahmen eines Private Labellings tätig werden.

Wenn die Schweiz gleiche Rahmenbedingungen wie Luxemburg hätte, könnten die Argumente der rechtlichen und politischen Stabilität und die Diskretion (Bank- und Steuergeheimnis) durchaus für sie sprechen, meint dazu ein Experte. Gerade im HNWI-Bereich sei das Qualitätslabel Schweiz bestimmt kein Nachteil, denn diese suchten oft eine gewisse Sicherheit.

Ob sich aufgrund der grossen internationalen Konkurrenz ausgerechnet die Schweiz als kleines Land oft ohne Unterlagen in Englisch<sup>182</sup> durchsetzen kann, bezweifelt dagegen ein anderer.

Einige Experten der Grossbanken betonen auch, der Schweizer Finanzplatz müsse deshalb noch attraktivere Rahmenbedingungen schaffen, um Kunden oder Produktanbietern Anreize zu geben, verstärkt in der Schweiz aufzutreten.

Zwei Luxemburger Experten empfehlen, für eine hypothetische SICAV für qualifizierte Investoren mit CHF 100 Mio. Anlagevolumen in Schweizer Gewerbeimmobilien eine Luxemburger SICAV zu wählen. Dies, weil erstens das Regulativ in der Schweiz teilweise komplexer und (noch) vage sei und es deshalb Gesellschafts-, Steuer- und klar haftungsrechtlich ungeklärte Fragen gäbe (vgl. Ziff. 6.2), zweitens aber, weil die

---

<sup>182</sup> Die SFA hat dazu erklärt, Immobilienanlagen bisher vorwiegend aus nationaler Sicht betrachtet zu haben, weshalb für Immobilien-SICAV keine Musterdokumente auf englisch vorgesehen sind.

Schweizer Anbieter von Beratungs- und Unterstützungsleistungen oft noch sehr unerfahren mit dieser Struktur seien.

Ihre Luxemburger Kollegen könnten dagegen mehrjährige Erfahrung vorweisen und hätten in vielem Routinen entwickelt. Dazu gebe es in Luxemburg eingespielte Netzwerke von Anwälten, Wirtschaftsprüfern und Banken, die auch räumlich nahe beisammen sind und es ermöglichen, alles aus einer Hand zu erhalten. Ebenso existierten Spezialisten nur für kollektive Immobilienanlagen, was dem Anleger die Sicherheit vermitteln könne, dass Leute, die sich mit der Immobilien-SICAV befassen, die Materie kennen und deren Möglichkeiten ausschöpfen können.

Sobald man in der Schweiz mehr Erfahrungen habe – und dabei dürfe man ruhig von den Erfahrungen in Luxemburg profitieren - und die SICAV auch bei der EBK, Steuer- und Handelsregisterämtern<sup>183</sup> bekannt und klar geregelt sei, dürfte sich die Situation für die Schweizer SICAV verbessern, sind Experten aus beiden Ländern überzeugt.

Ein wichtiger Aspekt für die Stärke von Luxemburg, glaubt ein Experte, sei auch deren Vertrauen in und stetes Werben für den Fondsstandort.

Den Schweizer Marktakteuren fehle dagegen teilweise das Vertrauen in das Gesetz, weil sie eine kritische Grundhaltung hätten und Innovationen die Totgeburt voraussagten. Er glaube, das Gesetz sei gerade für qualifizierte Investoren gut, aber man müsse die Leute auch im Ausland aktiv überzeugen, dass man von der Schweiz aus attraktive kollektive Kapitalanlagen lancieren könne.

Die Gründe für den Erfolg der SICAV in Luxemburg liege neben den günstigen Rahmenbedingungen auch in der Struktur selber, betonen die Experten aus dem Grossherzogtum. Denn in Luxemburg könne eine Fondsleitung nur einen vertraglichen Anlagefonds betreuen, um hohe Steuern zu umgehen, dies im Gegensatz zu einer SICAV, die verschiedene Teilvermögen bilden und steuern könne. Deshalb würden in Luxemburg oft SICAV-Umbrella-Strukturen aufgelegt, bei denen für verschiedene Länder und Anlegergruppen verschiedene Teilvermögen gebildet werden können.

Mindestens so wichtig sei aber, dass eine SICAV, die international am stärksten verbreitete Form der kollektiven Kapitalanlage, als Gesellschaft betrachtet werde und deshalb Zugang zu mehr Doppelbesteuerungsabkommen habe. Dazu komme, dass eine Gesellschaftsform auch international besser verstanden werde. Diese lasse sich in Register eintragen, im Gegensatz zum vertraglichen Anlagefonds, wo Fondsleitungen oft über mehrere Delegationsstufen hinweg treuhänderisch Anlagen verwalten. Diese Erfahrung sei deshalb auch für die Schweiz relevant, sollte man von hier aus neue internationale Gefässe lancieren wollen.

---

<sup>183</sup> Vgl. Ziff 6.2.1

Betreffend Luxemburg meinen viele der Befragten, auch wenn sich die Schweiz als Domizil für kollektive Kapitalanlagen mit dem KAG bei Immobilienstrukturen stärker etablieren könnte, sei es schwierig, Luxemburg ernsthaft zu konkurrenzieren. Denn erstens habe die Schweiz erst seit 1½ Jahren kompetitive Rahmenbedingungen und somit einen zeitlichen Rückstand, und zweitens entwickle sich auch Luxemburg weiter und sei bemüht, schnellere Bewilligungszeiten und eine flexiblere Ausgestaltung der Vehikel voranzutreiben. Dies zeige beispielsweise das Spezialfondsgesetz, welches die agilen Luxemburger auch in Antizipation des KAG so flexibel ausgestaltet hätten, meint ein Experte.

## **6.5 Die künftige Entwicklung von schweizerischen Immobilien-SICAV**

Im Bezug auf die Frage, wie viele Immobilien-SICAV in den nächsten fünf bis zehn Jahren geschaffen werden, waren sich Experten nicht einig und eher zurückhaltend mit Schätzungen: Ein Branchenvertreter glaubt, dass sich in den nächsten Jahren 50-100 SICAV nach KAG etablieren könnten, von denen viele im Immobilienbereich anzusiedeln sein dürften. Allerdings brauche es eine gewisse Anlaufzeit. Ein anderer Experte sieht die Obergrenze bei 50 Immobilien-SICAV und sagt, es könnten aber auch nur drei werden. Manche glauben an wenige bzw. ein bis zwei Neulancierungen pro Jahr<sup>184</sup>. Einer der Interviewten meinte, dass das Anlagevolumen der vertraglichen Anlagefonds (vgl. Ziff. 2.1) kaum je überboten würde.

Einig sind sich die meisten Befragten darin, dass die Lancierungen davon abhängen, wie rasch eine strukturelle Sicherheit erhalten werden könne und dass dieser Prozess dafür (zu) lange daure. Denn auch 1½ Jahre nach Inkrafttreten des Gesetzes sei einiges noch ungeklärt, vor allem steuerliche Fragen (vgl. Ziff. 3.2.4) oder Fragen der Genehmigung (vgl. Ziff. 6.2.5). Jemand, der eine SICAV auflegen möchte, habe derzeit noch ein langwieriges Verfahren vor sich.

Viele der Interessenten fürchten laut Experten, dass sie bei der Lancierung einer SICAV die ersten wären, die bei Behördenstellen vorsprächen. Die Ungewissheit, wie schnell man Antworten erhält, wer helfen kann und was passiert, wenn sich gewisse Probleme nicht lösen lassen, und die damit verbundenen hohen Lehrgelder halten noch stark zurück. Sehr deutlich mahnen deshalb zwei Experten, entweder gäbe es einige Immobilien-SICAV bis Ende 2009, oder sonst sei zu befürchten, dass sich die neue Gesellschaftsform [in diesem Bereich] nicht richtig etablieren und „sterben“ könnte.

---

<sup>184</sup> Aufgrund der Schwierigkeit solche Schätzungen zu erfragen, wurde nicht zwischen qualifizierten und gewöhnlichen Investoren unterschieden. Es kann aber aufgrund von Ziff. 6.1 angenommen werden, dass es sich mehrheitlich um SICAV für qualifizierte Investoren handeln dürfte.

Angesprochen auf konkrete Produkte in der Pipeline haben viele Experten Kenntnis von Immobilien-SICAV-Projekten. Einige davon scheinen sogar schon bei der EBK zur Besprechung zu sein. SFA und EBK wollten allerdings keine Details hierzu verraten.

Als „Early-Mover“ scheinen sich qualifizierte HNWI oder deren Vertreter (langsam) in Position zu bringen, besonders solche mit jahrelanger Erfahrung und engen Beziehungsnetzen im Immobiliengeschäft. Diese würden in einem (der) ersten Schweizer Immobilien-SICAV durchaus auch einen Marketingaspekt sehen, wie aus den Interviews deutlich wurde. Dazu befassten sich gemäss einem Experten auch gewisse Pensionskassen ernsthaft damit, SICAV aufzusetzen.

Wenn es Akteuren mit Pioniergeist gelinge, eine SICAV zu gründen, seien sie in einer guten Position, die Prozesse zu spiegeln und allenfalls eine gewisse Mechanisierung zu etablieren (wie es bei vielen Anbietern von vertraglichen Anlagefonds heute der Fall sei), wurde weiter ausgeführt.

Auch wenn wenig zu Lancierungsplänen publik wird, zeigen diese Ausführungen doch, dass qualifizierte Investoren, aber auch Promotoren, die Möglichkeiten der SICAV im Immobilienbereich langsam wahrnehmen und zu nutzen versuchen.

## **6.6 Exkurs: Nachfrage und Angebot der schweizerischen Immobilien-KGK**

### **6.6.1 Die Nachfrage nach Immobilien-KGK**

Wie die Experten berichten, scheinen derzeit hauptsächlich Entwickler und Fachleute aus der Finanz- und Immobilienbranche die Möglichkeiten der KGK nach KAG auszuloten. Sie sind selber nicht zwingend qualifizierte Investoren, wollen aber mit attraktiven Komplementärgefässen Pensionskassen und HNWI als qualifizierte Kommanditäre anzulocken. Denn, wie unter Ziffer 3.3.1 beschrieben wurde, sind die Beteiligungsrechte der Kommanditäre der KGK grundsätzlich stärker eingeschränkt als diejenigen der Anleger einer SICAV: So lassen sich Immobilienprojekte in der Aktiengesellschaft absondern, ohne dass die Kommanditäre viel Einfluss nehmen können, weil sie keine Weisungsbefugnisse haben<sup>185</sup>. Dadurch erhoffen sich die Promotoren, Projekte einfacher realisieren und den Kreis der Beteiligten besser steuern zu können.

Weniger klar scheint die Nachfrage der Kommanditäre und wie stark sie sich „bevorzugen“ liessen. Gewisse Experten können sich aber durchaus vorstellen, dass es lohnenswert sein kann, Geld in derartige Projekte mit Aussicht auf attraktive Renditen an-

---

<sup>185</sup> Allerdings müssen auch die Kommanditäre die Möglichkeit haben, den Komplementär abzusetzen oder die Gesellschaft durch Gesellschafterbeschluss aufzulösen (vgl. Ziff. 3.3.1).

zulegen, besonders für erfahrene Investoren und Finanzfachleute. Auch bei Pensionskassen zeige sich derzeit eine gewisse Nachfrage, wissen Experten zu berichten, speziell wenn die Investition mit einem Vorkaufsrecht der Immobilie nach Fertigstellung verknüpft werden kann, denn so können die Pensionskassen am Projektentwicklungsgewinn partizipieren und gleichzeitig in Besitz gesuchter Immobilien gelangen.

Viele Experten glauben, dass sich KGK für Immobilienentwicklungsprojekte etablieren könnten, gerade weil es sehr anziehend wirke, wenn man Promotoren mit Know-how sowie Zugang zu Land und Investoren (allenfalls mit Vorkaufsrecht) zusammenbringen könne und den Gewinn quasi untereinander aufteile. Dies würde durch diesbezügliche Abklärungen am Markt belegt.

Für Schweizer Investoren ist bei KGK im Gegensatz zur SICAV zudem attraktiv, dass für ausländische Anlagen nicht geklärt werden muss, ob sie ausreichend bewertet werden können oder andernfalls eine Derogation erhalten. Dies eröffne ganz neue Felder und es seien auch Schweizer KGK bekannt, die in China oder andere asiatische Länder investieren wollen. Nur weil die Vehikel weniger reguliert seien, heisse dies nicht, dass man sich nicht gewisse Richtlinien setzt, fügt ein Experte an, denn die Promotoren als Komplementäre wollten auch zugunsten der Kommanditäre Qualität schaffen.

Nicht klar scheint, aufgrund gewisser Aussagen, ob die Lex Koller für ausländische Komplementäre bei bewilligungspflichtigen Immobilienprojekten wirklich eine Hürde darstelle [solange der Komplementär als Aktiengesellschaft schweizerisch beherrscht werde] (vgl. Ziff. 3.5), oder ob sich für ausländische Anleger nicht eine Möglichkeit bieten könnte, in die gefragten Wohnimmobilien(-projekte) zu investieren<sup>186</sup>.

Für die KGK spreche auch, dass das Konzept der Trennung von Kommanditär und Komplementär schon bestens bekannt und etabliert sei und nicht wie bei der SICAV eine neuartige Trennung zwischen Anleger- und Unternehmeraktionären entstehe, erwähnte ein Experte. Dass sich die Haftung des Komplementärs dadurch, dass er eine Aktiengesellschaft ist, faktisch auf dessen Vermögen beschränkt<sup>187</sup>, wurde nicht explizit als Problem erwähnt.

In der Summe dürften all diese Gründe ausschlaggebend sein, weshalb es derzeit etwas mehr Abklärungen in Richtung KGK als in Richtung SICAV zu geben scheint<sup>188</sup>, wie den Expertenaussagen zu entnehmen ist, und weshalb bereits eine Immobilien-KGK

---

<sup>186</sup> Dass die internationale Bekanntheit der Gesellschaftsform der KGK eine Zusatznachfrage generiert, wurde weder bestätigt noch negiert.

<sup>187</sup> Vgl. Dietrich Taufer S.24

<sup>188</sup> Auch die EBK bestätigt, gegenwärtig mehr Anfragen zu KGK für Immobilienprojekte als für Immobilien-SICAV zu haben.

existiert. Im Folgenden wird gezeigt, was die Nachfrager in der Umsetzung nach Ansicht der Fachleute bremsen könnte.

### **6.6.2 Die Einflussfaktoren auf das Angebot von Immobilien-KGK**

Wie die SICAV erfordert auch die KGK ein gewisses Mindestanlagevolumen, um die organisatorischen Aufwendungen zu rechtfertigen, meinen die Experten. Obschon eine SICAV als teurer erachtet wird (z.B. wegen benötigter Fondsleitung und Depotbank), dürfen sich die minimalen Anlagesummen und damit die Projektvolumen nicht allzu sehr unter den Grössenordnungen der SICAV bewegen (vgl. Ziff. 6.1.1. ab CHF 50 Mio.). Für Immobilienprojekte bedeutet dies, dass wohl nur Gross- und Grösstprojekte in Form einer KGK lohnenswert ausgeführt werden (können) und diese Grösse eine wichtige Limitierung der Nachfrage darstellt.

Die knappe Abhandlung der KGK im Gesetz (rund zwei Dutzend Artikel in Gesetz und Verordnung) wird als Vorzug des Vehikels gelobt. So könne man für qualifizierte Investoren im Unterschied zur SICAV oft ohne Derogationen arbeiten, was zugleich die Vorzüge von vereinfachten Spezialgesetzen/-regulationen für qualifizierte Investoren belege (vgl. Ziff.6.2.2).

Dennoch werden auch mögliche KGK durch regulatorische Probleme aufgehalten<sup>189</sup>. So wurden vielfach zwei unter den Experten umstrittene Fragen erwähnt, nämlich erstens, ob es der KGK möglich ist, und wenn ja, in welchem Umfang, Bestandesimmobilien zu halten (ist z.B. ein bestehendes Portfolio, das man zu 90% mit Fremdkapital finanziert, eine Risikokapitalanlage?) und zweitens, was genau als Immobilienprojekt taxiert werden kann (ist z.B. ein Erweiterungsbau zu einem Bestandesobjekt ein Projekt?).

Zur erforderlichen Mindestanzahl von fünf Kommanditären sei auf die Ausführungen unter Ziffer 6.2.2.6 verwiesen, das Thema wurde für die KGK nicht gesondert besprochen.

Im Unterschied zur SICAV hat die KGK keine ähnliche Anlagestruktur, die sie ernsthaft konkurrenziert und in der Entwicklung bremsen kann (vgl. Ziff. 6.2.1).

Allerdings können auch mit offenen kollektiven Kapitalanlagen Immobilienentwicklungen für qualifizierte Investoren und im Rahmen entsprechender Derogationen vermutlich ohne zusätzliche Bestandesliegenschaften, mit hohen Fremdkapitalanteilen und mit eingeschränkten Mitwirkungs- und Kündigungsrechten realisiert werden. Die Experten

---

<sup>189</sup> Dass ausländische Limited Partnerships im Unterschied zur KGK oft nicht reguliert sind, wurde in diesem Zusammenhang nicht explizit als Nachteil erwähnt.

meinen jedoch, dass die Kündigungsfristen der offenen kollektiven Kapitalanlagen von der EBK kaum verlängert würden (und somit die Unterscheidung offene – geschlossene Anlagestruktur nur schwer zu überwinden sei)<sup>190</sup>. Für eine grosse Entwicklung muss das Kapital oft über mehr als fünf Jahre gebunden werden, womit die KGK gegenüber der SICAV allein aus diesem Grund bevorzugt werden muss.

Bedeutende offene Fragen und insofern Bremsen in Bezug auf die Lancierung von KGK werden hauptsächlich aus dem Steuerbereich berichtet, wie die folgenden Ausführungen zeigen.

### **6.6.3 Steuerliche Implikationen bei der Immobilien-KGK**

Bei der KGK geht man – wie bei der SICAV – prinzipiell von einem steuerlich attraktiven Gefäss aus, aber die Ungewissheit bei der Besteuerung von carried interest (vgl. Ziff. 3.3.2) wird von fast allen Experten als Problem bei der Lancierung von Produkten genannt. Speziell ausländische Promotoren würden die Schweiz meiden, wenn sie nicht wüssten, wie und ob carried interest zu versteuern sei. Wenn carried interest voll wie Einkommen besteuert würde, wäre dies ein klarer Nachteil für den Standort Schweiz, wird ausgeführt. Viele Investoren wollten für die Risiken, die sie in Kauf nehmen, besonders wenn sie (wie bei Immobilienprojekten häufig) Standorte auch zugunsten der Öffentlichkeit aufwerten, nicht noch steuerlich „bestraft“ werden.

Wie Ziffer 6.6.1 zeigt, sind diejenigen, welche sich bisher vorwiegend mit der Lancierung von KGK beschäftigten, Immobilienfachleute aus der Schweiz. Als solche können sie oft besser akzeptieren, dass carried interest besteuert werde, weil sie ihre Steuerzahlungen wieder im Land reinvestiert sähen. Allgemein wird dennoch bedauert, dass sich die ESTV immer noch nicht verbindlich zur Besteuerung der KGK in einem Rundschreiben geäußert hat und solche Unsicherheiten aus dem Weg räumen konnte. Deshalb wird derzeit für den konkreten Fall eine Steuervereinbarung mit den Steuerbehörden dringend empfohlen.

Dazu scheint aufgrund von Expertenäusserungen auch noch nicht restlos geklärt zu sein, ob alle Kantone die KGK als „übrige juristische Personen“ betrachten.

Im Unterschied zur SICAV wird bei KGK grundsätzlich ein Ende des Vehikels vorgesehen<sup>191</sup>, weil zum Beispiel die Projektentwicklung abgeschlossen wird. Wenn dann die Objekte liquidiert werden, fallen in gewissen Kantonen Grundstückgewinnsteuern an, die besonders bei kurzer Haltedauer sehr hoch sein können. Hier erweisen sich Kantone

---

<sup>190</sup> Gem. Art. 109 Abs. 2 lit. 4 darf das Recht auf Rückgabe zudem nicht mehr als fünf Jahre ausgesetzt werden.

<sup>191</sup> Auch wenn sich im Gesetz keine Höchstdauer festgeschrieben wurde, vgl. Dietrich Taufer S.24

mit einem dualistischen Steuersystem im Vorteil, wird erwähnt, weil man dort allenfalls vom reduzierten Steuersatz für juristische Personen profitieren könne.

Steuerlich sei bei KGK die Interpretation von Doppelbesteuerungsabkommen schwieriger [als bei offenen Kollektivanlageformen], erwähnt ein Experte als weiteres Handicap. Als kompliziert für ausländische Investoren könnte sich ausserdem die Doppelbesteuerungsproblematik bei direktem Grundstücksbesitz und die Verrechnungssteuerproblematik bei indirektem Grundstücksbesitz auswirken (vgl. Ziff. 3.2.4).

Weil die SICAR quasi als Gegenstück zur KGK in Luxemburg ganz verschiedene rechtliche Ausgestaltungen hat (vgl. Ziff. 4.2.2), sei sie steuerlich schwer zu vergleichen (vgl. Ziff. 4.2.3), meinen die Experten<sup>192</sup>. Allgemein wird von einer sehr attraktiven Besteuerung ausgegangen.

Man berichtet jedoch, dass die SICAR steuerlich unter Druck stehe. Denn eine EU-Kommission prüfe derzeit, ob nicht staatliche Beihilfe geleistet werde, indem sie durch die Gesetzgebung praktisch steuerfrei werden, aber dennoch von DBA profitierten (z.B. durch Zinsabzüge). Ob die Schweiz daraus Profit schlagen könne, wird hinterfragt, weil SICAR grundsätzlich wenig besteuert werden. Ein Experte meint allerdings, das Beispiel zeige, wie rasche Erfolge im Ausland auch nicht immer von Dauer sein müssen, was vielleicht wieder für die Schweiz sprechen könne.

---

<sup>192</sup> Deshalb, und weil es für die Aussagen dieser Arbeit nicht weiter von Relevanz ist, soll auch nicht näher darauf eingegangen werden.

## **7 Schlussfolgerungen mit Anpassungsvorschlägen und Ausblick**

### **7.1 Zusammenfassend: Hindernisse für qualifizierte Immobilieninvestoren im Umgang mit SICAV und -KGK**

Aus den Aussagen der Expertengespräche kann Folgendes zum derzeitigen Umgang von qualifizierten Immobilieninvestoren mit den neuen Anlagemöglichkeiten des KAG geschlossen werden:

Unter qualifizierten Investoren besteht – einmal abgesehen von den SICAF - durchaus eine Nachfrage nach den neuen Gesellschaftsformen, wie sie das KAG vorsieht. Bei der SICAV scheint die Nachfrage vorwiegend von Schweizer HNWI und aus dem institutionellen Bereich namentlich von Pensionskassen zu kommen. Bei der KGK kommt sie vor allem von Entwicklern, die zusammen z.B. mit institutionellen Investoren Immobilienprojekte realisieren bzw. finanzieren wollen. Die Nachfrage aus dem Heimmarkt wird durch ausländische Interessenten auf der Suche nach Diversifikationsmöglichkeiten ergänzt. Als wichtige Aspekte, welche diese Nachfrage fördern, sind die Mitwirkungs- und Selbstverwaltungsrechte (bei der SICAV), massgeschneiderte Produkte und steuerliche Vorzüge in rechtlich eigenständigen Gesellschaftsformen anzuführen.

Diese Nachfrage trifft nun auf das neue KAG, dessen Umsetzung bei Immobilienvehikeln eine ganze Serie von Hindernissen birgt, welche oft im Vergleich mit der Luxemburger Situation deutlich wurden. Die aus Expertensicht bedeutendsten Widerstände für SICAV und KGK sollen hier zusammengefasst werden:

- eine gewisse Trägheit vieler Fondspromotoren vom vertraglichen Anlagefonds abzuweichen;
- die erforderliche Mindestgrösse, um SICAV und KGK aufgrund der administrativen Anforderungen lancieren zu können;
- die vergleichsweise hohe Mindestanzahl Anleger z.B. für HNWI;
- die schwierige Abgrenzung zwischen Unternehmer- und Anlegeraktionären bei SICAV;
- die langen Kündigungsfristen und die Bezugsrechte für Altaktionäre, welche für Immobilien-SICAV grundsätzlich vorgesehen sind;
- drohende Konflikte aufgrund der Lex Koller, wenn sich bewilligungspflichtige Investoren in kollektive Kapitalanlagen mit bewilligungspflichtigen Immobilien beteiligen;

- steuerliche Probleme ausländischer Anleger wegen der Verrechnungssteuer bei kollektiven Kapitalanlagen mit indirektem Grundstückbesitz und der Doppelbesteuerung bei direktem Grundstückbesitz;
- Diskriminierung der indirekten Anlagen in der Schweiz durch die faktische Doppelbesteuerung;
- steuerlicher Realisierungstatbestand bei der Einbringung von Immobilien;
- steuerlicher Föderalismus mit der daraus resultierenden Komplexität und verringerter Transparenz;
- im Vergleich zu Luxemburg langsame Aufsichtsbehörde, mit der zumeist Derogationsverhandlungen (mit ungewissem Ausgang) zwecks Flexibilisierung der Anlagemöglichkeiten durchgeführt werden müssen;
- faktisch kein vereinfachtes Genehmigungsverfahren;
- vergleichsweise unerfahrene Anbieter von Unterstützungsdienstleistungen mit weniger ausgereiften Netzwerken für die besonderen Fragestellungen der kollektiven Kapitalanlagen in der Schweiz;
- carried interests und andere steuerliche Hindernisse bei der KGK.

Aufgrund der Expertenausführungen unter Ziffer 6 ist davon auszugehen, dass die hier aufgelisteten Widerstände – im Kontext des internationalen Umfelds und im Rahmen dieser Arbeit namentlich von Luxemburg – die Gründe sind, weshalb bisher keine Immobilien-SICAV und erst eine Immobilien-KGK in der Schweiz lanciert wurden.

Dabei wird deutlich, dass die Probleme nicht nur in der gesetzlichen Ausgestaltung des KAG liegen, sondern auch in der Abstimmung mit anderen Gesetzgebungen (z.B. Lex Koller oder DBG) und Unsicherheiten im Umgang mit Aufsichts- und Steuerbehörden. Wie der Vergleich mit Luxemburg zeigt, ist es mit einer flexiblen Gesetzgebung für qualifizierte Investoren im Zusammenspiel mit schnellen und erfahrenen Aufsichtsbehörden und Anbietern von Unterstützungsdienstleistungen möglich, dass das neue Spezialfondsgesetz im ersten Jahr nach dessen Einführung auch für Immobilienvehikel vielfach Anwendung fand, sogar für eine SICAV, die ausschliesslich in Schweizer Immobilien investiert.

Die Hypothese, dass qualifizierte Immobilieninvestoren, die in der Schweiz aktiv sind, an neuen Formen der kollektiven Immobilienanlage interessiert wären, aber die Produktentwicklung aufgrund gewisser institutioneller Hürden stockte, hat sich aufgrund der Expertengespräche demnach als richtig erwiesen, wobei sich zusätzlich prozessuale Hindernisse offenbarten.

Hinzu kommt, dass sich die Schweiz im Unterschied etwa zu Luxemburg eher zurückhaltend in der Vermarktung des Fondsstandortes erweist. Sie wirkt somit den Wettbe-

werkskräften, welche die Entstehung von SICAV und KGK lieber in anderen Staaten sehen, zu wenig entgegen.

## **7.2 Kriterien zur Belebung des Marktes von Immobilien-SICAV und -KGK**

Wie unter Ziff. 6.5 und 6.6 gezeigt wird, glauben zwar die meisten Experten, dass sich auch in der jetzigen Situation einige SICAV und -KGK für qualifizierte Immobilieninvestoren nach Schweizer Recht entwickeln werden: Vom grossen Ansturm auf diese Produkte wird aber nicht gesprochen und zumindest im Immobilienbereich scheint die Anziehungskraft von Luxemburg nicht gestoppt werden zu können.

Aufgrund dieser Feststellungen beinhaltet die Hindernisliste von Ziff. 7.1 zugleich Kriterien und Ideen zur Belebung des Marktes, wie sie auch Experten erwähnten.

Ein Befragter meint, einige der aufgelisteten Schwierigkeiten, auf die qualifizierte Investoren heute treffen, dürften sich bereits dadurch verringern, dass sich mit einer bestimmten Anzahl Vehikel eine gewisse Erfahrung entwickle, so dass sich eine Bewilligungs- und Steuerpraxis und dadurch mehr Transparenz einspielen könne. Die so entstehende höhere Bekanntheit helfe nicht nur bei den Prozessabläufen, sondern könnte auch der Nachfrage zusätzlichen Schwung verleihen.

Ob dies reicht, um den Markt zu beleben, ist zu bezweifeln, denn die meisten Experten fordern Verbesserungen oder Verfeinerungen von Gesetzen und Abläufen:

- Beim KAG und KKV geht es dabei generell um eine Vereinfachung des Regulativs für qualifizierte Anleger. Man denke etwa an (effektiv durchführbare) vereinfachte Genehmigungsverfahren, erweiterte Anwendungsbereiche des Einanleger-SICAV, die grundsätzlichen Bezugsrechte für Altaktionäre bei SICAV und die langen Kündigungsfristen<sup>193</sup> sowie die Unterscheidung von Unternehmer- und Anlegeraktionären mit deren Konfliktpotential. Einiges davon könnte der Bundesrat über eine Anpassung der KKV relativ schnell ändern und damit zusätzliche Flexibilität für qualifizierte Anleger schaffen
- Eine rasche Änderung des noch jungen Gesetzestextes in der näher liegenden Zukunft wird aufgrund der notwendigen Verfahren gemäss Expertenaussagen aber nicht erwartet. Idealerweise wäre dabei ein spezieller Abschnitt für qualifizierte Anleger und die für sie vorgesehenen Möglichkeiten innerhalb des bestehenden Gesetzes zu schaffen oder noch weitergehend ein eigenes Gesetz für qualifizierte Investoren nach dem Vorbild des Luxemburger Spezialfondsgesetzes.

---

<sup>193</sup> Welche auch für gewöhnliche Anleger wichtig sind vgl. 6.2.2.8

- Steuerlich wäre v.a. die Ausnahme der indirekten Immobilienvehikel von der Verrechnungssteuer wünschenswert, um die Attraktivität für ausländischen Investoren, die mit SICAV mit direktem Grundbesitz aufgrund der zu befürchteten Doppelbesteuerung weniger anzufangen wissen, zu erhöhen. Förderlich wäre auch die Einbringung von privat gehaltenen Liegenschaften in eine SICAV ohne Realisierungstatbestand. Ebenso wäre eine steuerliche Gleichbehandlung der direkten und indirekten Fonds denkbar. Alle diese steuerlichen Massnahmen dürften aber aufgrund der vielen Steuerhoheiten und der Angst vor Steuerausfällen sehr schwierig umzusetzen sein. Mit klaren Aussagen in Kreisschreiben wie etwa zum carried interest wäre aber schon viel getan.
- Auf regulatorischer Seite scheint es, auch bei Immobilien-SICAV und -KGK für qualifizierte Investoren, wichtig, dass schnell Gefässe aufgesetzt werden können und sich dafür in der Praxis (wenn nicht sogar aus einem revidierten Gesetz oder Verordnung) eine gewisse Flexibilität einspielt, mit der man rechnen kann und die Promotoren und Investoren anzulocken vermag.
- Gerade für ausländische Investoren müsste unbedingt die Lex Koller angepasst bzw. spezifiziert werden, so dass Ausländer in nicht-kotierte SICAV (solange sie schweizerisch kontrolliert sind) und ausländische Kommanditäre bei KGK unzweifelhaft investieren können.
- Dazu müssen Anbieter von unterstützenden Dienstleistungen wie Banken, Immobilienfirmen, Kanzleien usw., vermehrt bereit sein, sich mit der Thematik vertieft auseinanderzusetzen und sich zu vernetzen, so dass auch qualitativ hochwertige Dienstleistungscluster entstehen, an die sich Investoren wie beim Luxemburger Beispiel wenden können.

### **7.3 Ausblick**

Der Anpassungskatalog unter Ziff. 7.1 scheint zwar lang, aber wenn man den Experten zuhört, ist vieles davon erforderlich, um SICAV und -KGK nicht nur einer kleinen, vorwiegend lokalen, Investorenschaft und somit Verbreitung, sondern auch international Promotoren und Anlegern zuzuführen. Erst dann kann man von Wettbewerbsfähigkeit sprechen.

Es gilt zudem, diese Anpassungen schnell vorzunehmen, denn erstens hat die Schweiz vergleichsweise spät begonnen, ihre Gesetzesgrundlagen dem internationalen Wettbewerb anzugleichen und zweitens schläft die Konkurrenz nicht: Mit der angestrebten Harmonisierung der noch nicht vereinheitlichten kollektiven Kapitalanlagen wie solche

in Immobilien innerhalb der EU-Mitgliedesländer stehen bereits neue Herausforderungen an (vgl. Ziff 4.1 und Ziff 6.4).

Auch wenn die Situation der Schweiz nicht 1:1 mit derjenigen von Luxemburg verglichen werden kann, gibt die Gegenüberstellung doch Anhaltspunkte, mit welcher Konkurrenz es die Schweiz zu tun hat. Gewisse Aussagen deuten zudem darauf hin, dass man sich vermehrt mit dieser beschäftigen sollte. Beispielsweise indem man versucht eine Aussenperspektive einzunehmen und sich zu fragen, wie attraktiv der Schweizer Immobiliensektor auch für Rechtsformen aus dem Ausland sei und sich daran zu messen (wie z.B. luxemburgische SICAV).

Abgesehen davon ist es, wie gewisse Experten betonen, wichtig, den guten Ruf und die Akzeptanz des Finanzplatzes Schweiz zu nutzen und auch im Ausland zu zeigen, dass sich in der Schweiz durchaus vernünftige Immobilien-SICAV und -KGK erstellen lassen. Dies besonders dort, wo bereits Interesse ausgemacht wurde und Pioniere bereit sind, sich einzusetzen. Schliesslich hätte Luxemburg auch klein angefangen.

Unterstützend könnte dabei die Initiative „Masterplan Finanzplatz Schweiz“ wirken, welche im Herbst 2007 von SFA, Bankiervereinigung, Schweizerischem Versicherungsverband sowie Swiss Financial Market Services als Vertreter der Industrie und den zuständigen Behörden des Bundes initiiert wurde<sup>194</sup>. Sie verfolgt das Ziel, die Schweiz bis 2015 unter die ersten drei Finanzplätze der Welt zu bringen und als einer der Schritte dazu ist geplant, die Schweiz als führenden Spezialfonds-Cluster für qualifizierte Investoren in Europa etablieren<sup>195</sup>.

Die Zusammenarbeit aller Akteure im Markt könnte die Chance bieten, dass Erkenntnisse dieser Arbeit und die daraus resultierenden Anpassungsvorschläge, wie sie in Ziffern 7.1 und 7.2 aufgezeigt wurden, Gehör finden und eine rasche Umsetzung zu Gunsten von mehr SICAV und KGK auch im Immobiliensektor, als wichtigem Spezialfondsbereich, erreicht wird.

Diese Studie zeigt deutlich: Es erfordert Pioniergeist, Engagement und Überzeugungsarbeit auf politischer Ebene und im Markt, um SICAV und KGK bei qualifizierten Immobilieninvestoren nicht nur als nationale Nischenprodukte zu etablieren, sondern auch als international konkurrenzfähige kollektive Kapitalanlagen zu verankern. Wird diese Energie nicht aufgewandt, ist zu befürchten, dass andere Länder wie Luxemburg sowohl international als auch in der Schweiz Terrain im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen für Immobilien gutmachen und solche Produkte bei sich domizilieren können.

---

<sup>194</sup> SFA Medienmitteilung 2008;

<sup>195</sup> SFA Medienmitteilung 2008; Den Otter S.13

## **Verzeichnis des Anhangs**

Anhang I: Interviewleitfaden

Anhang II: Liste der Interviewten Personen

## **Anhang I: Interviewleitfaden**

### *0. Hinführung zum Thema*

- 0.1. Inwiefern beschäftigen Sie sich mit indirekten Immobilienanlagen?
  - 0.2. Sind Sie mit dem neuen KAG konfrontiert?
  - 0.3. Waren Sie bei dessen Entwicklung beteiligt?
  - 0.4. Welche Themenbereiche aus dem KAG beschäftigen Sie derzeit?
  - 0.5. Welche Themenbereiche interessieren Sie besonders?
  - 0.6. Inwiefern sind Sie mit qualifizierten Investoren in Kontakt?
  - 0.7. Sind Sie mit dem Spezialfondsgesetz in Luxemburg konfrontiert?
- 

### **A.) Die Nachfrage nach schweizerischen Immobilien-SICAV**

#### *1. Das Marktpotential: Qualifizierte Investoren („QI“).*

- 1.1. Wer sind mögliche QI, die an neuen Formen der kollektiven Kapitalanlagen für Immobilien interessiert sind?
- 1.2. Wer hat Interesse an einer SICAV?
- 1.3. Lässt sich das Marktpotential quantifizieren? Wie schätzen Sie es ein?
- 1.4. Wie viele Produkte glauben Sie sind in der Pipeline und werden innerhalb dieses Jahres lanciert?
- 1.5. Wie viele SICAV (und KGK) erwarten Sie in den nächsten fünf respektive zehn Jahren?
- 1.6. Glauben Sie, dass die Schweiz ein bedeutender Markt für Immobilien-SICAV wird?

#### *2. Auseinandersetzung der qualifizierten Investoren mit den neuen Möglichkeiten*

- 2.1. Kennen QI die neuen Möglichkeiten seit Inkrafttreten des KAG genügend?
- 2.2. Befassen sie sich damit? Wie intensiv/in welchem Umfang?
- 2.3. (Wenn ja,) gibt es QI, die zu den „First Movern“ gehören wollen und solche, die auf andere warten, um die Chancen abzuschätzen und von deren Erfahrungen profitieren zu können? Wer gehört zu welcher Gruppe?
- 2.4. Es gab im letzten Jahr zwei neue vertragliche Anlageimmobilienfonds für QI in der Schweiz; Welche Gründe könnte es geben, dass dazu keine SICAV gewählt wurde?

#### *3. Bedeutung des Standortes Schweiz*

- 3.1. Wie wichtig ist der Standort Schweiz für qualifizierte Investoren aus dem Inland?
- 3.2. Inwieweit nimmt man dafür gewisse Nachteile/Hürden in Kauf? (z.B. reguliertes Produkt mit Bewilligungspflichten, behördliche Aufsicht)?
- 3.3. Wie wichtig ist der Standort Schweiz für qualifizierte Investoren aus dem Ausland?
- 3.4. Welche Faktoren sind bei qualifizierten Investoren relevant für die Standortwahl bei Investitionen in kollektive Immobilienanlagen?

#### *4. Die Macht von Luxemburg*

- 4.1. Wie schätzen Sie die Bedeutung des Standorts Luxemburg für indirekte Immobilienanlagen im Vergleich zur Schweiz ein?
- 4.2. Welchen Einfluss hat das neue luxemburgische Spezialfondsgesetz auf das Schweizer KAG in Bezug auf kollektive Immobilienanlagen?
- 4.3. Das Spezialfondsgesetz in Luxemburg ist ausschliesslich für QI entworfen, das KAG nicht. Würde die Ausarbeitung eines Spezialgesetzes für QI den Schweizer Markt beleben?

## **B.) Einflussfaktoren auf das Angebot von schweizerischen Immobilien-SICAV**

### *5. Zurückhaltendes Verhalten der Fondspromotoren - die Macht des Bekannten?*

- 5.1. Was hindert die Anbieter an der Erstellung solcher Produkte in Gesellschaftsform?
- 5.2. Inwiefern könnten Startschwierigkeiten der Immobilien-SICAV auf die „Macht des Bekannten“ der vertraglichen Anlagefonds zurückzuführen sein?

## **Einfluss des KAG und den dazugehörigen Verordnungen unter Berücksichtigung der luxemburgischen Regulation**

### *6. Einfluss der Anforderungen an qualifizierte Investoren*

- 6.1. Welchen Einfluss hat die Definition des QI gem. KAG? Ist Luxemburg „lascher“?
- 6.2. Grundsätzlich ist eine Immobilien-SICAV sehr reguliert, aber für QI können diverse Ausnahmeregelungen mit der EBK vereinbart werden (z.B. Risikoverteilung von Immobilienanlagen): Wie attraktiv ist das für QI?
- 6.3. Macht die mögliche Beschränkung auf QI kollektive Kapitalanlagen für sie überhaupt interessanter?
- 6.4. Ist der Nachweis von 2 Mio. „Bankable Assets“, den private Investoren erbringen müssen, ein Hemmschuh?

### *7. Einfluss der Mitwirkungsrechte*

- 7.1. Werden Mitwirkungsrechte von QI eher als Vor- oder Nachteil wahrgenommen? In welchen Fällen als Vorteil und in welchen als Nachteil?
- 7.2. Gibt es Gründe für die Überführung von AST in SICAV?
- 7.3. Welche Auswirkung haben die Rechte von Unternehmeraktionären, etwa, dass sie SICAV auflösen können? Sind Aktionärbindungsverträge notwendig?
- 7.4. Wie ist die mögliche Einmischung der Anleger an der GV zu werten? Abschreckend oder vertrauensbildend?

### *8. Einfluss auf Möglichkeiten der Fondspromotoren*

- 8.1. Welchen Einfluss hat die viel zitierte Möglichkeit, dass Promotoren mit begrenzten finanziellen Mitteln SICAV zu gründen können, effektiv?
- 8.2. Gem. Botschaft zum KAG wird erwartet, dass mehr Vermögensverwalter eine SICAV in der Schweiz gründen, weil diese bei einem „Private Label Funds“ mehr Einfluss haben als bei einem vertraglichen Anlagefonds. Was halten Sie davon in Bezug auf Immobilien-SICAV?

### *9. Einfluss der Kapitalanforderungen*

- 9.1. Inwieweit beeinflusst die Vorgabe, dass nach einem Jahr ein Mindestvermögen von CHF 5 Mio. vorhanden sein muss, die Erstellung von Immobilien-SICAV auch im Vergleich zu Luxemburg (€ 1.25 Mio. nach einem Jahr, 5% liberiert nach einem Monat)?
- 9.2. Inwiefern schränkt die Vorgabe ein, dass nicht mehr als 50% Fremdkapital erlaubt sind?
- 9.3. Von Sponsoren werden CHF 500'000 Mindesteinlage bei selbstverwalteten SICAV und CHF 250'000 bei fremdverwalteten SICAV gefordert, dazu gilt eine Eigenmittelunterlegung: Welchen Einfluss hat die Höhe der eigenen Mittel und eine mögliche Nachschusspflicht?

- 9.4. Welchen Effekt hat der geforderte regelmässige Handel für SICAV?
- 9.5. Wird bei der Entscheidung für oder gegen eine Immobilien-SICAV die Möglichkeit von späteren Börsengängen mit Agio-Gewinnen in Betracht gezogen?
- 9.6. Eine SICAV darf keine Immobilientransaktionen mit der Fondsleitung, der Depotbank und Nahestehenden sowie Unternehmensaktionären durchführen. Hat das eine Konsequenz auf deren Erstellung?
- 9.7. Wie gut können Immobilien-SICAV für QI von diesen Vorgaben befreit werden?

#### *10. Einfluss d. Anforderungen für Bewilligung, Revision, Bewertung, Verwaltung, Management*

- 10.1. Können die Gebühren für Steuerberater, Depot, Revisor, Bewertungen etc. den Nachfragerkreis einschränken?
- 10.2. Inwieweit beeinflusst die Struktur einer SICAV mit all den Anforderungen an Revisionsstelle, Depotbank, Fondsleitung (zur Administration bei fremdverwalteten Fonds), Sponsor, Anleger, Schätzer etc. deren Erstellung? Bzw. schreckt dies zunächst ab?
- 10.3. Wie beeinflusst die Einschränkung, dass es der einzige Zweck einer SICAV ist, das eigene Vermögen zu verwalten, die Erstellung von SICAV? (nicht wie bei einer Fondsleitung, die für diverse Produkte tätig sein kann)
- 10.4. Wie können Schweizer SICAV im Ausland vertrieben werden?

#### *11. Einfluss der Anforderungen an Einanlegerfonds*

- 11.1. Sind Einanlegerfonds für Sie ein Thema? Falls ja, wo sehen Sie die Chancen / Möglichkeiten?
- 11.2. Welche Möglichkeiten bieten sich für Pensionskassen, Vermögensverwalter, Family Offices mit Einanlegerfonds

#### *12. Einfluss der Anforderungen an Rücknahme und Ausgabe von Anteilscheinen*

- 12.1. Inwieweit ist das Bezugsrecht für bisherige Anleger ein Problem bei der Gründung von Immobilien-SICAV? (keine laufende Rücknahme und Ausgabe der Aktien zum NAV)?
- 12.2. Immobilien-SICAV sind mit 12 Monaten Kündigungsfrist keine eigentlichen Open-End-Strukturen Was bedeutet dies für QI?
- 12.3. Wie gut können Immobilien-SICAV für QI von diesen Vorgaben befreit werden?

#### *13. Einfluss der Anforderungen an die Portfoliozusammensetzung*

- 13.1. Hätten Sie sich erleichterte Anlage- und der Risikoverteilungsvorschriften bei Immobilien-SICAV für QI gewünscht? (Keine
  - RE-Fund of Funds
  - spekulativen Investitionen (Derivate nur zur Absicherung von Zins-, Währungs- und Marktrisiken)?
  - Einimmobilien-SICAV
  - Entwicklungs-SICAV (Bauland und Projekte im Bau))
- 13.2. Wie gut können Immobilien-SICAV für QI von diesen Vorgaben befreit werden?

### **Einfluss der Lex Koller**

#### *14. Einfluss der Lex Koller*

- 14.1. Welche Unterschiede gibt es zwischen vertraglichen Anlagefonds und SICAV hinsichtlich der Lex Koller? Ist aus dieser Sicht eine Rechtsform ist zu bevorzugen? Weshalb?
- 14.2. Eine Schweizer SICAV (und KGK) kann im Unterschied zu ausländischen in Wohnimmobilien (-projekte) investieren. Ergeben sich hieraus Chancen?

## **Steuerliche Implikationen**

### *15. Einfluss von steuerlichen Implikationen*

- 15.1. Bei direkten kollektiven Kapitalanlagen entfällt die Doppelbesteuerung, was sie (für private und juristische Personen interessant macht. Wie beeinflusst das die Lancierung von SICAV und KGK?
- 15.2. Erträge von Luxemburger SICAV sind in der Schweiz zu versteuern: Hat die Schweiz hier ein Wettbewerbsvorteil bei SICAV mit direktem Grundbesitz?
- 15.3. Was bewirkt die mögliche Sacheinlage bei QI?
- 15.4. Hat die Tatsache, dass die Anwendung von DBA auf die Besteuerung der Anlagen bei kollektiven Kapitalanlagen noch unklar ist, einen Einfluss auf deren Produktion?
- 15.5. Ausländer müssen Erträge von SICAV auch mit Direktanlagen oft auch im Ausland versteuern. Dafür hat er keine Verrechnungssteuer zu erwarten; Sind solche SICAV so für Ausländer aus steuerlicher Sicht doch interessant?
- 15.6. Die Schweiz verlangt Verrechnungssteuer auf Erträgen von kollektiven Kapitalanlagen mit indirektem Grundbesitz (sofern nicht 80% in im Ausland im Ausland generiert); in Luxemburg gibt es keine Verrechnungssteuer auf kollektiven Kapitalanlagen, aber €1250 Emissionsabgabe und eine Grundgebühr von 0.01% pro Jahr auf dem Nettoanlagevermögen? Beeinflusst das die Anlagegefässe die Erstellung von SICAV?

## **Einfluss Regulatoren**

### *16. Gütesiegel*

- 16.1. Wieviel Wert ist das „Gütesiegel“ EBK?
- 16.2. Wie einfach erwarten Sie Ausnahmegewilligungen für qualifizierte Investoren bei der EBK? In welchen Bereichen hauptsächlich? (Zusammenfassung der blauen Fragen)
- 16.3. Wie flexibel wird die EBK wahrgenommen?
- 16.4. Die Regelungskompetenz wird im neuen KAG bei einigen wichtigen Fragen an die EBK delegiert. Wirkt sich das auf die Lancierung von Immobilien-SICAV aus?
- 16.5. Wird davon ausgegangen, dass die vorgeschriebenen Fristen z.B. zur Bewilligung von Anlagen eingehalten werden können?

### *17. Einfluss der (fehlenden) Dokumente und mangelnden Beispielen*

- 17.1. Es gibt (noch) keine SFA-Musterdokumente für Immobilien-SICAV: Wie entscheidend sind sie für die SICAV-Produktion?
- 17.2. Kann die verkürzte Time-to-Market bei Immobilienprodukten für QI überhaupt umgesetzt werden, d.h. gäben solche Musterdokumente für QI überhaupt Sinn?

### *18. Einfluss von Abläufen*

- 18.1. Das vereinfachte Genehmigungsverfahren erlaubt laut KAG mit Musterdokument die Zulassung für eine kollektive Kapitalanlage für QI in einem Tag; Kann man die Abläufe so genau abschätzen und welcher Einfluss hat es auf die Produktentwicklung?
- 18.2. Laut dem Spezialfonds in Luxemburg, braucht es für kollektive Kapitalanlagen erst eine nachträgliche Bewilligung: Wirkt sich das auf die Schweiz aus?
- 18.3. Konnte Bewilligungsverfahren für Produkte von QI effektiv bereits vereinfacht und beschleunigt werden?

### **Exkurs: Wie steht es um Nachfrage und Angebot der Immobilien-KGK?**

#### **19. KGK**

- 19.1. Wie unterscheidet sich die Nachfrage nach schweizerischen Immobilien-KGK von derjenigen nach Immobilien-SICAV, was sind die Unterschiede in der Nachfrage?
- 19.2. Wie attraktiv ist die KGK für internationale Investoren? Ist sie besser bekannt?
- 19.3. Hat die Vorgabe, dass es mindestens 5 qualifizierte Anleger als Kommanditäre braucht, eine Auswirkung auf die Lancierung der Produkte?
- 19.4. Es besteht eine steuerliche Unsicherheit betr. der Besteuerung von indirekten Anlagen und v.a. betr. der Besteuerung von „carried interest“ (Gewinnanteil vom Gewinn des Kommanditärs) und man wartet auf ein Kreisschreiben der ESTV: Wie sehr beeinflusst das die Entwicklung von Immobilien-KGK?
- 19.5. Beeinflusst ausländische Investoren die Tatsache, dass man Erträge im Ausland versteuert; Gewinn- resp. Ertragssteuer?
- 19.6. Welcher Einfluss hat die Tatsache, dass ausländische KGK oft keiner Aufsicht und Revision und in Luxemburg als SICAR einer erleichterten Aufsicht unterstehen Prinzip unreguliert Schweizer Kommanditäre haben können, inländische aber nicht (Diskriminierung vs. guter Ruf)
- 19.7. Welche Formen von Immobilien können KGK aufnehmen?

#### **Zusammenfassend: Kriterien zur Belegung des Marktes von schweizerischen Immobilien-SICAV und KGK für QI**

20. Können sich bei der derzeitigen Gegebenheiten Immobilien-SICAV und -KGK als Anlageform gerade für QI in der Schweiz / international durchsetzen?

#### *21. Von der Nachfrageseite her*

- 21.1. Welches sind ihrer Meinung nach die Hauptkriterien zu Belegung des Marktes von der Nachfrageseite her?

#### *22. Von der Angebotseite her*

- 22.1. Welches sind ihrer Meinung nach die Hauptkriterien zu Belegung des Marktes von der Angebotsseite her?
- 22.2. Welche Rolle spielt dabei der gesetzliche Rahmen: Genügt das KAG oder braucht es eine Revision? Welches wären die Kernpunkte einer solchen Revision?
- 22.3. Bräuchte es mehr Freiräume und welche, damit mehr Immobilien-SICAV (KGK) für QI produziert werden?

*Grundsätzlich sind bisherige Fragen im Vergleich zu Luxemburg zu diskutieren.*

#### **23. Zusatzfragen an die Experten der SFA**

- 23.1. Wann kommen Musterdokumente für Immobilien-SICAV?
- 23.2. Wieso werden diese gem. Unterlagen vom 1.5.2008 nur in Deutsch und Französisch erstellt?
- 23.3. Konnten die Musterdokumente für Immobilienfonds bereits genutzt werden? Von QI?
- 23.4. Gibt es noch Verfeinerungen der Musterdokumente für KGK?
- 23.5. Warum werden keine Musterdokumente für QI erstellt?
- 23.6. Was macht der Fachausschuss „Immobilienfonds“
- 23.7. Was tun Fondsleitungen, um sich an das neue KAG anzupassen?

## **24. Zusatzfragen für Experten aus Luxemburg**

- 24.1. Welcher Einfluss hat das Spezialfondsgesetz auf die potentielle Erstellung von Produkten in der Schweiz und in Luxemburg? Welche Immobilien-SICAV (und andere Immobilienprodukte) gibt es für die Schweiz? Welche sind in der Pipeline? Wie viele Immobilienprodukte für QI existieren für andere Drittstaaten?
- 24.2. Luxemburg
- hat tiefere Hürden für QI,
  - bietet mehr Rechtsformen für SICAV,
  - forderte eine tieferes Mindestkapital nach einem Jahr und
  - bietet raschere Bewilligungen, (Bewilligung innerhalb eines Monats nach Lancierung beantragen)
  - erfordert keine Musterdokumente (sofern Gesetzeskonforme Dokumente) für beschleunigte Bewilligung.
- Stimmen diese Aussagen in der Realität? Wirkt sich das auf die Lancierung von Produkten in der Schweiz aus? Welche Vorteile kann die Schweiz dem gegenüberstellen?
- 24.3. Hat die Schweiz dieses Spezialfondsgesetz, das ausschliesslich für QI erstellt wurde zu wenig antizipiert, verschlafen?
- 24.4. Wie laufen die SICAR für Immobilienanlagen?
- 24.5. Welche Änderungen in der Gesetzgebung von Luxemburg oder der EU sind anstehend welche die Schweizer SICAV bzw. die Luxemburger Spezialfonds bedrohen können?
- 24.6. Ist eine FIS-SICAV, welcher direkt in Schweizer Immobilien investiert, die beste aller Welten weil er steuerlich gleichgestellt wird, aber von Luxemburger Gesetzesvorteilen profitieren kann?

## **25. Zusatzfragen welche an die EBK gestellt wurden (vgl. Anhang II)**

- 25.1. Wie gut stehen die Chancen, dass die Anforderungen für QI z.B. betr. der Portfoliozusammensetzung und Anlagevorschriften durch EBK gelockert werden?
- 25.2. Wie gut stehen Chancen, dass man Einanlegerfonds für weitere QI zum Bsp. Family Office bewilligen würde.
- 25.3. Wie gross sind Chancen auf solche Lockerungsanträge allgemein?
- 25.4. Welche Fremdkapitalanteile werden bei Immobilien-SICAV maximal zugelassen?
- 25.5. Wie gut stehen die Chancen, dass es Unternehmeraktionären bei Immobilien-SICAV für qualifizierte Investoren erlaubt wird, Immobilien von nahestehenden Personen zu kaufen?
- 25.6. Wie gut stehen die Chancen die Eigenmittelunterlegung bei Immobilien-SICAV für qualifizierte Investoren zu lockern?
- 25.7. Wie viele Leute, die mit der Verwaltung/Fondsleitung beschäftigt sind, braucht eine selbstverwaltete SICAV?
- 25.8. Wie gut stehen die Chancen, das Bezugsrecht für Altaktionäre bei und die Kündigungsfrist von 12 Monaten bei Immobilien-SICAV für qualifizierte Investoren verhandelbar?
- 25.9. Wie einfach kann der vom KAG geforderte regelmässige Handel bei Immobilien-SICAV für qualifizierte Investoren wegbedungen werden?

## Anhang II: Liste der interviewten Personen

Name	Datum	Dauer	Ort	Unternehmen	Position
Sebastian Best	18.06.2008	80min	Luxemburg	Credit Suisse Asset Management Fund Service (Luxemburg) S.A.	Director and Counsel
Gaston Brandes	09.06.2008	90min	Zürich	UBS AG	Executive Director - Real Estate Continental Europe
Dr. Gregor Bucher	11.06.2008	75min	Zürich	Credit Suisse Asset Management	Director
Christophe Lanz	18.06.2008	30min	Luxemburg	Banque Privée Edmond de Rothschild Europe	Deputy Vice President
Dr. Matthäus Den Otter	09.06.2008	45min	Basel	Swiss Funds Association	Director General
Dr. Martin Furrer	03.06.2008	100min	Zürich	Baker & McKenzie	Rechtsanwalt - Member Real Estate Transaction Group
Michaela Imwinkelried	18.06.2008	100min	Luxemburg	UBS Fund Services (Luxemburg) S.A.	Executive Director - Head Legal and Products
Victor Meyer	04.06.2006	45min	Zürich	PWC	Leiter Financial Services, Steuer- und Rechtsberatung Schweiz
Markus Schunk	03.06.2008	80 min	Zürich	KPMG	Partner
Hans Tschäni	09.06.2008	20 min	Basel	Swiss Funds Association	Stellvertretender Geschäftsführer, Mitglied Fachausschuss Immobilien
Dr. Alexander Wyss	03.06.2008	100 min	Zürich	Baker & McKenzie	Fürsprecher - Member Real Estate Transaction Group

Zudem wurde mit Herr Raffaele Rossetti, Rechtsanwalt und Leiter Spezialaufgaben der EBK am 4.8.2008 ein kurzes Telefongespräch über gewisse Problembereiche der Thematik von rund 10 min. geführt, da von der EBK keine konkrete Zusage für ein Interview kam. Antworten zu spezifischen Fragen wie sie in Anhang I, Ziffer 25, aufgelistet werden, konnten aber nicht erhalten werden.

## Quellenverzeichnis

### Literatur

**Atteslander, Peter:** Methoden der empirischen Sozialforschung, 8. Auflage, Berlin 1995 („Atteslander“).

**Abegglen, Sandro:** Kollektivanlagen, in: Neuerungen im Schweizer Wirtschaftsrecht, NKF-Schriftenreihe Band 12, Zürich 2007, S. 69-93 („Abegglen“).

**Furrer, Martin / Kumschick, Mario / Wyss, Alexander:** Real Estate Transactions in Switzerland, Baker & McKenzie, Zürich 2007 („Furrer / Kumschick / Wyss“).

**Gläser, Jochen / Laudel, Grit:** Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse, 2. durchgesehene Aufl., Wiesbaden 2006 („Gläser / Laudel“).

**Ghandchi Schmid, Jasmin:** Das neue Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) – Systematische Einführung, Zürich 2007 („Ghandschi Schmid“).

**Hasenböhler, Franz (Hrsg.):** Grundriss des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG), Zürich / Basel / Genf 2007 („Hasenböhler“).

**Kühne, Armin / Lengauer, Daniel:** Das neue Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG), in: Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2006/2007 S. 45 ff. Zürich / Basel / Genf 2007 („Kühne / Lengauer“).

**Kühne, Armin / Epars, Jean-Luc:** Die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV), in: Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2006/2007 S. 52 ff, Zürich Zürich / Basel / Genf 2007 („Kühne / Epars“).

**Mühlebach, Urs / Geissmann, Hanspeter:** Lex Friedrich, Kommentar zum Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland, Brugg / Baden 1986 („Mühlebach/Geissmann“).

## Materialien

**Association of the Luxembourg Fund Industry:** Annual Report 2007-2008, Luxembourg 2008 („Alfi Annual Report“).

**Bundesamt für Justiz:** Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland, Merkblatt, Bern, 1.4.2005 („Merkblatt BJ“).

**Bundesversammlung der schweizerischen Eidgenossenschaft:** Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23.6.2006 (SR 951.31) („KAG“).

**Bundesversammlung der schweizerischen Eidgenossenschaft:** Bundesgesetz über die Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3.10.2003 (SR 221.301) („FusG“).

**Bundesversammlung der schweizerischen Eidgenossenschaft:** Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. 3.1994 (SR 951.31) („Anlagefondsgesetz“, „AFG“).

**Bundesversammlung der schweizerischen Eidgenossenschaft:** Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer vom 14. Dez. 1990 (SR 642.11) („DBG“).

**Bundesversammlung der schweizerischen Eidgenossenschaft:** Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden vom 14. Dez. 1990 (SR 642.14) („StHG“).

**Bundesversammlung der schweizerischen Eidgenossenschaft:** Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland vom 16. Dezember 1983 (SR 211.412.42) („BewG“).

**Bundesversammlung der schweizerischen Eidgenossenschaft:** Bundesgesetz über die Stempelabgaben vom 27. Juni 1974 (SR 641.10) („StG“).

**Bundesversammlung der schweizerischen Eidgenossenschaft:** Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer vom 13. Oktober 1965 (SR 642.21) („VStG“).

**Commission de Surveillance du Secteur Financier:** Rapport d'activités 2007, Luxembourg 2008 („CSSF Annual Report“).

**Commission de Surveillance du Secteur Financier:** Circulaire CSSF 07/309 concernant la répartition des risques dans le contexte des fonds d'investissement spécialisés („Circulaire CSSF“).

**Dietrich Taufer, Christina:** CUREM-Masterthesis - Innovative Immobilienanlagen unter dem neuen Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen, Zürich Juli 2007 („Dietrich Taufer“).

**European Fund and Asset Management Association EFAMA:** EFAMA Factbook 2006 – Trends in European Investment Funds, Brüssel 2006 („EFAMA Factbook 2006“).

**Eidgenössische Bankenkommision EBK:** Schweizerische Kollektive Kapitalanlagen: Mutationen Juli 2008, Bern Stand 7.8.2008 („EBK Mutationen 07/08“).

**Eidgenössische Bankenkommision EBK:** Liste der ausländischen kollektiven Kapitalanlagen, deren Vertrieb in oder von der Schweiz aus genehmigt wurde, Bern 15. August 2008.

**Eidgenössische Bankenkommision EBK:** Liste der genehmigten schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen, Bern 15. August 2008 („EBK-Liste“).

**Eidgenössische Bankenkommision EBK:** Schweizerische Kollektive Kapitalanlagen: Mutationen Februar 2008, Bern 13. März 2008 („EBK Mutationen 02/08“).

**Eidgenössische Bankenkommision EBK:** Jahresbericht 2007, Bern März 2008 („Jahresbericht EBK 2007“).

**Eidgenössische Bankenkommision EBK:** Verordnung der EBK über die kollektiven Kapitalanlagen, Bern 21.12.2006. (SR 951.312) („KKV-EBK“).

**Eidgenössisches Finanzdepartement EFD:** Finanzplatz Schweiz im Scheinwerferlicht, Mitteilung des Generalsekretariats, Bern April 2008 („EFD Mitteilung“).

**Eidgenössisches Finanzdepartement EFD:** Erläuterungsbericht zur Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen, Bern November 2006 („Erläuterungsbericht KKV“).

**Eidgenössische Steuerverwaltung** Kollektive Kapitalanlagen als Gegenstand der Verrechnungssteuer und der Stempelabgaben, Entwurf Kreisschreiben, Bern, Juni 2008.

**Eidgenössische Steuerverwaltung:** Besteuerung von kollektiven Kapitalanlagen und ihrer Anleger, Entwurf Kreisschreiben, Bern 22.5.2008.

**Eidgenössische Steuerverwaltung:** Kreisschreiben Nr. 10, Bern 6.5.1994 („Kreisschreiben Nr.10“).

**Ernst & Young:** Real Estate Investor Guide 2007/2008, Stuttgart Oktober 2007 (“Real Estate Investor Guide 2007/08”).

**Experta:** Fact Sheet Beteiligungsgesellschaften mit variablem Kapital SICAR, Luxemburg Oktober 2006 („Experta Factsheet“).

**Grand-Duché de Luxemburg:** Loi relative aux fonds d’investissement spécialisés („Spezialfondsgesetz/Specialized Investmentfonds“), Luxemburg 13.2.2007 („FIS“).

**Grand-Duché de Luxemburg:** Loi relative à la Société d’investissement en capital à risque (SICAR), Luxemburg 15.6.2004 („SICAR“).

**Grand-Duché de Luxemburg:** Loi concernant les organismes de placement collectif, Luxemburg 15.6.2004 („OGA“).

**Kollmair, Michael / Thieme, Susan:** Vorlesungsunterlagen der Lehrinheit “Methodenseminar I: Interviewtechniken“ des Geographischen Instituts der Universität Zürich, Zürich 2002 („Kollmair / Thieme“).

**Kommission der Europäischen Gemeinschaften:** Weissbuch für den Ausbau des Binnenmarktraumens für Investmentfonds, Brüssel November 2006 („Weissbuch“).

**KPMG:** Das neue Luxemburger Spezialfondsgesetz, Luxemburg 2007 (“KPMG Spezialfonds”).

**KPMG:** Luxemburg, Plattform for Business, Luxemburg 2007 („KPMG Luxemburg“).

**Orox Capital:** Added Value Properties Switzerland – Investment Memorandum, Genf 2007 (“Orox Capital”).

**Picard, Jean-Jacques:** Luxemburg: First Mover auch als Fondsstandort, Beitrag von zur Luxemburg-Beilage der Börsenzeitung vom 27.7.2005 („Picard“).

**Rat der Europäischen Gemeinschaften:** Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (85/611/EWG), Brüssel 20. Dezember 1985 („Richtlinie 85/611/EWG“).

**Schweizerischer Bundesrat:** Botschaft zum Bundesgesetz über die Kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagegesetz), BBl 2005 S. 6395 -6505, Bern 23. September 2005 („Botschaft“).

**Schweizerischer Bundesrat:** Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen, Bern 22.11.2006 (SR 951.311) („KKV“).

**Schweizerischer Bundesrat und die Regierung des Grossherzogtums von Luxemburg:** Abkommen zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und dem Grossherzogtum von Luxemburg zur Vermeidung der Doppelbesteuerung auf dem Gebiete der Steuern von Einkommen und vom Vermögen. Bern / Luxemburg 21.1.2003 (SR 0.672.951.82) („DBA“).

**Seiler, Alexander:** CUREM Masterthesis - Immobilienfonds mit indirektem Grundbesitz – ein Auslaufmodell? Steuerrechtliche Aspekte indirekter Immobilienanlagen, Zürich Juli 2007 („Seiler“).

**Swiss Funds Association SFA:** SFA News 2/08, Basel Juni 2008 („SFA Newsletter 2/08“).

**Swiss Funds Association SFA:** Unterlagen zur Informationsveranstaltung vom 27.5.2008 in Zürich, Basel Mai 2008 („SFA Informationsveranstaltung“).

**Swiss Funds Association SFA:** SFA-Jahresrückblick – Auf Kurs bei KAG und Masterplan Finanzplatz, Medienmitteilung, Basel 28. Januar 2008. („SFA Medienmitteilung 2008“).

**Swiss Funds Association SFA:** Jahresbericht 2007, Basel 2008 ("SFA Jahresbericht 2007").

**Swiss Funds Association SFA:** Roadmap der SFA Selbstregulierung, Basel Mai 2008 („SFA Roadmap“).

**Swiss Funds Association SFA:** KAG Atlas, Basel März 2007 („KAG Atlas“).

**Swiss Funds Data:** Marktstatistiken 2008;  
[http://www.swissfunddata.ch/statistics/marketstatistics\\_2008\\_de.html](http://www.swissfunddata.ch/statistics/marketstatistics_2008_de.html), Abrufdatum: 7.7.2008.

**Vögeli, Andreas:** CUREM Masterthesis – Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland unter spezieller Berücksichtigung der Möglichkeiten des Erwerbs von bzw. der Beteiligung an Wohnimmobilien durch Personen im Ausland zu kommerziellen Zwecken, Zürich Juli 2007 („Vögeli“).

## **Fachzeitschriften, Zeitungen**

**Bächle Michael:** Wo bleiben die SICAV nach Schweizer Recht in: B2B, 5. Jahrgang, Nr. 19, Juni 2008, S.20-22 („Bächle“).

**Bächli, Michael / Portmann Thomas:** Fonds-Industrie entdeckt qualifizierte Anleger, in NZZ Online vom 27.5.2008, [http://www.nzz.ch/nachrichten/kultur/aktuell/fonds-industire\\_entdeckt-qualifizierte\\_anleger](http://www.nzz.ch/nachrichten/kultur/aktuell/fonds-industire_entdeckt-qualifizierte_anleger), Abrufdatum: 8.6.2008.

**Immobilienbusiness – Das Schweizer Immobilien-Magazin:** 14. Jahrgang, Nr. 152, März 2008.

**Häfelin, Regula / Meyer, Victor:** Neue Wege für Immobilienanlagen, in: Handelszeitung, 1. November 2006, S. 80 („Häfelin /Meyer“).

**Schopper, Bernhard:** Kollektive Kapitalanlagen in der Schweiz: Ein Fiskalisches Damoklesschwert, in: Ernst&Young Tax News elektronische Publikation, Zürich Oktober 2007, [http://www2.eycom.ch/publications/items/tax\\_news/20061027\\_taxnews/200610\\_EY\\_Tax\\_News\\_d.pdf](http://www2.eycom.ch/publications/items/tax_news/20061027_taxnews/200610_EY_Tax_News_d.pdf), Abrufdatum 14.7.2008 („Schopper“).

## **Referatsbeilagen**

**Den Otter, Matthäus:** SFA-Referat anlässlich der SFA-Informationsveranstaltung in Zürich vom 27. Mai 2008.

**Imwinkelried, Michaela:** Auswirkungen des neuen KAG auf indirekte Immobilienanlagen, Referat anlässlich Swiss RE ImmoInvest Forum für institutionelle Anleger „Indirekte Immobilienanlagen im In- und Ausland“ in Zürich vom 30.11.2006 („Imwinkelried“).

**Meyer, Victor:** Existiert bereits ein steueroptimales Anlagemodell? – Ein Vergleich: Bundesgesetz zu kollektiven Kapitalanlagern vs. ausländische REITs, Referat anlässlich IRR Jahreskongress in Zürich vom 31.10.2007 („Meyer“).

**Raemy, Alain:** Rechtliche Besonderheiten des schweizerischen Immobilienmarktes – ein Überblick für ausländische Investoren, Referat anlässlich des Swiss Equity Real Estate Days in Zürich vom 21.11.2007 („Raemy“).

**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 30.11.2006 („von Felten“).

## Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

### **Derzeitiger Umgang von qualifizierten Immobilieninvestoren mit den neuen Anlagemöglichkeiten des Bundesgesetzes über kollektive Kapitalanlagen, insbesondere der SICAV, im Kontext der Möglichkeiten in Luxemburg**

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.

Erlenbach den 18. August 2008

---